



Centro Universitário de Brasília - UniCEUB

Faculdade de Ciências Jurídicas e Sociais - FAJS

Curso de Bacharelado em Direito

**Rafaela Barros de Oliveira Almeida**

**TUTELA DOS ACIONISTAS MINORITÁRIOS E O VOTO CONFLITANTE  
DO ACIONISTA CONTROLADOR**

**BRASÍLIA**

**2022**

**RAFAELA BARROS DE OLIVEIRA ALMEIDA**

**TUTELA DOS ACIONISTAS MINORITÁRIOS E O VOTO CONFLITANTE  
DO ACIONISTA CONTROLADOR**

Monografia apresentada como requisito parcial para obtenção do título de Bacharel em Direito pela Faculdade de Ciências Jurídicas e Sociais - FAJS do Centro Universitário de Brasília (UniCEUB).

Orientador(a): Professor Marlon Tomazette

**BRASÍLIA**

**2022**

**RAFAELA BARROS DE OLIVEIRA ALMEIDA**

**TUTELA DOS ACIONISTAS MINORITÁRIOS E O VOTO CONFLITANTE  
DO ACIONISTA CONTROLADOR**

Monografia apresentada como requisito parcial para obtenção do título de Bacharel em Direito pela Faculdade de Ciências Jurídicas e Sociais - FAJS do Centro Universitário de Brasília (UniCEUB).

Orientador(a): Professor Marlon Tomazette

**BRASÍLIA, 16 DE SETEMBRO DE 2022**

**BANCA AVALIADORA**

---

**Professor(a) Orientador(a)**

---

**Professor(a) Avaliador(a)**

“A tutela da minoria é um problema econômico e político, sendo jurídico somente o meio através do qual essa atua”.

Giuseppe Ferri

## RESUMO

O estudo tem como objetivo analisar a controvérsia referente ao impedimento de voto do acionista que possui interesse conflitante com o da companhia, nos termos do artigo 115, §1º, da Lei 6.404/1976 (“Lei das S.A.), e a necessidade de implementação de uma nova agenda regulatória no ordenamento jurídico brasileiro para disciplinar a questão. Para tanto, partiu-se do exame das diversas correntes doutrinárias acerca da tese de voto conflitante adotada pela Lei das S.A (teoria do conflito formal ou substancial), bem como das principais propostas legislativas editadas na tentativa de pacificar a matéria. A partir do amparo da doutrina, foram analisados os Processos Administrativos Sancionadores julgados pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) nos últimos vinte anos, especialmente aqueles nos quais a autarquia alterou o seu posicionamento sobre a tese a ser adotada para interpretação do §1º do artigo 115 da Lei 6.404/1976. Concluiu-se que a interpretação literal da Lei das S.A. é uma solução pouco sofisticada para um tópico tão complexo. Entretanto, apesar do controle *ex post* do voto conflitante nos parecer uma proposta mais efetiva, a sua aplicação isolada não é suficiente para a resolução da controvérsia. Independentemente da tese adotada, o impedimento de voto do acionista em conflito de interesses com a companhia necessita ser modernizado por meio de uma nova agenda regulatória ou pela organização de um Parecer de Orientação pela CVM, de modo organizado e transparente, a fim de dar cumprimento ao mandado legal da autarquia e de contribuir para o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários no Brasil.

**Palavras-chave:** Acionista Controlador. Interesse Social. Conflitos de Interesse. Impedimento de voto. Teoria do Conflito Formal. Teoria do Conflito Substancial.

## SUMÁRIO

<b>INTRODUÇÃO .....</b>	<b>8</b>
<b>CAPÍTULO I - ACIONISTA MINORITÁRIO E A RELAÇÃO DE PODER NA SOCIEDADE POR AÇÕES .....</b>	<b>12</b>
I.1. Poder de controle e suas tipologias: os sistemas de controle diluído e concentrado .....	12
I.2. Enquadramento legal do poder de controle nos termos da Lei 6.404/1976 (Lei das Sociedades por Ações).....	23
I.3. Custos de agência: benefícios e malefícios do controle na estrutura de propriedade das sociedades por ações.....	28
<b>CAPÍTULO II – CONFLITO DE INTERESSES <i>STRICTO SENSU</i>.....</b>	<b>35</b>
II.1. Exercício do voto no interesse da companhia: noções de interesse da companhia e as teorias institucionalista e contratualista .....	35
II.2. Enquadramento do exercício do voto no interesse da companhia pela Lei 6.404/1976	42
II.3. Conflito de interesses <i>strictu sensu</i> no âmbito das sociedades anônimas: interesse particular do votante e divergência de interesses .....	47
II.4. Conflito de interesses – questão preliminar: critério formal ou substancial para o impedimento de voto do acionista .....	52
II.4.1. Conflito formal ou análise <i>ex ante factum</i> de interesses.....	54
II.4.2. Conflito substancial de interesses ou análise <i>ex post factum</i> :.....	58
II.4.3. Posição intermediária ao conflito formal e substancial de interesses.....	66

II.5. Conflitos de Interesse x Benefícios Particulares.....	67
II.6. Propostas legislativas para alteração da regulação dos conflitos de interesse pela Lei das S.A e outros procedimentos possíveis de serem adotados .....	70
<b>CAPÍTULO III – ESTUDO DE CASOS: ANÁLISE DOS PRECEDENTES DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM) .....</b>	<b>76</b>
III.1. Caso Tim (PAS CVM nº RJ 2001/4977):.....	77
III.2. Caso Previ (PAS CVM nº RJ 2002/1153):.....	78
III.3. Caso Tractebel (PAS CVM nº RJ 2009/13179): .....	79
III. 4. Caso Eletrobrás (PAS CVM nº RJ 2013/6635):.....	81
III.5. Caso Linx/STNE (PAS CVM nº 19957.005563/2020-75):.....	82
III.6. Caso Saraiva (PAS CVM nº 19957.003175/2020-50) e Caso Springer (PAS CVM nº 19957.004392/2020-67): .....	84
III.7. Conclusões sobre a experiência brasileira e o entendimento majoritário da CVM sobre a análise formal ou material do voto conflitante .....	87
<b>CONCLUSÃO.....</b>	<b>88</b>
<b>REFERÊNCIAS .....</b>	<b>90</b>

## INTRODUÇÃO

Não é difícil perceber a importância de se regular os conflitos de interesse no âmbito das sociedades anônimas para o devido desenvolvimento do mercado de capitais. A sua tutela é essencial para a permanência do acionista minoritário da companhia, uma vez que é capaz de vedar a direção da companhia como “coisa própria” pelo detentor do poder de controle.

Atualmente, os conflitos de interesse no âmbito das sociedades por ações são regulados pelo artigo 115 da Lei 6.404/1976 (Lei das S.A.), que determina que o acionista deve exercer o direito de voto no interesse social, bem como que é vedado o exercício de voto nas deliberações em que tiver interesse conflitante com o da companhia.<sup>1</sup> A redação do artigo é aberta e subjetiva, o que dificulta a sua aplicação e dá margem para o conflito entre os acionistas controladores e os minoritários.

A principal controvérsia quanto ao dispositivo reside na interpretação da segunda parte do §1º do artigo 115, que dispõe que o acionista não poderá votar nas deliberações da assembleia geral em que tiver interesse conflitante com o da companhia.

A discussão está em saber se o acionista está impedido de exercer o seu direito de voto na assembleia geral em qualquer deliberação na qual ele possua interesse potencialmente conflitante com o da companhia (teoria do conflito formal) ou se poderá exercer o seu direito de voto, e, apenas após a deliberação, será verificado se há potencial conflito de interesses com a companhia (teoria do conflito substancial ou material). Nesta última hipótese, culminando na anulação da deliberação caso seja constatada a existência de conflito.

A controvérsia não é recente. Páginas e mais páginas foram dedicadas pelos mais renomados juristas em busca de uma solução efetiva que assegure o melhor tratamento à matéria. Entretanto, o tema está longe de ser pacificado.

---

<sup>1</sup> “Art. 115. O acionista deve exercer o direito a voto no interesse da companhia; considerar-se-á abusivo o voto exercido com o fim de causar dano à companhia ou a outros acionistas, ou de obter, para si ou para outrem, vantagem a que não faz jus e de que resulte, ou possa resultar, prejuízo para a companhia ou para outros acionistas. § 1º o acionista não poderá votar nas deliberações da assembleia-geral relativas ao laudo de avaliação de bens com que concorrer para a formação do capital social e à aprovação de suas contas como administrador, nem em quaisquer outras que puderem beneficiá-lo de modo particular, ou em que tiver interesse conflitante com o da companhia.”

O histórico da Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) não permite identificar um entendimento majoritário consolidado sobre a questão. A autarquia tem proferido decisões variadas em evidente movimento pendular a depender da composição de seu colegiado: ora decide pela aplicação do critério formal do conflito de interesses, ora pelo material (substancial), tendo já mudado de posição quatro vezes nos últimos vinte anos.

A CVM aparentava ter estabilizado o seu entendimento pela aplicação da teoria do conflito formal de interesses desde 2010, a partir do Processo Administrativo Sancionador nº RJ 2009/13179 (“Caso Tractebel”). Entretanto, em agosto de 2022, o colegiado da autarquia alterou o seu posicionamento nos autos dos Processos Administrativos Sancionadores nºs 19957.003175/2020-50 (“Caso Saraiva”) e 19957.004392/2020-67 (“Caso Springer”), entendendo pela aplicação da teoria do conflito substancial.

A instabilidade da jurisprudência da CVM é extremamente prejudicial ao mercado de capitais, cujo ambiente de negócios necessita de regras claras e previsíveis para atrair investidores. O debate sobre um tópico tão significativo é salutar em âmbito acadêmico, mas é manifestamente inadequado na esfera administrativa.

Objetivando solucionar a questão, diversas alterações legislativas do §1º do artigo 115 da Lei 6.404/1976 já foram propostas, contudo, nenhuma obteve êxito até o momento.<sup>2</sup>

Em 2021, foi editada a Lei 14.195 (Lei do Ambiente de Negócios), oriunda da conversão da MP 1.040/2021, que apesar de ter promovido diversas alterações na Lei das S.A visando uma maior proteção aos minoritários, foi omissa com relação ao artigo 115. Apesar da manutenção do artigo 115 na sua integralidade, a referida lei alterou o artigo 122 da Lei das S.A., aumentando a competência privativa da assembleia geral.

Com as alterações promovidas, passou a ser competência privativa das assembleias deliberar sobre a celebração de transações com partes relacionadas, segundo critérios de relevância da CVM, bem como a respeito das alienações ou contribuições para outra empresa de ativos, caso o valor da operação corresponda a mais de 50% do valor dos ativos totais da

---

<sup>2</sup> A esse respeito, cumpre destacar as propostas legislativas que tiveram seu seguimento negado: Projeto da Lei 10.303/2001, Projeto de Lei de Conversão 17/2019 e Projeto de Lei 6.103/2019.

companhia constantes no último balanço aprovado.<sup>3</sup>

Por mais que a submissão das transações entre partes relacionadas à assembleia geral tenha suas vantagens diante do aumento *disclosure* de informações na companhia, a alteração promovida pela Lei do Ambiente de Negócios encontra um obstáculo considerável: a insegurança jurídica em relação aos mecanismos para impedir o voto do acionista controlador em situações de conflito de interesse com a companhia.

Portanto, considerando que após as alterações promovidas pela Lei do Ambiente de Negócios um número significativamente maior de transações será submetido às assembleias gerais, aumentando a possibilidade do exercício de voto conflitante pelo acionista controlador, mesmo diante da instabilidade da jurisprudência da CVM sobre a questão, a discussão acerca o artigo 115 da Lei das S.A. retoma à cena.

Assim, por meio do presente trabalho, objetiva-se analisar os critérios utilizados pela CVM para a determinação do impedimento do voto do acionista e a necessidade de reforma do arcabouço legal sobre a matéria, de modo a tornar mais clara a regra aplicável e possibilitar maior estabilidade aos integrantes do mercado de capitais.

Para a devida análise de tal problemática, no primeiro capítulo buscar-se-á desmistificar a estrutura da relação de poder nas sociedades por ações, demonstrando a superação do poder de controle fundado tão somente na participação acionária e o papel do acionista minoritário na companhia. Para tanto, será analisada a tipologia do poder de controle e o seu enquadramento legal, segundo a Lei das S.A, bem como os denominados conflitos de agência, que explicam a racionalidade econômica dos conflitos de interesse no âmbito das sociedades anônimas.

---

3 “Art. 122. Compete privativamente à assembleia geral: [...] VIII - deliberar sobre transformação, fusão, incorporação e cisão da companhia, sua dissolução e liquidação, eleger e destituir liquidantes e julgar as suas contas; IX - autorizar os administradores a confessar falência e a pedir recuperação judicial; e X - deliberar, quando se tratar de companhias abertas, sobre a celebração de transações com partes relacionadas, a alienação ou a contribuição para outra empresa de ativos, caso o valor da operação corresponda a mais de 50% (cinquenta por cento) do valor dos ativos totais da companhia constantes do último balanço aprovado. Parágrafo único. Em caso de urgência, a confissão de falência ou o pedido de recuperação judicial poderá ser formulado pelos administradores, com a concordância do acionista controlador, se houver, hipótese em que a assembleia geral será convocada imediatamente para deliberar sobre a matéria.”

No segundo capítulo, será avaliado o interesse social da companhia como premissa lógica para a análise das hipóteses de conflito de interesses. Delineados tais parâmetros, será verificado o enquadramento legal do voto conflitante do administrador e os mecanismos para impedi-lo, conforme previsto no artigo 115 da Lei das S.A. Para tanto, analisar-se-á as diversas correntes doutrinárias acerca da tese de voto conflitante adotada pela Lei das S.A, especialmente a do conflito formal e substancial e os principais argumentos favoráveis e contrários a ambas as teses. Em seguida, serão analisadas as propostas legislativas que tentaram pacificar a matéria: Lei 13.301/2001, MP 881/2019 e Projeto de Lei 6.103/2019.

Já no terceiro capítulo, buscar-se-á uma compreensão efetiva acerca do entendimento da CVM sobre a temática dos conflitos de interesse. Assim, serão analisadas as principais decisões proferidas pela autarquia nos últimos vinte anos, notadamente aquelas nas quais houve mudança de entendimento com relação à teoria adotada (formal ou substancial), a fim de verificar quais os critérios aplicados para o impedimento do exercício de voto pelo acionista. Considerando a escassez de precedentes no judiciário referentes à matéria, e o sigilo das decisões arbitrais, os precedentes da CVM constituem um dos principais repositórios de jurisprudência.

## CAPÍTULO I - ACIONISTA MINORITÁRIO E A RELAÇÃO DE PODER NA SOCIEDADE POR AÇÕES

É consenso que não se pode haver um desenvolvimento sadio das sociedades anônimas sem uma tutela eficaz da minoria e do acionista. Por isso, a questão da minoria acionaria foi adquirindo importância crescente no desenvolvimento das sociedades anônimas.<sup>4</sup> Para compreender a posição do acionista minoritário na complexa estrutura da relação de poder nas sociedades por ações, cumpre, então, estabelecer o verdadeiro conceito de poder de controle e o seu enquadramento na Lei 6.404/1976, bem como os conflitos de agência que surgem entre os integrantes destas relações de poder.

### I.1. Poder de controle e suas tipologias: os sistemas de controle diluído e concentrado

Segundo Salomão Filho “É fundamental, portanto, ao iniciar o estudo jurídico das sociedades fazer uma análise da influência das estruturas de poder sobre a realidade societária”.<sup>5</sup> A identificação do verdadeiro titular do poder de controle de uma sociedade anônima – tarefa das mais difíceis - é fundamental para se organizar de modo eficiente os interesses *intra* e *extra* societários e de reconstituir o princípio da correspondência entre poder e responsabilidade.

Fábio Konder Comparato em sua célebre obra “O Poder de Controle na Sociedade Anônima” identifica duas tipologias de poder de controle incidentes sobre as sociedades anônimas: poder de controle interno e poder de controle externo. Segundo o autor, no controle interno “o titular do controle atua no interior da sociedade (*ab intus*), lançando mão dos mecanismos de poder próprios da estrutura societária, notadamente a deliberação em assembleia”<sup>6</sup>

Petitpierre-Sauvain assevera que o controle interno seria a “emanação do poder

---

4 ASCARELLI, Túlio. **Problemas das sociedades anônimas e Direito comparado**. São Paulo: Saraiva, 1945, p. 489.

5 SALOMÃO FILHO, Calixto. **Novo Direito Societário**. São Paulo: Malheiros. Editores, 2011, p. 56.

6 COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O poder de controle na sociedade anônima**, 6ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2014, p. 46.

majoritário, poder de decidir nas assembleias e de eleger a maioria dos administradores”.<sup>7</sup> Em contrapartida, no controle externo “o controle pertence a uma ou mais pessoas, físicas ou jurídicas, que não compõem quaisquer órgãos da sociedade, mas agem de fora (*ab extra*)”.

Por mais que tal modalidade de controle não seja expressamente reconhecida pela Lei 6.404/76, a sua existência como poder de fato é inegável e variados são os exemplos de sua manifestação, especialmente nas situações de endividamento das companhias ou no caso das concessionárias de serviços públicos sujeitas a forte intervenção do poder concedente ou ainda das sujeitas a regimes de intervenção extrajudicial.<sup>8</sup>

Entretanto, para a presente análise e seu propósito, será aprofundado o estudo do controle interno ou interna *corporis* da companhia.

À primeira vista, o controle de uma sociedade anônima parece fundar-se, unicamente, em uma noção quantitativa da propriedade acionária, de modo que a legitimidade do acionista controlador e a intensidade da sua influência sobre a companhia dependeriam do número de ações ou votos de que o acionista é titular: quanto mais ações, mais poder.

Todavia, por vezes, o controle pode até decorrer da participação no capital, mas com ela definitivamente não se confunde. Rubens Requião aponta que devemos, em parte, o conceito de “maioria” acionária segundo a forma “metade mais um” à sociedade antiga, quando todas as ações possuíam voto e as decisões eram tomadas pelas assembleias gerais, formadas por todos os acionistas pertencentes à companhia.<sup>9</sup>

O direito das companhias formou-se no século XIX, concebido sob o modelo do Estado Democrático. A assembleia geral era tida como o órgão soberano que orientava a sociedade e designava os administradores.<sup>10</sup> Sua estrutura foi organizada de forma análoga ao Estado de Direito e era reproduzida no âmbito das sociedades anônimas sob a fórmula: “*todo*

---

7 PETITPIERRE-SAUVAIN, Anne. *La Cession de Contrôle, Mode de Cession de L Entreprise*. Geneve: Université Georg, 1977, p. 13.

8 COMPARATO, op cit., p. 48.

9 REQUIÃO, Rubens. *Curso de direito comercial*, 2º volume, 29. ed. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 104.

10 RIPERT, Georges. *Aspects Juridiques du Capitalisme Moderne*, 2a ed., Paris: Librairie Générale de Droit et de Jurisprudence, 1951, p. 41.

*poder emana dos acionistas e em seu nome é exercido*".<sup>11</sup>

Lamy Filho e Bulhões Pereira apontam que, sobretudo os autores franceses, criaram a ilusão de que todo acionista possuía o “dever de votar” e era interessado e ativo, esquecendo-se que a ação se compra e que o voto se conta por ação e não por pessoa.<sup>12</sup> Sob a ilusão da “democracia acionária” ocultavam-se as verdadeiras relações de poder, que somente se revelariam com a desmistificação da assembleia geral e com a compreensão do verdadeiro poder de controle no âmbito das sociedades anônimas.

Especialmente com o advento da Revolução Industrial, tal ilusão finalmente caiu por terra. Na segunda metade do século XIX, o acionista controlador, se viu obrigado a renunciar a parcelas de poder dentro da companhia, uma vez que a expansão almejada dependia da captação de recursos no mercado de capitais.<sup>13</sup> Jean Paillusseau precisamente apontou sobre a questão que:<sup>14</sup>

a concepção democrática da sociedade esteve em certa voga durante os primeiros decênios desse século [XX]. Percebeu-se, depois, que ela era falsa, e a evolução do direito das sociedades tende, ao contrário, a concentrar e a unificar o poder nas mãos de certas pessoas.

Após a crise econômica da década de 1930, e, especialmente, após a Segunda Guerra Mundial a sociedade anônima passou a sofrer uma completa renovação nos Estados Unidos, se transformando em um instrumento do capitalismo popular atraindo diversos acionistas.<sup>15</sup>

Ao estudar a completa renovação da sociedade anônima nos Estados Unidos já no princípio da década de 1930, os norte-americanos Adolf Berle e Gardiner Means em sua famosa obra *The Modern Corporation & Private Property*, analisaram dados estatísticos de

---

11 COMPARATO, Fábio Konder. **Aspectos jurídicos da macroempresa**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1970, p. 01.

12 LAMY FILHO, Alferdo.; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **A Lei das S.A.**, t. III (Pareceres), vol. 2, 2ª ed., Rio de Janeiro: Renovar, 1996, p. 153.

13 OIOLI, Erik Frederico. **A superação do modelo de concentração acionária no Brasil: o regime jurídico das companhias de capital disperso na Lei das Sociedades Anônimas**. Tese de Doutorado. Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 2013, p. 32.

14 PAILLUSSEAU, Jean. **La Société Anonyme, Technique de Organization de l'Entreprise**. Paris: Sirey, 1967, p. 41.

15 WALD, Arnoldo. **A reforma da lei das sociedades anônimas: os direitos dos minoritários no projeto de lei das S/A**. São Paulo: FIESP/CIESP, 2000, p. 10.

grandes conglomerados americanos e concluíram que o controle de tais sociedades não era mais exercido pela maior parte dos acionistas, mas sim por acionistas minoritários ou por grupos independentes de administradores:<sup>16</sup>

[...] no sistema acionário o “proprietário” de riqueza industrial ficou apenas com um símbolo de propriedade, enquanto o poder, a responsabilidade e a substância que foram parte integrante da propriedade no passado estão sendo transferidos para um grupo independente cujas mãos está o controle.

Cumprido ressaltar que a dissociação entre propriedade acionária e gestão societária apontada por Berle e Means não era algo de extrema abrangência fora dos Estados Unidos, uma vez que tal realidade mostrou-se mais presente no direito anglo-saxão do que na Europa continental, onde a concentração acionária foi sempre mais significativa.

Contudo, apesar da menor abrangência, a Europa continental também sofreu a influência do fenômeno. Tanto é que se considera que a legislação societária alemã, em 1937, foi uma das pioneiras a tratar expressamente da matéria, optando por utilizar a expressão “influência dominante” para abarcar as hipóteses nas quais o controle não estava vinculado à participação societária.<sup>17</sup>

Por tais razões, observa-se que essa dissociação entre propriedade e controle gerou obstáculos adicionais ao Direito Societário. Isso porque a definição de controle parou de depender apenas da participação societária, introduzindo-se uma dificuldade adicional de se compreender o poder de controle empresarial, que, apesar dos esforços da doutrina, ainda encontra empecilhos para ser esclarecido de forma satisfatória.

No seminal estudo sobre o poder de controle na sociedade anônima, Fábio Konder Comparato afirma que o controle é a “prerrogativa possuída pelo titular de um poder superior de impor suas decisões sobre o titular de um poder inferior”.<sup>18</sup> Aliás, essa é a concepção de controle adotada por Claude Champaud no clássico “*Le pouvoir de concentration de la société par actions*”, no qual assevera que “Controlar uma sociedade é deter o controle dos

---

16 BERLE, Adolf Augustus; MEANS, Gardiner. **A moderna sociedade anônima e a propriedade privada**. Tradução de Dinah de Abreu Azevedo. São Paulo: Abril Cultural, 1984, p. 12.

17 COELHO, Fábio Ulhoa; FRAZÃO, Ana et al. **Lei das sociedades anônimas comentada**. Rio de Janeiro: Forense, 2021.

18 Ibidem, p. 9.

bens sociais (direito de dispor deles como um proprietário) de modo a ser senhor da atividade econômica da empresa social”.<sup>19</sup>

Para Modesto Carvalhosa, “ainda que o controlador não possa dispor dos bens como proprietário, todas as decisões societárias e a atividade empresarial dependem de sua vontade, manifesta de forma permanente”.<sup>20</sup>

Já José Edwaldo Tavares Borba afirma que o controle é um fenômeno de poder fundado no voto, que se manifesta de forma direta nas assembleias gerais, onde se exerce de forma ostensiva, e de forma indireta, em face da dependência em que se colocam os administradores diante do titular do poder de controle.<sup>21</sup> No mesmo sentido, dispõe Sérgio Campinho ao asseverar que o poder de controle se exercita pelo voto e pelo poder decisório da assembleia geral:<sup>22</sup>

o controle, tal qual presente em nossa lei, é aquele que se exercita pelo voto, baseado no poder decisório da assembleia geral, órgão, em última análise, de expressão da vontade social. Não se encontra ele necessariamente ligado à propriedade acionária e tampouco ao percentual majoritário dos títulos com direito de voto. Constitui-se em um poder de fato, decorrente de seu efetivo exercício, detido por quem consegue carrear, com certa permanência, um número de votos suficientes para obter a maioria nas decisões assembleares e eleger a maioria dos administradores.

Lobo compara as diversas acepções da palavra controle nas nações, destacando que a Lei das S.A. brasileira emprega a palavra controle com predominância do significado “poder”.<sup>23</sup>

Para os franceses, controle significa “verificação” e fiscalização”; para os americanos e ingleses, “dominação” ou “poder”; a LSA emprega a palavra

---

19 “Le contrôle est le disposer des biens d’autrui comme un propriétaire. Contrôler une entreprise c’est détenir le contrôle des biens qui lui ont été affectés (droit d’en disposer comme un propriétaire) de telle sorte que l’on soit maître de diriger son activité économique. Contrôler une société, c’est détenir le contrôle des biens sociaux (droit d’en disposer comme un propriétaire), de telle sorte que l’on soit maître de l’activité économique l’entreprise sociale” (CHAMPAUD, Claude. **Le pouvoir de concentration de la société par actions**. Paris: Sirey, 1962. p. 161).

20 CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**, vol. II, São Paulo, Saraiva, 1997, p. 429.

21 BORBA, José Edwaldo Tavares. **Direito Societário**. 19 ed. São Paulo: Grupo Gen, 2022, p. 347.

22 CAMPINHO, Sérgio. **Curso de Direito Comercial – Sociedade Anônima**, 6ed. São Paulo: SaraivaJur, 2022.

23 LOBO, Jorge Joaquim. **Direitos dos acionistas**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011, p. 37.

controle em ambos os sentidos com predominância da acepção “poder”, daí as expressões “poder de mando”, “poder de denominação”, “poder de comando”, “poder de controle”, empregadas na literatura jurídica pátria e julgados dos nossos tribunais.

Berle e Means propõem a classificação do controle interno em cinco modalidades: a) controle totalitário (*one-man company ou wholly owner subsidiary*); b) controle majoritário; c) controle minoritário (*working control*); d) controle por artifício legal, expedientes legais ou *through a legal device*; e) controle gerencial (*management control*).<sup>24</sup>

Fábio Konder Comparato propõe classificação similar, constituída de apenas quatro modalidades, criticando o controle por artifício ou expediente legal uma vez que tal modalidade deveria ser operada sempre de forma concomitante com uma das anteriores.<sup>25</sup>

As três primeiras modalidades de controle (totalitário, majoritário e minoritário) podem ser configuradas pela titularidade exclusiva ou por vínculo contratual, que revelará formas de controle tanto unipessoais, como conjuntas – acordos de votos.<sup>26</sup>

O controle totalitário consubstancia-se pela concentração das ações com direito de voto na propriedade de apenas um indivíduo ou grupo. Em tais casos, considerando que a propriedade e o controle se encontram na mão da mesma pessoa, não há conflitos de interesse entre os órgãos sociais.

No ordenamento jurídico brasileiro, admite-se sociedades com controle totalitário unipessoal em situações especiais, tal como a subsidiária integral, estabelecida pelo artigo 251 da Lei das S. A.<sup>27</sup> Nessa modalidade, o controle se deslocará apenas pelo ato de vontade do acionista controlador, que decidirá, solitariamente, as matérias de interesse da sociedade. Além de tal possibilidade, o ordenamento jurídico brasileiro também admite a

---

24 MEANS; BERLE, 1984, op. cit.

25 COMPARATO, 2014, op. cit, p. 64.

26 CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de. **Controle Gerencial** – Coleção IDSA de Direito Societário e Mercado de Capitais – Volume 2. São Paulo: Quartier Latin, 2010, p. 73.

27 “Art. 251. A companhia pode ser constituída, mediante escritura pública, tendo como único acionista sociedade brasileira. § 1º A sociedade que subscrever em bens o capital de subsidiária integral deverá aprovar o laudo de avaliação de que trata o artigo 8º, respondendo nos termos do § 6º do artigo 8º e do artigo 10 e seu parágrafo único. § 2º A companhia pode ser convertida em subsidiária integral mediante aquisição, por sociedade brasileira, de todas as suas ações, ou nos termos do artigo 252.”

unipessoalidade superveniente e transitória, nos termos do artigo 206, I, d, da Lei das S.A.,<sup>28</sup> concedendo-se prazo para a reconstituição da pluralidade de sócios, sob pena da dissolução da sociedade.

Já o controle totalitário conjunto se caracteriza pelos arranjos que permitem que os sócios decidam, de forma unânime, todas as matérias, nos termos das regras previamente estabelecidas. Entretanto, deve ser destacado que nenhum dos sócios reunirá a totalidade das ações de emissão da companhia.<sup>29</sup>

O controle majoritário corresponde ao controle exercido em termos quantitativos pelo indivíduo titular de mais da metade das ações com direito de voto. Fábio Ulhôa Coelho bem dispõe que “o [controle] majoritário corresponde ao controle exercido por quem é titular de mais da metade das ações com direito a voto”.<sup>30</sup>

Em estudo realizado pela Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) no “*Corporate Governance Factbook*”, que analisou a concentração acionária em 50 jurisdições no ano de 2020, concluiu-se que em 61% das companhias brasileiras os três maiores acionistas detêm mais de 50% do capital.<sup>31</sup>

Em análise ainda mais recente, verificou-se que das 205 empresas listadas em 2021 no Novo Mercado, 46 possuíam acionistas individuais com mais de 50% de participação no capital da companhia e os acionistas de outras 104 companhias detinham entre 20% e 49,99% do capital, cuja participação, muitas vezes somada a de outros que compõem um único bloco, lhes conferia, na prática, o poder de conduzir os negócios da companhia.<sup>32</sup>

Portanto, percebe-se que tal modalidade é a mais comum no direito pátrio, uma vez

---

28 “Art. 206. Dissolve-se a companhia: I - de pleno direito: [...] d) pela existência de 1 (um) único acionista, verificada em assembléia-geral ordinária, se o mínimo de 2 (dois) não for reconstituído até à do ano seguinte, ressalvado o disposto no artigo 251;”

29 CASTRO, op. cit., p. 77-79.

30 COELHO, Fábio Ulhôa. **Curso de Direito Comercial**. 16ª ed. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 277.

31 OECD. **Corporate Governance Factbook 2021**. Disponível em: <https://www.oecd.org/corporate/corporategovernance-factbook.htm>. Acesso em: 2 ago. 2022.

32 CAVALCANTI, Eduardo Porto Carreiro Coelho. **O Impedimento de voto na companhia aberta**: proposta de um novo marco regulatório. Dissertação (mestrado profissional) - Fundação Getulio Vargas, Escola de Direito de São Paulo, 2022, p. 13.

que apesar de a concentração acionária ter diminuído significativamente a partir dos anos 2000, com a insurgência do Novo Mercado e dos demais seguimentos de governança corporativa, não houve a ruptura de seu *status quo*.

Comparato aborda ainda a divisão do controle majoritário em controle simples ou absoluto. O controle absoluto ou “*almost complete ownership*” é aquele no qual a participação do acionista minoritário, ou do grupo de acionistas, não oferece instrumentos para combater o exercício do poder pelo acionista controlador, tal como a eleição dos membros dos órgãos de administração da companhia. Em contraposição, o controle simples, por própria exclusão, é aquele que não se insere em tal definição. No Novo Mercado, não é mais possível fazer a distinção entre o controle simples e absoluto, tendo em vista que deve ser mantida em circulação uma parcela mínima de ações representativas de 25% do capital social (*free float*), ou 15%, em caso de ADTV (*average daily trading volume – volume financeiro médio diário de negociação das ações*) superior a R\$ 25 milhões.<sup>33</sup>

Já o controle minoritário somente é possível nas grandes companhias, com alta dispersão de ações, nas quais o acionista que possui menos da metade das ações com direito de voto, dirige os negócios sociais e elege a maioria dos administradores.

Segundo Rodrigo Rocha Monteiro de Castro, tal modalidade de controle poderá surgir de forma espontânea ou induzida. Será espontânea quando não forem criados mecanismos artificiais para que algum dos acionistas detenham mais da metade das ações com direito de voto. Inversamente, será induzido quando “se impuser limitações ao exercício do voto, ou quando se exigir que o acionista que acumular certo percentual de ações com direito a voto faça uma oferta pública para adquirir as demais ações em circulação”.<sup>34</sup>

Por fim, no caso do controle administrativo ou gerencial, que é o mais comum nas grandes companhias americanas, há tamanha dispersão de ações que os administradores devem ser considerados controladores da companhia, os quais por meio do mecanismo do voto por procuração, acabam de perpetuando na direção social.

---

33 Disponível em: [https://www.b3.com.br/pt\\_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/segmentos-de-listagem/novo-mercado/](https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/segmentos-de-listagem/novo-mercado/). Acesso em: 11 ago. 2022.

34 CASTRO, op. cit., p. 97.

Para José Alexandre Tavares Guerreiro “Exemplo clássico de dissociação entre propriedade e controle, é o chamado poder gerencial que acentua, de maneira particularmente ilustrativa, a instituição de uma possível dominação burocrática em que a crença na legitimidade, de forma mais intensa, depende da estrutura formal da sociedade anônima e dos mecanismos legais capazes de assegurar o domínio”.<sup>35</sup>

Comparato, inclusive, afirma que se está “diante de uma personalização da empresa, subtraindo-a a qualquer vínculo de natureza real com os detentores do capital societário, e aproximando-a, até a confusão, de uma espécie de fundação lucrativa. É a instituição-empresa, dissolvendo completamente a *affectio societatis* original”.<sup>36</sup> Segundo o estudo conduzido por Berle e Means, o controle gerencial era o tipo mais comum nos Estados Unidos.<sup>37</sup>

Para Salomão Filho o controle gerencial foi saudado no EUA como uma forma de “gerar uma tecnocracia empresarial, capaz de arbitrar os conflitos de interesse em jogo”.<sup>38</sup> Quanto maior a dispersão do capital, maior será a separação entre a propriedade acionária e poder de controle. Em contrapartida, quando tal separação se acentua, maiores serão as probabilidades de existência do controle minoritário e do controle gerencial.<sup>39</sup>

Em 2005, pela primeira vez no cenário brasileiro, começou-se a verificar uma extraordinária dispersão acionária de algumas companhias listadas na Bovespa (Lojas Renner, Eternit, Perdigão e Gafisa), cujo controle era notavelmente minoritário ou mesmo gerencial.<sup>40</sup>

A oferta secundária de ações de emissão da Renner S/A pela JCPenney realizada em 2005 pode ser considerada a primeira operação de pulverização de capital de uma companhia aberta brasileira.<sup>41</sup> Todavia, como já anteriormente mencionado, apesar da crescente dispersão

---

35 GUERREIRO, Alexandre. **Regime Jurídico do Capital Autorizado**. São Paulo: Saraiva, 1984.

36 COMPARATO, 2014, op. cit., p. 71.

37 MEANS; BERLE, op. cit.

38 SALOMÃO FILHO, Calixto. **Novo Direito Societário**. São Paulo: Malheiros. Editores, 2019, p. 158.

39 OIOLI, op. cit., p. 55.

40 COELHO, op. cit., p. 349.

41 AZEVEDO, Luis André N. de Moura. **Ativismo dos investidores institucionais e poder e controle nas companhias abertas**. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; MOURA AZEVEDO, Luis André N. de (coord). Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais – São Paulo: Quartier Latin,

acionária, o controle majoritário persiste até a atualidade no país.

Para alguns autores, tal como John Coffee, uma das maneiras de se analisar o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários de um determinado país seria por meio da estrutura de capital nela inseridas (diluído ou concentrado). Estruturas de capital mais disperso seriam encontradas em mercados de capitais mais desenvolvidos, que adotam práticas de governança corporativa.<sup>42</sup> Em contrapartida, companhias com estrutura de capital concentrado seriam encontradas em mercados menos desenvolvidos, nos quais a transparência do mercado é menor.<sup>43</sup>

No mesmo sentido, entende Salomão Filho que afirma que “para a capitalização das empresas e o desenvolvimento do mercado de capitais a diluição acionária é fundamental”.<sup>44</sup> Para Erik Oioli, a supremacia do modelo de dispersão acionária explica-se pela grande influência da obra de Berle e Means nos Estados Unidos.<sup>45</sup> Todavia, é reconhecido que se trata de um fenômeno restrito aos Estados Unidos, e, em certa medida, ao Reino Unido, prevalecendo nos demais países o modelo da concentração acionária, como no Brasil.

Há de se destacar que a concentração do controle acionário não é ineficiente em si, podendo levar a resultados satisfatórios. Conforme reconhece Nunes “há vantagens na adoção da estrutura de controle concentrado/centralizado, desconstruindo o mito até então existente de que o Brasil jamais poderia ter um mercado acionário desenvolvido enquanto a estrutura das companhias fosse centralizada/concentrada, a permitir sempre, mandos e desmandos por parte daquele ser ‘maligno’ e ‘sempre o suspeito da vez’ chamado acionista controlador”.<sup>46</sup>

---

2010, p. 236.

42 No mercado de capitais norte-americano, em 1929, algumas companhias já apresentavam nível tão alto de pulverização de seu capital, que a soma das participações dos vinte maiores acionistas representava apenas 5% do capital da companhia. A existência de um controlador majoritário era totalmente incompatível com tal estrutura, de modo que somente as hipóteses de controle minoritário ou gerencial prevaleciam (MARTINS NETO, 2007, p. 9).

43 COFEE, Jr. John. **The rise of dispersed ownership**: The role of law in the separation of ownership and control. The center for law and economic. Studies working paper no. 182, Janeiro de 2001, p. 02.

44 SALOMÃO FILHO, op. cit, p. 67.

45 OIOLI, op. cit, p. 64.

46 NUNES, Márcio Tadeu Guimarães. **Função e Impacto das Sociedades Anônimas no Sistema Jurídico e Econômico Brasileiro**. In: FINKELSTEIN, Maria E; PROENÇA, José M. M. (coords). *Direito Societário: Sociedades Anônimas*. São Paulo: Saraiva, 2007, p. 30.

Eduardo Secchi Munhoz bem destaca que a tarefa do direito societário não é buscar a transformação dos sistemas de diluído para concentrado, mas sim, verificar qual a lei societária que poderá ser aplicada para tornar o sistema o mais eficiente possível:<sup>47</sup>

O reconhecimento da predominância do controle concentrado impõe desde logo uma indagação: deve-se buscar a transformação da estrutura para a de controle diluído, sistema havido como superior por grande parte da literatura? A resposta, ainda que fosse positiva, levaria à adoção de posturas ingênuas e pouco efetivas. A transformação da estrutura de controle dominante em determinado país não se faz apenas por meio da modificação das regras societárias, ainda que fosse possível aprovar tais modificações. Há uma série de outros fatores, de ordem econômica, social e política, que tornam a estrutura de controle presente em dado momento histórico altamente resistente a mudanças. [...] Diante desse quadro, a tarefa do estudioso de direito societário, antes de buscar a transformação do sistema, deve ser a de tornar a lei societária aplicável à estrutura atual o mais eficiente possível, no sentido de ser capaz de levar ao bem-estar geral.

Quanto à lei societária que deverá ser aplicada para promover a eficiência do mercado, Erik Oioli sustenta que grande parte dos participantes dos recentes debates sobre governança corporativa têm concordado que os mercados de capitais desenvolvidos apenas surgem nas seguintes condições: (i) existência de sistema legal ou autorregulatório de proteção da minoria acionária, (ii) ausência de incentivos legais para manutenção do controle da companhia, e (iii) liberdade de atuação dos agentes do mercado de valores mobiliários.<sup>48</sup>

Eduardo Secchi Munhoz bem aduz que não há que se falar no “bom” sistema diluído ou no “mal” sistema. Há, sim, que se falar em boas leis societárias, independente do sistema.<sup>49</sup>

Portanto, percebe-se que em países como o Brasil, no qual prevalece o controle concentrado, o desafio do direito societário não é transformar o sistema (de concentrado para diluído), mas sim o de regular a tensão natural entre os acionistas controladores e os minoritários ou eventuais preferencialistas, bem como os conflitos de interesse decorrentes de tais relações, de modo que os custos de agência sejam menores que os benefícios do poder de controle.

---

47 MUNHOZ, Eduardo Secchi. **Desafios do direito societário brasileiro na disciplina da companhia aberta: avaliação dos sistemas do controle diluído e concentrado**. In: CASTRO, Rodrigo; ARAGÃO, Leandro Santos de (coord). *Direito Societário – Desafios atuais*. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 133.

48 OIOLI, op. cit., p. 65.

49 MUNHOZ, op. cit., p. 131.

## **I.2. Enquadramento legal do poder de controle nos termos da Lei 6.404/1976 (Lei das Sociedades por Ações)**

A Lei 6.404/1976, que vigora até os dias atuais, se estruturou em torno do poder de controle, apesar de não conceituar expressamente o termo, criando variados incentivos para a sua concentração.<sup>50</sup> Ao contrário do modelo europeu, que estabeleceu um critério objetivo para o poder de controle, a legislação brasileira optou pelo critério subjetivo, sendo necessário examinar o caso concreto para averiguar quem é o acionista controlador. Trata-se de um modelo flexível, capaz de acompanhar a evolução da estrutura de controle no mercado.<sup>51</sup>

A referida lei acabou por definir quem seria o acionista controlador (artigo 116<sup>52</sup>, 243, §2º e 265, §1º) e fixou a soberania da assembleia geral,<sup>53</sup> órgão no qual a vontade do controlador é manifestada expressamente, atribuindo deveres e responsabilidades (artigo 116, parágrafo único, 117<sup>54</sup> e 246<sup>55</sup>).

A disciplina da Lei 6.404/1976 foi tão inovadora que não só estabeleceu os critérios qualitativos para a identificação do controlador, como foi uma das primeiras do mundo a tratar sistematicamente sobre o regime de responsabilidades a que tal acionista estaria sujeito. Segundo Arnoldo Wald “A responsabilização do controlador é umas das inovações da nossa legislação que, talvez, tenha sido a primeira no mundo a tratar sistemática e minuciosamente da matéria”.<sup>56</sup> O poder sobre a companhia tornou-se personalizado, dando aos controladores

---

50 OIOLI, op. cit., p. 46.

51 COUTO SILVA, Alexandre. **Direito societário**: estudos sobre a lei de sociedades por ações. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 103.

52 “Art. 116. Entende-se por acionista controlador a pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que: a) é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembléia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e b) usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia. Parágrafo único. O acionista controlador deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, e tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender.”

53 Artigos 121 e 122 da Lei 6.404/1976.

54 “Art. 117. O acionista controlador responde pelos danos causados por atos praticados com abuso de poder. [...]”

55 “Art. 246. A sociedade controladora será obrigada a reparar os danos que causar à companhia por atos praticados com infração ao disposto nos artigos 116 e 117.”

56 WALD, Arnoldo. **Interesses societários e extra-societários na administração na administração das sociedades anônimas: a perspectiva brasileira**. Revista de direito mercantil, industrial, econômico e

uma série de prerrogativas decisórias auto-homologadas pela assembleia geral, que, em última instância, são constituídas pelos acionistas controladores.<sup>57</sup>

Pelo artigo 116 da Lei das S.A. “entende-se por acionista controlador a pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que: (a) é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembleia geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e (b) usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia”.

Os artigos 243 e 265 da Lei de S.A. também remetem à ideia de acionista controlador no mesmo sentido do definido no artigo 116, sem listar o requisito do uso efetivo do poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia: “considera-se controlada a sociedade na qual a controladora, diretamente ou através de outras controladas, é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, preponderância nas deliberações sociais e o poder de eleger a maioria dos administradores”.

Percebe-se, assim, que a legislação estipulou quatro requisitos para o enquadramento da pessoa ou do grupo de pessoas como acionista controlador: a) ser titular dos direitos de sócio, b) que tais direitos lhe assegurem de modo permanente a maioria dos votos nas deliberações da assembleia geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia, e c) que tal poder seja efetivamente utilizado para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.

A Lei das S.A., portanto, consagrou o modelo sintético da sociedade anônima brasileira centrado na figura do acionista controlador como verdadeiro protagonista da vida societária,<sup>58</sup> tornando-se responsável tanto pelo seu destino, como pelo cumprimento de seu papel institucional.<sup>59</sup> Tanto é que na Exposição de Motivos da Lei das S.A. foi consignado que:

---

financeiro, v. 23, n. 55, jul/set/1984, pp. 10-17.

57 CARVALHOSA, 1997, op. cit., p. 420.

58 OIOLI, op. cit., p. 50.

59 CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**, vol. I, São Paulo, Saraiva, 1997, p. 48.

Ocorre que a empresa, sobretudo na escala que lhe impõe a economia moderna, tem poder e importância social de tal maneira relevante na comunidade que seus dirigentes devem assumir a primeira cena na vida econômica, seja pra fruir do justo reconhecimento pelos benefícios que geram, seja para responder pelos agravos a que dão caso.

José Edwaldo Tavares Borba analisa que “trata-se de definição eminentemente centrada na realidade material, porquanto apenas considera como controlador quem tem a maioria dos votos nas assembleias, e, ao mesmo tempo, usa essa maioria para comandar a sociedade”.<sup>60</sup> Leslie Amendolara complementa que o conceito legal de acionista controlador não abarca questão meramente quantitativa de participação acionária, uma vez que deve ser utilizado o poder para administrar a sociedade ou indicar os seus administradores, afinal “Poder passivo, inerte – não é poder”.<sup>61</sup>

Como ensina Salomão Filho, a existência do requisito do “uso efetivo do poder para dirigir as atividades sociais” para a definição de acionista controlador só tem razão de ser em função da existência do controle diluído, uma vez que em casos de controle majoritário será irrelevante o uso do poder, considerando que o acionista já terá status de controlador pelo fato de deter mais da metade do capital social com direito a voto, com as responsabilidades decorrentes, ainda que por omissão.<sup>62</sup>

O Regulamento do Novo Mercado da B3, no mesmo sentido dispõe em seu artigo 37, §1º, que “entende-se por controle e seus termos correlatos o poder efetivamente utilizado por acionista de dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia, de forma direta ou indireta, de fato ou de direito, independentemente da participação acionária detida”.<sup>63</sup>

Quanto ao critério da permanência para caracterização do acionista controlador, cumpre destacar que ele que tem fomentado as maiores discussões em sede doutrinária e levado alguns poucos autores a não reconhecer a positividade do controle minoritário na

---

60 BORBA, 2022, op. cit., p. 362.

61 AMENDOLARA, Leslie. **Direito dos Acionistas Minoritários**. São Paulo: Quartier Latin, 2003, p. 135.

62 SALOMÃO FILHO, op. cit., p. 69.

63 B3. Regulamento do Novo Mercado. Disponível em: <https://www.b3.com.br/data/files/B7/85/E6/99/A5E3861012FFCD76AC094EA8/Regulamento%20do%20Novo%20Mercado%20-%202003.10.2017%20%28Sancoes%20pecuniarias%202019%29.pdf>. Acesso em: 11 set. 2022.

legislação brasileira. Carvalhosa assevera que o legislador, ao impor tal requisito, buscou filiar-se às correntes doutrinárias que excluem do conceito de controle o voto meramente episódico e eventual, de modo que o acionista não possa ser destituído do poder-dever de controle por outros.<sup>64</sup>

Isso porque, conforme complementa Fran Martins, como o controle minoritário depende, por vezes, do absenteísmo dos demais acionistas para seu efeito exercício, não preencheria tal requisito.<sup>65</sup> A esse respeito, Nelson Eizirik et al afirma que nas companhias de capital diluído não há acionista controlador, pois não se encontram presentes os requisitos do artigo 116, motivo pelo qual entendem que “não são aplicáveis os dispositivos da lei das S/A, que tratam da responsabilidade do acionista controlador”.<sup>66</sup>

A despeito de algumas discussões doutrinárias com relação ao reconhecimento do controle minoritário, a maioria da doutrina entende que o conceito de acionista controlador adotado pelo artigo 116 da Lei das S.A. abrange três modalidades de poder de controle acionário: controle majoritário, controle totalitário e o controle minoritário.

Apesar de a lei ignorar o controle gerencial,<sup>67</sup> o reconhecimento ao menos do exercício do controle minoritário demonstra que o direito brasileiro se encontra aparelhado para acolher as evoluções do mercado de capitais e eventual mudança no poder de controle.<sup>68</sup>

Na redação original do §2º do artigo 15, a Lei 6.404/76 permitiu que ações sem direito a voto atingissem 2/3 do capital social, aí também incluídas as ações com restrição ao direito de voto, permitindo o controle da companhia por acionistas que possuíssem 1/6 mais uma ação do capital social, desde que se tratasse de ações com direito pleno de voto.

Com a reforma introduzida pela Lei 10.303/2001, foi alterada a redação do §2º do

---

64 CARVALHOSA, Modesto. **Direito das Companhias**, vol. I, Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 492.

65 MARTINS, Fran. **Curso de direito comercial** / Atual. Carlos Henrique Abrão – 40. ed. rev., atual. e ampl. – Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 403.

66 EIZIRIK, Nelson et al. **Mercado de Capitais: Regime Jurídico**. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 397.

67 Modesto Carvalhosa entende que o controle gerencial seria indiretamente reconhecido pelo parágrafo único do artigo 122 da Lei das S.A ou no artigo 249, parágrafo único, alínea “a” (CARVALHOSA, 2014, op. cit., p. 83-84).

68 COELHO, op. cit., p. 51.

art. 15, para que o número de ações preferenciais sem direito a voto, ou com restrição de voto, não pudesse ultrapassar 50% das ações emitidas.<sup>69</sup> Portanto, foi reestabelecido o equilíbrio entre as ações com e sem voto, retornando à paridade estabelecida pelo Decreto-Lei 2.627/40.<sup>70</sup>

Com o advento da Lei 14.195/2021 e a adoção do voto plural, a possibilidade do exercício do controle por acionistas que titularizam um pequeno percentual acionário retornou à cena. Após a adoção do voto plural, para exercer o controle da companhia basta ao acionista “deter percentual inferior a 5% do capital social nas companhias com ações ordinárias e preferenciais, emitidas em idêntico percentual de 50%, e pouco mais de 9%, se ele for formado apenas por ações ordinárias, considerando o limite de dez votos por ação ordinária, previsto no art. 110-A, introduzido pela Lei 14.195/2021”.<sup>71</sup>

O voto plural, portanto, possibilita ao seu titular elevado poder político, sem a necessária correspondência de participação no capital social da companhia.<sup>72</sup>

Por tais alterações, torna-se ainda mais notável a dissociação entre propriedade acionária e controle, e a necessidade de se avaliar no caso concreto quem realmente dirige os negócios sociais para identificar o verdadeiro acionista controlador.

Portanto, delimitado o papel da minoria e da maioria acionária da companhia, com base nas estruturas de poder de controle que ali se desenvolvem, seja de controle diluído ou concentrado, cumpre analisar a evolução de tal poder de controle na sociedade anônima

---

69 “Art. 15. As ações, conforme a natureza dos direitos ou vantagens que confirmam a seus titulares, são ordinárias, preferenciais, ou de fruição. [...] § 2º O número de ações preferenciais sem direito a voto, ou sujeitas a restrição no exercício desse direito, não pode ultrapassar 50% (cinquenta por cento) do total das ações emitidas.”

70 CAMPINHO, op. cit., p. 135.

71 “Art. 110-A. É admitida a criação de uma ou mais classes de ações ordinárias com atribuição de voto plural, não superior a 10 (dez) votos por ação ordinária: [...]”

72 Sérgio Campinho formula o seguinte exemplo para melhor compreensão da matéria: “considerando o contexto de companhia com capital social dividido em 10.000 ações e com atribuição de 10 votos por ação – o máximo em lei permitido – para uma determinada classe de ações ordinárias., à luz dos seguintes cenários: 1) 5.000 ações preferenciais sem direito a voto, 455 ações ordinárias com voto plural e 4.545 ações ordinárias sem voto plural; 2) 910 ações ordinárias com voto plural e 9.090 ações ordinárias sem voto plural. Na primeira hipótese, o poder de controle pode tornar-se efetivado pelo titular de 4,55% do capital (4.550 votos, correspondentes a 50,03% dos votos, contra 4.545 votos, que perfazem 49,97% dos votos; na segunda, o controle pode ser exercido por parte do titular de 9,1% do capital - 9.100 votos contra 9.090 votos. (CAMPINHO, op. cit., p. 136-137).

brasileira e o início da diluição da concentração acionária no país.

### **I.3. Custos de agência: benefícios e malefícios do controle na estrutura de propriedade das sociedades por ações**

Um dos principais desafios do direito societário contemporâneo é a redução de custos para mitigar os denominados “problemas de agência” (*agency problems*).

A linha de pesquisa dos “problemas de agência” foi desenvolvida por Jensen e Meckling em 1976, a partir da obra “*Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure*”. Para os autores, uma companhia é composta por diversas relações contratuais, que definem a sua essência, uma vez que equilibram os interesses conflitantes dos indivíduos que a compõem. Dentre essas relações, destaca-se a “relação de agência”, que pode ser definida como uma relação contratual na qual o “principal” delega para o “agente” poderes decisórios a serem exercidos em seu nome.<sup>73</sup>

A relação de agência, tal como definida por Jensen e Meckling, é originada justamente pela dissociação entre a propriedade e o controle da empresa. Os indivíduos participantes de uma relação de agência são todos maximizadores dos seus interesses, que, por vezes, são distintos entre si. O “principal” objetiva maximizar a sua riqueza, pela valorização do valor da companhia. O “agente” também busca maximizar a sua riqueza, todavia, com benefícios pessoais às custas da empresa. Portanto, o problema de agência surge nas companhias quando a propriedade e o controle se dissociam, uma vez o “agente” maximizará, primeiramente, os seus interesses ao invés dos do “principal”.<sup>74</sup>

Apesar de Jensen e Meckling terem abordado as relações de agência com foco no conflito entre acionista (principal) e os administradores (agentes), existem as mais variadas relações de agência no âmbito das sociedades anônimas. Para Hansmann e Kraakman, as relações de agência podem ser divididas em três tipos: (i) entre administradores (agentes) e os acionistas (principais), (ii) entre controladores (agentes) e os minoritários (principais) e entre

---

73 JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. **Teoria da firma**: comportamento dos administradores, custos de agência e estrutura de propriedade. *Revista de Administração de Empresas*. 2008, v. 48, n. 2, p. 87-125.

74 *Ibidem*, p. 89.

acionistas (agentes) e outros grupos que possuem interesses afetados pela companhia (principais).<sup>75</sup>

Ao contrário do entendimento mais amplo de Hansmann e Kraakman, parte da doutrina entende que somente os conflitos entre os acionistas e os administradores nos sistemas de controle diluído podem ser denominados problemas de agência. Gilson e Gordon asseveram que enquanto no sistema de controle diluído os principais problemas se referem ao monitoramento dos administradores pelos acionistas (*agency costs*), nos sistemas de controle concentrado, se busca evitar que o controlador obtenha benefícios particulares elevados, em detrimento dos demais acionistas.<sup>76</sup>

É o que também sustenta Renato Ribeiro Ventura ao afirmar que “O conflito nas companhias brasileiras não é de agência, pois tem como protagonistas os acionistas controladores de um lado, e os não controladores e demais interessados do outro”.<sup>77</sup> Entretanto, adota-se para a presente análise a concepção mais ampla, defendida por Hansmann e Kraakman.<sup>78</sup>

No Brasil, em virtude do modelo de alta concentração acionária, que prevalece na maioria das companhias, as relações que habitualmente mais apresentam problemas de agência são aquelas entre os acionistas minoritários e os controladores.<sup>79</sup>

---

75 “[...] corporate law performs two general functions: first, it establishes the structure of the corporate form as well as ancillary housekeeping rules necessary to support this structure; second, it attempts to control conflicts of interest among corporate constituencies, including those between corporate “insiders,” such as controlling shareholders and top managers, and “outsiders,” such as minority shareholders or creditors. These conflicts all have the character of what economists refer to as “agency problems” or “principal-agent” problems.” (KRAAKMAN, Reiner et al. **The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach**. New York: Oxford University Press, 3rd edition. 2017, p. 29).

76 GILSON; Ronald J; GORDON, Jeffrey N. **Controlling Shareholders**. University of Pennsylvania Law Review, vol 152, 2003, p. 785.

77 RIBEIRO, Milton Nassau. **Aspectos Jurídicos da Governança Corporativa**. São Paulo: Quartier Latin, 2007, p. 56.

78 “[...] corporate law performs two general functions: first, it establishes the structure of the corporate form as well as ancillary housekeeping rules necessary to support this structure; second, it attempts to control conflicts of interest among corporate constituencies, including those between corporate “insiders,” such as controlling shareholders and top managers, and “outsiders,” such as minority shareholders or creditors. These conflicts all have the character of what economists refer to as “agency problems” or “principal-agent” problems.” (KRAAKMAN, op. cit., p. 29).

79 MOURA AZEVEDO, op. cit., p. 220.

Em geral, não é possível para o principal manter a relação de agência a um custo zero. A separação entre propriedade e controle demandará “custos de concessão de garantias contratuais” por meio da imposição de regras que limitarão o poder decisório do administrador, bem como custos de monitoramento externo para controlar o comportamento dos “agentes”.

Assim, na maioria das relações, o principal e o agente incorrerão nos “custos de agência” que seriam a soma de (i) custos de monitoramento por parte do principal, (ii) custos com a concessão de garantias contratuais por parte o agente, (iii) custos residuais (equivalente monetário da redução do bem-estar vivenciada pelo principal).<sup>80</sup>

Para se diminuir os custos de agência as estratégias legais são geralmente divididas entre: (i) estratégias de gestão, que auxiliam a fiscalização do agente pelo principal, e (ii) estratégias de regulação, que estabelecem determinados parâmetros para balizar a relação entre agente e principal e que moldam a atuação do agente.<sup>81</sup>

Contudo, a doutrina, de forma majoritária, vê na concentração de poder de controle uma forma de diminuir os *agency costs* (custos de agência) de modo a melhorar o desempenho.<sup>82</sup>

No âmbito do mercado de capitais, há uma diferença notável entre o valor de uma ação de controle e uma ação comum (ação ordinária que não pertence ao bloco de controle). A diferença entre o preço de tais ações é denominada pela doutrina de prêmio ou benefício de controle. Bebchuck assevera que os benefícios privados do poder de controle são o valor que os acionistas controladores podem obter de uma companhia em detrimento dos acionistas minoritários.<sup>83</sup> A diferença entre o valor das ações pertencentes ao bloco de controle e o das demais ações é tanto maior quanto mais elevado o potencial de obtenção de benefícios privados desse controle.

---

80 JENSEN; MECKLING, op. cit, p. 89.

81 NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. **Temas de Direito Empresarial: Direito Societário, Mercado de Capitais e Direito da Insolvência**. São Paulo: Quartier Latin, 2022, p. 338.

82 SALOMÃO FILHO, op. cit., p. 20.

83 BEBCHUCK, Lucian; ROE, Mark. **Theory of path depedence in Corporate Ownership and Governance** Stanford Law Review, n. 127, 1999.

Mesmo que o direito societário tenha buscado garantir direitos essenciais a todos os acionistas, o controle possui diversas vantagens que extrapolam a mera vaidade do acionista controlador. Tomás Alvarenga, destaca que o controle acionário de uma empresa é algo atrativo, não só por permitir a tal acionista decidir o rumo da sociedade, mas porque viabiliza que o controlador se aproprie de algum valor criado pela companhia, sem necessariamente ter que dividi-lo com outros acionistas.<sup>84</sup>

Ao dirigir a companhia, o acionista controlador poderá assegurar benefícios a si próprio por meio do estabelecimento de políticas de dividendos que atendam o seu interesse.<sup>85</sup> Poderá, também, obter benefícios particulares por meio de contratos celebrados direta ou indiretamente por ele com a companhia (*self-dealing*), por meio de *transfer pricing*, “transferência de ativos da companhia controlada para o controlador ou para sociedade sob seu controle”. Ainda, no âmbito das operações de alienação de controle, o acionista controlador poderá definir o preço, obtendo para si todo o sobrevalor que derivar do poder de ter o controle da companhia.<sup>86</sup>

Em países nos quais a lei é mais tolerante, conferindo proteção insuficiente às minorias acionárias, o valor das ações pertencentes ao bloco de controle é substancialmente maior do que o valor das demais ações.<sup>87</sup>

Dyck e Zingales, em sua obra “*Private benefits of control: an international comparison*” analisaram os benefícios privados do poder de controle em 39 países, com base na diferença entre o preço pago pelo adquirente e o preço da ação cotada no mercado dois dias após o anúncio da venda. Para tanto, utilizaram dados referentes a 393 alienações, ocorridas entre 1990 e 2000, e concluíram que o Brasil era o país no qual existiam maiores benefícios

---

84 ALVARENGA, Tomás. **Benefícios particulares do controle no Brasil**: o que mudou nos últimos 10 anos? Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, v. 168/169, p. 117-140, agosto 2015/ julho 2015, p. 118.

85 MUNHOZ, op. cit, p. 140.

86 CASQUET, Andréia Cristina Bezerra. **Alienação de controle: limitação do poder do controlador como mecanismo de proteção dos acionistas minoritários de companhias fechadas**. 2014. Tese (Doutorado) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2014, p. 45.

87 MUNHOZ, 2009, op. cit, 141.

particulares associados ao bloco de controle<sup>88</sup>:

Based on 393 control transactions between 1990 and 2000 we find that on average corporate control is worth 14 percent of the equity value of a firm, ranging from -4 percent to a +65 percent in Brazil.

Para eles, em países com alta concentração acionária os benefícios privados do poder de controle eram maiores. Tais benefícios diminuiriam em países nos quais há maior proteção aos acionistas minoritários, bem como instituições aptas a aplicar as normas de proteção de forma eficaz.

La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer<sup>89</sup> sustentam que as estruturas de controle concentrado persistiam apenas nos países cuja legislação permite ao acionista controlador obter benefícios particulares de seu poder. Diante de uma legislação que conferisse maior proteção à minoria, o controlador deixaria de ter incentivos para a manutenção de seu poder, de modo que a estrutura de controle concentrado se transformaria.

Para Erik Oioli e Marcelo Godke Veiga, o Novo Mercado foi essencial na redução dos benefícios privados do controle. Uma de suas mais importantes imposições foi a proibição de ações preferenciais, que tornou custoso ao controlador a manutenção do controle majoritário. Apesar de a Lei 10.303/2001 ter alterado o artigo 15 da Lei 6.404/1976, para determinar que as ações preferenciais sem direito a voto não poderiam ultrapassar 50% do total de ações emitidas, o Novo Mercado foi além.<sup>90</sup> Nele, somente as ações ordinárias poderiam ser emitidas, prevalecendo a máxima “*one share one vote*”, de modo que para assegurar o controle o acionista deverá possuir um número muito maior de ações do que quando há ações preferenciais sem direito de voto.<sup>91</sup>

---

88 DYCK, Alexander; ZINGALES, Luigi. **Private benefits of control: An international comparison**. The journal of finance, v. 59, n. 2, 2004, p. 537-600.

89 LA PORTA, Rafael; SILANES, Florêncio Lopes de, SHLEIFER. **Corporate ownership around the world**. The Journal of Finance, v. 54, 1999, p. 471-518.

<sup>90</sup> OIOLI, Erik Frederico; VEIGA, Marcelo Godke. **Convergência e divergência em sistemas de mercados de capitais: o caso brasileiro**. In: Monteiro de Castro, Rodrigo Monteiro, e Azevedo, Luís André N. de Moura (org.), Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais, São Paulo, Quartier Latin, 2010, p. 341.

<sup>91</sup> “Art. 15. As ações, conforme a natureza dos direitos ou vantagens que confirmam a seus titulares, são ordinárias, preferenciais, ou de fruição [...] § 2o O número de ações preferenciais sem direito a voto, ou sujeitas a restrição no exercício desse direito, não pode ultrapassar 50% (cinquenta por cento) do total das ações emitidas.”

Além disso, o Novo Mercado também mitigou o prêmio pago aos controladores em casos de alienação de controle da companhia. Isso porque, no item 8.1 do antigo Regulamento<sup>92</sup> (atual artigo 37)<sup>93</sup> determinou que a alienação, direta ou indireta, do controle de companhia aberta somente poderá ser contratada sob a condição, suspensiva ou resolutiva, de que o adquirente se obrigue a efetivar oferta pública de aquisição das demais ações dos outros acionistas da companhia, de modo a lhes assegurar tratamento igualitário àquele dado ao acionista controlador alienante.

Assim, o Regulamento foi além do que dispõe a própria Lei 6.404/1976 em seu art. 254-A, que apenas assegura o preço mínimo igual a 80% do valor pago por ação com direito a voto, integrante do bloco do controle.<sup>94</sup>

Um terceiro aspecto introduzido pelo Novo Mercado que merece ser mencionado foi a exigência de percentual mínimo de conselheiros independentes<sup>95</sup> (o conselho de administração deverá ser composto de, no mínimo, 2 conselheiros independentes – ou 20%, o que for maior). Tal regra faz com que, ao menos em parte, o conselho de administração seja

---

(NR)

92 8.1 Contratação da Alienação de Controle da Companhia. A Alienação de Controle da Companhia, tanto por meio de uma única operação, como por meio de operações sucessivas, deverá ser contratada sob a condição, suspensiva ou resolutiva, de que o adquirente se obrigue a efetivar oferta pública de aquisição das demais ações dos outros acionistas da Companhia, observando as condições e os prazos previstos na legislação vigente e neste Regulamento, de forma a lhes assegurar tratamento igualitário àquele dado ao Acionista Controlador Alienante.

93 “Art. 37 A companhia deve prever em seu estatuto social que a alienação direta ou indireta de controle da companhia deve ser contratada sob a condição de que o adquirente do controle se obrigue a efetivar OPA tendo por objeto as ações de emissão da companhia de titularidade dos demais acionistas, de forma a lhes assegurar tratamento igualitário àquele dado ao alienante.

94 “Art. 254-A. A alienação, direta ou indireta, do controle de companhia aberta somente poderá ser contratada sob a condição, suspensiva ou resolutiva, de que o adquirente se obrigue a fazer oferta pública de aquisição das ações com direito a voto de propriedade dos demais acionistas da companhia, de modo a lhes assegurar o preço no mínimo igual a 80% (oitenta por cento) do valor pago por ação com direito a voto, integrante do bloco de controle.”

95 Segundo o Regulamento do Novo Mercado em seu art. 16, o enquadramento do conselheiro independente deve considerar a sua relação: “I - com a companhia, seu acionista controlador direto ou indireto e seus administradores; e II - com as sociedades controladas, coligadas ou sob controle comum. §1º Para os fins da verificação do enquadramento do conselheiro independente, não é considerado conselheiro independente aquele que: I - é acionista controlador direto ou indireto da companhia; II - tem seu exercício de voto nas reuniões do conselho de administração vinculado por acordo de acionistas que tenha por objeto matérias relacionadas à companhia; III - é cônjuge, companheiro ou parente, em linha reta ou colateral, até segundo grau do acionista controlador, de administrador da companhia ou de administrador do acionista controlador; e IV - foi, nos últimos 3 (três) anos, empregado ou diretor da companhia ou do seu acionista controlador.”

desvinculado do controlador, mitigando a sua influência sobre o futuro da companhia.<sup>96</sup>

Andre Grumpsun Pitta<sup>97</sup> bem assevera que a solução legal/regulatória preferível será sempre aquela na qual os custos de agência não sejam proibitivos.<sup>98</sup> Os custos originados pela intervenção estatal objetivando a regulação do mercado de valores mobiliários não podem superar os benefícios dela decorrentes:

Ademais, em qualquer cenário, a intervenção ordenadora do Estado na esfera econômica – limitando a conduta dos agentes econômicos e prescrevendo determinados padrões mandatórios de comportamento – deve sempre levar em consideração todos os custos, diretos ou indiretos (incluídos aqui os chamados custos de oportunidade) invariavelmente impostos aos agentes econômicos como consequência de tal atuação estatal. Significa dizer que os custos originados por tal intervenção não podem globalmente, superar os benefícios dela decorrentes, principalmente por, conforme afirmado, ser falacioso assumir que o Estado estará sempre em melhores condições do que os agentes privados envolvidos para proceder o sopesamento necessário à obtenção da solução mais eficiente. Assim, a solução privada será evidentemente preferível sempre que os custos de transação e os custos de agência inerentes ao respectivo processo de negociação não sejam proibitivos.

Após as mudanças na legislação societária e na autorregulação do mercado de capitais que contribuíram para uma maior proteção aos acionistas minoritários, Tomás Alvarenga revistou os índices dos benefícios privados do controle no Brasil. Para tanto, o autor analisou aquisições de bloco de controle de 2005 a 2014, utilizando metodologia similar à de Dyck e Zingales. Verificou-se que o adquirente do bloco de controle pagava 191,50% a mais por uma ação ordinária do que por uma preferencial, levando à conclusão de que “por mais que as normas tenham garantido maior proteção aos acionistas minoritários, ainda existem expressivos benefícios particulares associados ao poder de controle”.<sup>99</sup>

---

96 “Art. 15 A companhia deve prever, em seu estatuto social, que seu conselho de administração seja composto por, no mínimo, 2 (dois) conselheiros independentes – ou 20% (vinte por cento), o que for maior.”

97 PITTA, Andre Grunspun. **Mercado de Valores Mobiliários e Formação de Capital**. In: FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes et al. Revista de direito das sociedades e dos valores mobiliários. São Paulo: Almedina, maio/2020, p. 245.

98 Para Gilson o sistema de controle concentrado poderá ser eficiente sempre que custos decorrentes dos benefícios particulares obtidos pelos controladores forem menores que os custos que não foram incorridos para monitorar os administradores (GILSON, Ronald J. **Controlling shareholders and corporate governance: complicating the comparative taxonomy**. Columbia Law and Economics Working Paper No. 281, agosto 2005, p. 6).

99 ALVARENGA, op. cit., p. 128.

Portanto, tendo em vista que ainda existem elevados benefícios privados do controle no Brasil, é notável que existe uma grande barreira regulatória para proteger o acionista minoritário das sociedades que não estão listadas nos segmentos com regulação mais rígida de governança corporativa (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado). Somente com a tutela adequada do investidor, o mercado de capitais poderá cumprir o propósito de ser uma verdadeira fonte de financiamento para as empresas.

## **CAPÍTULO II – CONFLITO DE INTERESSES *STRICTO SENSU***

Delimitada a posição do acionista minoritário e do controlador na complexa estrutura da relação de poder nas sociedades por ações, cumpre analisar as hipóteses de impedimento do exercício de voto do acionista, mais especificamente, a vedação do exercício de voto pelo acionista que possui interesse conflitante com o da companhia. Para tanto, será analisado o interesse social como elemento orientador do voto do acionista, passando pelas principais correntes doutrinárias que objetivaram delimitar e conceituar o interesse social. A partir de tal perspectiva, será examinado propriamente o exercício do voto pelo acionista em conflito de interesses com a companhia sob perspectiva da teoria do conflito formal e substancial, delineando-se os seus principais argumentos e suas consequências práticas.

### **II.1. Exercício do voto no interesse da companhia: noções de interesse da companhia e as teorias institucionalista e contratualista**

No ordenamento jurídico brasileiro, o direito de voto não é tratado como um direito subjetivo que poderá ser proferido no interesse do acionista. É, na verdade, um direito-função.

Segundo o artigo 115 da Lei 6.404/1976 que “O acionista deve exercer o seu direito a voto no interesse da companhia”. Já o acionista controlador, nos termos do parágrafo único do artigo 116 da mesma lei, deve exercer o seu poder “com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir a sua função social [...]”.

Pela leitura dos dispositivos, percebe-se que o interesse social se configura como um

elemento orientador o exercício do direito de voto pelos acionistas.<sup>100</sup> O acionista, ao votar em sede de assemblear, atua não somente como pessoa, mas também como sócio, contribuindo para a manifestação da vontade social.

A despeito da importância do exercício do direito de voto em prol do interesse social, não há na Lei 6.404/1976 definição expressa do que seja o interesse social, surgindo dificuldades de aplicação do preceito. Calixto Salomão Filho atribui a controvérsia doutrinária e jurisprudencial em relação aos conflitos de interesse ao uso da expressão “interesse conflitante com o da companhia”, justamente em decorrência do enunciado genérico utilizado pela Lei 6.404/1976.<sup>101</sup>

Por tais razões, questiona-se: no que consiste o interesse da companhia ou o interesse social? Cuida-se tão-somente do interesse coletivo dos acionistas ou do interesse da companhia, como pessoa distinta? Abrange, ainda, o interesse dos trabalhadores, credores e da própria comunidade na qual está inserida a companhia?

Tal problemática monopolizou a atenção da doutrina jurídica. E não sem razão, uma vez que não se trata de questão meramente teórica, mas, como se verá, de tema que influencia os legisladores e magistrados na aplicação da lei societária. Isso porque, é através do conceito de interesse social que são erigidos os deveres fiduciários responsáveis por pautar a atuação dos administradores e acionistas no âmbito da companhia, especialmente, do acionista controlador.<sup>102</sup>

Como bem sustenta Waldirio Bulgarelli “o interesse social surge como verdadeiro cerne, em torno do qual, hão de encontrar certos limites tanto os interesses egoísticos dos

---

100 Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira bem pontuam que “[...]Ao prescrever o exercício do direito de voto no interesse da companhia, a lei proíbe ao acionista colocar a serviço de qualquer outro papel que ocupe um poder jurídico que é conferido para o desempenho da função de membro da Assembleia Geral. A caracterização do direito de voto como um ‘direito-função’ e a distinção entre os atos do acionista enquanto sócio e como pessoa são outros modos de exprimir o mesmo princípio.” (BULHÕES PEDREIRA, José Luiz; LAMY FILHO, Alfredo. **A Lei das S.A.** 1ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1992. v. III, p. 456)

101 SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Novo Direito Societário**, 2ª ed. São Paulo: Malheiros Editores, 2002, p. 28-29.

102 BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Voto do Diretor Gustavo Machado Gonzalez. Processo Administrativo nº RJ 19957.005749/2017-29. Rio de Janeiro, 14 de julho de 2017. Disponível em: [https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/deciso/es/anexos/2017/20170926/0728\\_\\_DGG.pdf](https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/deciso/es/anexos/2017/20170926/0728__DGG.pdf). Acesso em: 16 set. 2022.

acionistas, no caso, válido para a minoria como para a maioria, como também os direitos dos acionistas e certas medidas de proteção aos minoritários e também o poder e a conduta dos majoritários”.<sup>103</sup>

Objetivando dirimir as controvérsias do que vem a ser o interesse social, diversas teorias foram desenvolvidas para sua análise e conceituação. Tais teorias podem ser divididas em dois grupos: Teoria Institucionalista e a Teoria Contratualista.

As Teorias Institucionalistas defendem que o interesse social é independente, ou, pelo menos, não totalmente identificado com o interesse dos sócios. Trata-se de um interesse superior e de natureza autônoma.<sup>104</sup> A primeira Teoria Institucionalista, denominada Teoria da Empresa em Si (*Unternehmen na Sich*), surgiu após a primeira guerra mundial na Alemanha, pela influência de Walther Rathenau.<sup>105</sup> Constatou-se que as companhias eram fundamentais no desenvolvimento do país, que enfrentava uma grave crise financeira, devendo os administradores e controladores das sociedades priorizarem o interesse público de desenvolvimento econômico e não o interesse dos sócios ou acionistas.<sup>106</sup>

Rathenau já alertava a perda de significado do grande acionista, que, geralmente, não participava mais da administração da sociedade, antecipando as conclusões alcançadas por Berle e Means a respeito da dissociação entre gestão e propriedade.<sup>107</sup> A função principal da empresa passou a ser atuar com eficiência para a produção de riqueza e tecnologia. Para que isso fosse possível, as empresas deveriam ser dirigidas por administradores, que priorizariam

---

103 BULGARELLI, Waldirio. **Aumento de capital excessivo em prejuízo da posição dos acionistas minoritários**. In: Questões de direito societário. São Paulo: RT, 1983, p. 75.

104 CARVALHOSA, Modesto de Souza Barros. **Comentários à lei de sociedades anônimas**: Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Volume II. 3ª ed. São Paulo: Saraiva, 2003, p. 447.

105 “Rathenau chama a atenção, inicialmente, para o que denomina de ‘substituição de conteúdo’, ou seja, para o fato de que o modelo legal da sociedade anônima de então regulava um fenômeno completamente diverso, sob todos os ângulos, daquele para o qual fora idealizado, nos primórdios da época industrial. Com aguda percepção da realidade, afirmava ele que a administração das grandes empresas superava, em vários aspectos, a de pequenos Estados. No entanto, essa ‘substituição de conteúdo’ consistente na passagem da empresa familiar para a grande empresa permanecia ignorada, comportando-se os tribunais segundo esquemas tradicionais. A grande empresa, dizia ele, não é mais uma organização de direito privado, mas um fator da economia nacional, a serviço de interesses públicos” (FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. **Conflito de Interesses nas Assembléias de S.A.** São Paulo: Malheiros, 1993. p. 22)

106 COMPARATO, Fábio Konder. **O poder de controle na sociedade anônima**. 3ª ed. São Paulo: Forense, 1983, p. 297.

107 FRANÇA, op. cit., p. 22.

o interesse público sobre o interesse dos acionistas, limitando a sua autonomia da vontade, e, consequentemente, o exercício do direito de voto.<sup>108</sup>

A teoria foi recepcionada pela legislação alemã de 1937 (*Aktiengesetz*), que assegurava à administração da companhia (*Verwaltung*) prevalência sobre a assembleia de acionistas (*Hauptversammlung*). Contudo, a teoria entrou em crise nos anos 50, devido à irresponsabilidade da administração com os acionistas.<sup>109</sup>

João Pedro Barroso do Nascimento sustenta que, apesar de seu esforço, a Teoria da Empresa em Si (*Unternehmen na Sich*), não cumpriu com o objetivo de conceituar precisamente o que deveria ser tratado como interesse social.<sup>110</sup>

Renato Ventura Ribeiro tece, ainda, diversas outras críticas à teoria. Para ele, a teoria reconhece a existência de um interesse próprio da empresa, sem que ela seja sequer sujeito de direito. Ainda, sustenta que o desenvolvimento econômico deve ser uma consequência e não a finalidade principal da atividade empresarial, não devendo ser imputado à empresa funções próprias do Estado. Por fim, aduz que no âmbito administrativo, a tese se demonstra contraditória, uma vez que a gestão da empresa deveria ter a participação de todos os envolvidos, e não ser concentrada em administradores, que, assim como os acionistas, têm seus interesses próprios.<sup>111</sup>

Objetivando aprimorar a Teoria da Empresa em Si (*Unternehmen na Sich*), foi desenvolvida a Teoria da Pessoa em Si (*Person an sich*), baseada na concepção organicista de Otto Von Gierke. Tal teoria distinguia-se da Teoria da Empresa em Si (*Unternehmen na Sich*) por não reconhecer a existência de interesses externos à sociedade.

Para a Teoria da Pessoa em Si, a companhia tem interesse próprio, que prevalece sobre os interesses particulares dos sócios. Os acionistas e os administradores deveriam votar conforme os interesses da companhia e não segundo suas próprias convicções ou seguindo o

---

108 RIBEIRO, Renato Ventura. **Direito de Voto nas Sociedades Anônimas**. São Paulo: Quartier Latin, 2009, . 107.

109 SALOMÃO FILHO, op. cit.

110 NASCIMENTO, op. cit., p. 51.

111 RIBEIRO, op. cit., p. 108-109.

interesse público.<sup>112</sup> Fábio Konder Comparato bem afirma que Teoria da Pessoa em Si entendia que "a sociedade perde a sua natureza contratual, para se apresentar como um ente autônomo, que os sócios se limitam a criar ou instituir por um ato jurídico coletivo".<sup>113</sup>

Em contraposição à Teoria da Pessoa em Si, foi criada a teoria do direito da empresa acionária (*Recht der Aktienunternehmung*), que entendia que a companhia não poderia ser titular de interesses. O interesse social consistiria na soma dos interesses individuais dos sujeitos da sociedade, como os acionistas, administradores, credores e empregados.<sup>114</sup>

A teoria foi desenvolvida por Haussmann, que entendia que não se tutela um interesse isolado, como na Teoria da Empresa em Si, mas sim uma composição de diversos interesses, inclusive externos, como o dos trabalhadores e credores. Portanto, o direito de voto não precisaria ser exercido no interesse exclusivo da sociedade.<sup>115</sup>

Já a Teoria Contratualista, encontra forças na doutrina italiana, cujo maior expoente foi Jaeger. A teoria se recusava a configurar a companhia como uma instituição, compreendendo que a sociedade deveria ser entendida como uma relação contratual que envolve o interesse das partes contraentes.<sup>116</sup> Para Calixto Salomão Filho "o contratualismo é a concepção do interesse social que sustenta ser ele coincidente com o interesse do grupo de sócios".<sup>117</sup>

Francesco Galgano afirma que a Teoria Contratualista se contrapõe à Teoria Institucionalista ao negar a existência de interesse social superior ao interesse dos sócios, sustentando que o interesse social se consubstanciava, ao revés, no interesse comum dos acionistas da companhia.<sup>118</sup>

---

112 Ibidem, p. 111.

113 COMPARATO, 1970, op. cit, p. 45.

114 NASCIMENTO, 2022, op. cit., p. 53.

115 RIBEIRO, op. cit. p. 110.

116 FRANÇA, op. cit., p. 34.

117 SALOMÃO FILHO, Calixto. **Interesse Social: Concepção clássica e moderna**. In: O novo Direito Societário. São Paulo: Malheiros, 1998, p. 14.

118 "alla teoria istituzionalistica si suole contraporre una teoria contrattualistica della società per azioni, propugnata soprattutto in Italia. Essa nega che l'interesse sociale sia un interesse superiore a quello dei soci e lo concepisce, all'opposto, come l'interesse comune dei soci, a sua volta identificabile nell'interesse tipico del socio

A Teoria Contratualista, em suas diversas escolas, conceitua o interesse social como sendo o interesse comum dos sócios, enquanto sócios e não enquanto indivíduos – *uti socii* e não *uti individui*, tendo como enfoque a realização bem-sucedida do objeto social.<sup>119</sup> Ripert ilustra a teoria ao enunciar que “A sociedade por ações, dizem eles, não é, apesar de tudo, se não um contrato”.<sup>120</sup>

Renato Ventura Ribeiro critica a teoria contratualista, por entender que ao tratar do interesse comum, chegam a conclusões próximas do institucionalismo, inclusive, reconhecendo a existência de interesses extrassociais e externos.<sup>121</sup>

Além das Teorias Institucionalista e Contratualista, também merece destaque para a compreensão do interesse social da companhia a Teoria do Contrato Organização. Para essa teoria, a sociedade se consubstanciava em um feixe de contratos, que começava pelos contratos dos sócios, indo até os contratos com os fornecedores e clientes, trabalhadores. A partir desta visão cria-se a ideia de que o interesse social deveria estar associado à criação de uma organização hábil a estruturar de forma eficiente as relações jurídicas que envolviam a sociedade.<sup>122</sup>

Os seus defensores objetivavam sistematizar os problemas relativos à definição do interesse social baseando-se na diferenciação entre os contratos associativos, que tinham como função a criação de uma organização, e os contratos de permuta, cuja função era a criação de direitos subjetivos entre as partes.<sup>123</sup>

Tal teoria reduziu o interesse social a uma organização destinada ao melhor ordenamento dos interesses da companhia. Diante disso, os órgãos societários passaram a ter um papel fundamental na mediação dos interesses conflitantes.

Apesar das diversas teorias discutidas pela doutrina, Modesto Carvalhosa assevera

---

médio” (GALGANO, Francesco. **Diritto Civil e Commerciale**. Vol. 3, Tomo II. Padova: CEDAM, 1999, p. 47).

119 NASCIMENTO, op. cit., p. 56.

120 RIPERT, Georges. **Aspectos jurídicos do capitalismo moderno**. Tradução de Gilda G. de Azevedo, Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1947, p. 101.

121 RIBEIRO, op. cit., p. 118.

122 OIOLI; VEIGA, op. cit., p. 349.

123 Ibidem, p. 349.

que o direito societário brasileiro adotou o institucionalismo germânico da *empresa em si* (*Unternehmen na sich*).<sup>124</sup> Para ele, tal concepção foi expressamente acolhida no parágrafo único do artigo 116 da Lei 6.404/1976, que estabelece a institucionalização dos poderes e deveres do acionista controlador:

Parágrafo único: O acionista controlador deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir a função social e tem deveres e responsabilidade para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender.

Para Calixto Salomão, o sistema societário brasileiro abarca ambas as teorias. Por um lado, a legislação procurou criar um sistema de proteção dos acionistas minoritários, por meio da institucionalização dos poderes e deveres dos controladores e administradores, como demonstra o artigo 116 da Lei 6.404/1976 ao estabelecer deveres gerais para o acionista controlador em relação aos demais acionistas da companhia.<sup>125</sup>

Por outro, os princípios contratualistas permeiam o sistema societário brasileiro. No ordenamento atual, o artigo 981 do Código Civil, define sociedade, ao dispor que “celebram contrato de sociedade as pessoas que reciprocamente se obrigam a contribuir, com bens ou serviços, para o exercício de atividade econômica e a partilha, entre si, dos resulta”. Por esta definição, percebe-se os traços da teoria contratualista tradicional: uma pluralidade de pessoas concentradas em relação ao exercício de determinada atividade econômica, com reciprocidade de obrigações entre os sócios, obrigando-se entre si e não em relação à sociedade.

Calixto Salomão também exemplifica outras manifestações legislativas de evidente caráter contratualista. Ele destaca o acordo de acionistas e reintrodução da oferta pública de aquisição de ações (OPA) à disciplina do fechamento de capital.<sup>126</sup>

A despeito da corrente adotada pelo ordenamento jurídico brasileiro, se institucionalista ou contratualista, com relação ao conceito de “interesse social” a doutrina atingiu um consenso.

---

124 CARVALHOSA, 1997, op. cit. p. 424.

125 CALIXTO SALOMÃO, op. cit, p. 55.

126 Ibidem, p. 57.

Erasmus Valladão França,<sup>127</sup> Modesto Carvalhosa,<sup>128</sup> Luiz Gastão Paes de Barros Leães,<sup>129</sup> Mauro Rodrigues Penteado<sup>130</sup> e Nelson Eizirik<sup>131</sup>, entendem que o interesse da companhia (ou interesse dos sócios *strictu sensu*) consiste no interesse comum dos sócios enquanto sócios (*uti socii*) para realização do escopo social.<sup>132</sup> Tal interesse não se consubstancia na somatória dos interesses de cada acionista, mas sim, representa a transcendência desses interesses ao interesse comum a todos (enquanto sócios - *qua socii* e não enquanto indivíduos).

Waldirio Bulgarelli, em uma abordagem mais pragmática, aduz que o interesse dos acionistas, seja considerando-se *ut singuli*, seja considerando-se *uti socii*, é o mesmo: “a obtenção dos lucros da sociedade, por intermédio da empresa, e sua distribuição, ou, visto pelo ângulo do acionista, a sua participação nos lucros”.<sup>133</sup>

Portanto, percebe-se que a doutrina, de forma majoritária, concorda que o interesse social não se consubstancia em um interesse autônomo desvinculado do interesse da pluralidade dos membros da companhia, mas sim como um interesse comum dos sócios, de modo que o acionista deverá sempre votar com foco na realização do objeto social.

## II.2. Enquadramento do exercício do voto no interesse da companhia pela Lei 6.404/1976

Como já abordado, a lei societária atual (Lei 6.404/1976) busca assegurar o exercício do voto como direito-função. No caput do artigo 115, dispõe que o “acionista deve exercer o

---

127 FRANÇA, op. cit., p. 58.

128 CARVALHOSA, 2003, op. cit.

129 LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. **Conflito de Interesses e vedação de voto nas assembleias das sociedades anônimas**, RDM, n. 92, out/dez, 1993, p. 107.

130 PENTEADO, Mauro Rodrigues. **Aumentos de capital das sociedades anônimas**. São Paulo: Saraiva, 1988, p. 255.

131 Cabe transcrever a lição a respeito do tema de Nelson Eizirik: “[o] interesse social não constitui mero somatório dos interesses dos acionistas, nem é inteiramente autônomo dos interesses deles, estando vinculado a dois elementos básicos: (i) a consecução do objeto social, ou seja, a realização das atividades empresárias para as quais a companhia foi constituída; e (ii) a produção de lucros a serem repartidos entre os acionistas. Embora se possa argumentar que a deliberação assemblear não expressa a ‘vontade social’, porque a pessoa jurídica não tem vontade, é inegável que a deliberação é imputável à sociedade, tanto que é ela quem responde em ação de anulação das deliberações, não a assembleia ou a maioria dos acionistas.” (EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**: Arts. 80 a 137. 2ª edição. São Paulo: Quartier Latin, 2015, v. 2. p. 210).

132 FRANÇA, op. cit., p. 58.

133 BULGARELLI, Waldirio. **A Proteção das Minorias nas Sociedades Anônimas**. São Paulo: Pioneira, 1977, p. 350.

direito a voto no interesse da companhia”, aludindo expressamente ao voto abusivo “considerar-se-á abusivo o voto exercido com o fim de causar dano à companhia ou a outros acionistas”.<sup>134</sup>

No §1º do artigo 115, a Lei estabelece quatro hipóteses nas quais o acionista está impedido de votar nas deliberações de assembleia geral, por presunção de que o seu voto será contrário ao interesse social. São elas as deliberações sobre (i) o laudo de avaliação de bens utilizados pelo acionista para integralização do capital social; (ii) a aprovação de suas contas como administrador; (iii) matérias que possam beneficiá-lo de modo particular; e (iv) temas em que o acionista tenha interesse conflitante com os da companhia.

Percebe-se que se trata de cláusulas gerais similares objetivando tutelar o exercício do direito de voto do acionista, em prol do interesse da própria companhia. Entretanto, conforme bem aduz Carlos Maximiliano “Presume-se que a lei não contenha palavras supérfluas”.<sup>135</sup>

Quanto às duas primeiras hipóteses, é pacífico na doutrina<sup>136</sup> e na jurisprudência da

---

134 “Esse dever de lealmente respeitar e atender direitos e interesses alheios, atribuído ao controlador pela lei brasileira de maneira explícita, se traduz pelo dever do controlador de, no exercício dos poderes de que é titular, levar em conta os interesses legítimos dos não controladores e de terceiros, e não apenas os seus. Não é dizer que os interesses próprios não podem de alguma forma orientar a atuação do acionista controlador. Mas, sim, que este, no exercício do voto e do controle, tem deveres e interesses a tutelar, não podendo sacrificá-los em benefício próprio, sob pena de estar exercendo abusivamente a posição de comando e ter que reparar os danos causados. [...] A despeito disso, se se puder exigir do controlador esse comportamento leal relativamente a direitos e interesses de terceiros, e a Lei n. 6.404/76 não parece deixar dúvida quanto a isso, confirmar-se-ia o dever ativo do controlador e, mais do que isso, a possibilidade de responsabilizá-lo por omissão no exercício do controle. Pelas razões trazidas, a voluntariedade e a abusividade decorreriam da própria omissão no exercício do controle, sendo em alguma medida relativizadas em virtude das particularidades desse poder, e dos deveres atribuídos ao controlador.” (PATELLA, Laura Amaral. **Responsabilidade do Acionista Controlador por Omissão**. In: Direito Societário, Mercado de Capitais, Arbitragem e Outros Temas – Homenagem a Nelson Eizirik. Volume I. Coords. Rodrigo Rocha Monteiro de Castro, Luis Andre Azevedo e Marcus de Freitas Henriques. Quartier Latin: São Paulo. 2021. pp. 774-775)

135 MAXIMILIANO, Carlos. **Hermenêutica e aplicação do direito**. 19ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2003.

136 Nesse sentido, entendem: (i) FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *Conflito de Interesses nas Assembleias de S.A.* ed. única São Paulo: Malheiros, 1993. p. 87; SILVA, (ii) COUTO SILVA, Alexandre. **Direito societário: estudos sobre a lei de sociedades por ações**. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 13; (iii) COMPARATO, Fábio Konder. **Controle Conjunto, Abuso no Exercício do Voto Acionário e Alienação Indireta de Controle Empresarial**. In: Direito Empresarial, Estudos e Pareceres, São Paulo: Saraiva, 1990, p. 91; (iv) LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. **Comentários à Lei das Sociedades Anônimas**, vol. 5, São Paulo: 1980, p. 25-26; (v) TEIXEIRA, Egberto Lacerda; GUERREIRO, José Alexandre Tavares. **Das Sociedades Anônimas no Direito Brasileiro**, São Paulo: José Bushatsky, 1979, p. 277-278; (vi) BATALHA, Wilson de Souza Campos. **Comentários à Lei das Sociedades Anônimas**, vol. 11, Rio de Janeiro: Forense, 1977, p. 558, (vii) MARTINS, Fran. **Comentários à Lei das Sociedades Anônimas**, vol. 2, Rio de Janeiro: Forense, 1984, p.

CVM que tais previsões abarcam impedimento absoluto *ex ante* do exercício do direito de voto pelo acionista, tendo a autarquia, inclusive, editado o Parecer nº 34/2006 que formaliza a questão<sup>137</sup>. Trata-se de hipóteses que, geralmente, podem ser aplicadas a diversos casos concretos sem margem para dúvidas de ordem prática.<sup>138</sup>

A necessidade da aprovação do laudo pela assembleia geral decorre da tentativa de preservação da isonomia dos acionistas, de modo a proporcionar a devida valoração dos bens atribuídos ao capital social e impedir que um acionista obtenha participação indevida do capital social, devido à inexata valoração do bem com que pretenda concorrer.<sup>139</sup>

Em tal situação, o acionista está expressamente impedido de exercer o seu direito de voto, não interessando se o laudo a ser deliberado está correto ou se a companhia possui interesse em adquirir os bens objeto do laudo que estão sendo conferidos ao seu capital.<sup>140</sup> Ainda, o acionista terá o seu direito de voto suspenso, não sendo possível realizá-lo sequer por meio de procurador.<sup>141</sup>

A única exceção que permite o exercício do direito de voto é a hipótese de todos os acionistas ou subscritores serem condôminos do bem que concorre para a formação do capital social, nos termos do artigo 115, §2º, da Lei 6.404/1976, uma vez que nesse caso não haverá interesse particular e sim interesse comum.<sup>142</sup>

---

80-82.

137 “A polêmica não alcançou, contudo, a vedação ao voto na aprovação do laudo de avaliação de bens com que concorrer para a formação do capital social e aprovação de suas próprias contas como administrador. Essas hipóteses estão expressamente previstas no art. 115, §1º, da Lei 6.404/76. Nesses casos, não há dúvida, seja na doutrina jurídica, seja nas decisões da CVM, de que o acionista (que integralizará o capital ou que seja administrador, conforme o caso) está previamente impedido de votar.” (BRASIL, Comissão de Valores Mobiliários. Parecer de Orientação CVM nº 34, de 18 de agosto de 2006. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/parecerorientacao/pare034.html#:~:text=Impedimento%20de%20voto%20em%20casos,sua%20esp%C3%A9cie%2C%20classe%20ou%20titularidade..> Acesso em : 07 ago. 2022.)

138 REGO, Marcelo Lamy. **Direito das Companhias**. Org. LAMY FILHO, Alfredo e BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. 2ªed. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 302.

139 NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. **Temas de Direito Empresarial: Direito Societário, Mercado de Capitais e Direito da Insolvência**. São Paulo: Quartier Latin, 2022, p. 66.

140 BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Voto da Diretora Luciana Dias. Processo Administrativo nº RJ 2013/10913. Rio de Janeiro, 25 de março de 2014. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0010/9012-1.pdf>. Acesso em: 16 set. 2022.

141 RIBEIRO, op. cit., p. 378.

142 Ibidem, p. 381.

Quanto às deliberações da assembleia acerca da aprovação de contas da administração da companhia, entende-se que não cabe ao próprio administrador retificar as contas por ele mesmo elaboradas, uma vez que a sua isenção e imparcialidade do seriam abaladas pelos seus interesses pessoais.<sup>143</sup>

Ademais, assim como ocorre na hipótese dos laudos de avaliação, a Lei 6.404/1976 também excepcionou a vedação do exercício do direito de voto aos administradores na aprovação de suas contas.<sup>144</sup>

As vedações decorrem da aplicação do princípio de que ninguém pode ser juiz da própria causa (*nemo iudex in causa propria*), para julgar se uma transação própria é justa.<sup>145</sup>

Nestas situações taxativas de proibição de voto, o Presidente da mesa da assembleia geral poderá propor uma deliberação assemblear acerca da existência de proibição do exercício de voto, nas hipóteses nas quais o acionista sub judice não reconhecer a vedação<sup>146</sup> (artigo 120 da Lei 6.404/1976).<sup>147</sup>

Com relação à terceira e a quarta hipótese (“benefícios particulares” e “conflitos de interesse”) há fervorosa discussão na doutrina e na jurisprudência da CVM se tais previsões abarcam o impedimento do exercício do voto de forma *ex ante* ou *ex post*. A divergência se dá, principalmente, em decorrência dos conceitos indeterminados empregados pelo legislador.

---

143 “A tipificação do conflito, na hipótese, e a óbvia identidade dos interessados dispensam qualquer formalidade ou procedimento inibitório do voto. Se este for dado, será nula a deliberação que aprovou as contas, caso o voto dos administradores interessados prevaleça” (CARVALHOSA, Modesto de Souza Barros. Comentários à lei de sociedades anônimas: Lei nº 6.404/1976, de 15 de dezembro de 1976. Volume II, 3ª ed. São Paulo: Saraiva, 2003, p. 467).

144 NASCIMENTO, 2022, op. cit, p. 75.

145 Comparato assevera acerca da questão que: “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 situação de conflito aberto de interesses, relacionados no § 1º do art. 115: deliberações relativas ao laudo de avaliação dos bens com que o votante concorrer para formação do capital social, 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*” (COMPARATO, Fábio Konder. **Controle conjunto, abuso no exercício do direito de voto acionário e alienação indireta de controle empresarial**. In: Direito Empresarial – Estudos e Pareceres. São Paulo: Saraiva, 1990, p. 81)

146 NASCIMENTO, op. cit, p. 69.

147 “Art. 120. A assembleia-geral poderá suspender o exercício dos direitos do acionista que deixar de cumprir obrigação imposta pela lei ou pelo estatuto, cessando a suspensão logo que cumprida a obrigação.”

Nesses casos, o legislador propositalmente fez uso de conceitos abertos, elásticos e subjetivos, objetivando adaptar-se ao dinamismo das companhias.

Quanto aos benefícios de forma particular, a CVM entende que (i) é razoavelmente pacificado que a hipótese de benefício particular, prevista no artigo 115, §1º, da Lei 6.404/1976, é diferente da hipótese de conflitos de interesse do mesmo diploma legal, (ii) nos casos de benefício particular o acionista está previamente impedido de votar (controle formal), apesar de alguma discordância na doutrina. Contudo, ressalta que a polêmica ocorre na análise dos casos concretos, uma vez que normalmente é difícil distinguir as hipóteses de benefícios particulares das hipóteses em que o interesse do acionista é conflitante com o da companhia.<sup>148</sup>

De todo modo, a presente análise será focada especialmente no que toca à divergência doutrinária e jurisprudencial acerca da quarta hipótese abordada pelo §1º do artigo 115 da Lei 6.404/1976: os conflitos de interesse.

No que toca aos conflitos de interesse, a divergência doutrinária é ainda mais significativa. Não há grande controvérsia sobre o que deve ser considerado conflito de interesses ou mesmo a respeito da postura do acionista interessado no exercício do direito de voto. A controvérsia existente em âmbito doutrinário e jurisprudencial se divide quanto à interpretação do §1º do artigo 115 da Lei 6.404/1976. Para a primeira corrente (conflito formal), o mero conflito de interesses já é suficiente para caracterizar a proibição *ex ante* do direito de voto. Já para a segunda corrente (conflito material), o controle dos supostos votos conflitantes deve ser realizado *ex post*, por meio da análise do conteúdo da decisão. Há ainda uma terceira corrente intermediária, que será detidamente analisada nos próximos tópicos.

Assim, para a devida compreensão dos conflitos de interesse disciplinados pelo §1º, do artigo 115 da Lei 6.404/1976, cumpre diferenciar e delimitar os diferentes institutos

---

148 BRASIL, Comissão de Valores Mobiliários. Parecer de Orientação CVM nº 34, de 18 de agosto de 2006. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/pareceres-orientacao/pare034.html#:~:text=Impedimento%20de%20voto%20em%20casos,sua%20esp%C3%A9cie%2C%20classe%20ou%20titularidade..> Acesso em: 07 ago. 2022.

jurídicos estabelecidos pelo mesmo dispositivo legal, quais sejam: (i) conflitos de interesse, e (ii) benefícios particulares.

### **II.3. Conflito de intereses *strictu sensu* no âmbito das sociedades anônimas: interesse particular do votante e divergência de interesses**

Como já dispunha Adam Smith, o interesse é a própria força propulsora da economia.<sup>149</sup> Segundo Renato Ventura Ribeiro “Interesse é a posição favorável à satisfação de uma necessidade. No plano jurídico, pode ser entendido como a relação entre uma pessoa e um bem juridicamente protegido”.<sup>150</sup>

As sociedades anônimas são compostas por acionistas, que, em regra, apresentam uma comunhão voluntária de interesses no sentido de se buscar o fim social comum e de maximizar os investimentos realizados. A despeito de tal convergência, os acionistas possuem interesses particulares que, por vezes, podem ser antagônicos e conflitantes com o interesse da companhia.<sup>151</sup>

A função social da empresa implica na necessidade de harmonização de tais interesses. Caso não seja possível e um interesse tenha que prevalecer sobre o outro, deverá haver a discussão de qual interesse será privilegiado e qual forma de garantia mínima dos interesses não prevalentes.

O interesse particular consubstancia-se naquele que é diferente dos demais acionistas

---

149 SMITH, Adam. **An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations**, 5ª ed., London: Book, 1789.

150 RIBEIRO, op. cit., p. 367.

151 "En la emisión del voto goza el accionista de amplia libertad. Puede votar en el sentido que tenga por conveniente, sin otros límites que el respeto al interés de la sociedad, la moral y el orden público. Ahora bien, el interés de la sociedad correrá grave peligro siempre que el accionista tenga un interés propio y particular en el asunto sometido a la decisión de la junta, porque entonces el accionista puede sentirse inclinado a supeditar la conveniencia de la sociedad a su propio interés personal. De ahí que, en el supuesto de conflicto o colisión de intereses entre la sociedad y el socio, éste deba abstenerse de emitir el voto en el asunto u operación concreta en que se dé la colisión; si, no obstante, el voto se emitiera y fuera decisivo para la formación de la mayoría, el acuerdo social podría ser impugnado al amparo del artículo 115, siempre que con la emisión de ese voto se haya causado lesión a los intereses de la sociedad; ese precepto puede implicar, en definitiva, la necesidad de posponer el interés personal del accionista al interés social, cuando uno y otro entren en conflicto y con ello se lesione realmente el interés social." (URÍA, Rodrigo. **Derecho Mercantil**. Madrid: Marcial Pons, Ediciones Jurídicas S.A. 1995. p. 308).

e decorre da sua condição *uti singuli*, por razões sociais ou extrassociais<sup>152</sup>. Tal interesse, não atingirá todos os acionistas, mas só a situação particular do acionista em questão.

Em situações de divergência de interesses, por mais que o acionista possua o dever legal de votar em favor do interesse social, como surge o seu interesse pessoal, torna-se impossível conciliar ambos os interesses, sendo inevitável que um seja sacrificado em nome do outro.

Assim, incumbe ao legislador exercer a tutela do interesse social, controlando os interesses pessoais dos acionistas, por meio do controle do exercício do voto, seja: (i) limitando o exercício do direito de voto; ou (ii) orientando como tal direito deve ser exercido.<sup>153</sup> Por tais razões, a lei societária estabeleceu o critério legal de conflito de interesses (art. 115 da Lei 6.404/1976), uma vez que há presunção legal de que, em casos de conflitos de interesse, prevaleceria o interesse pessoal do acionista.

O próprio legislador, na Exposição de Motivos da Lei 6.404/76, afirmou que o conflito de interesses era uma “matéria delicada” e que, por tais razões, a lei deveria conter redação mais genérica, de modo a deixar para a prática e jurisprudência margem para a defesa do minoritário, sem inibir o poder da maioria.<sup>154</sup>

Francesco Galgano afirma que ocorre conflito de interesses quando o sócio, diante de determinada deliberação, encontra-se na condição de titular de um duplo interesse: de um lado o seu interesse de sócio e de outro um interesse externo à sociedade, de modo que um não pode se realizar sem sacrificar o outro.<sup>155</sup>

---

152 “Os interesses extrassociais correspondem a todos aqueles que não digam respeito à condição de acionista, como no caso de interesse como fornecedor ou até como concorrente”. (RIBEIRO, op. cit., p. 369).

153 NASCIMENTO, op. cit., p. 40.

154 “O art. 115 cuida dos problemas do abuso do direito de voto e do conflito de interesses entre o acionista e a companhia. Trata-se de matéria delicada em que a lei deverá deter-se em alguns padrões necessariamente genéricos, deixando à prática e à jurisprudência margem para a defesa do minoritário sem inibir o legítimo exercício do poder da maioria, no interesse da companhia e da empresa.” (BRASIL. Ministério da Fazenda. Exposição de Motivos nº 196, de 24 de junho de 1976. Brasília, DF: Ministério da Fazenda, 1976. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/acesso-a-informacao-cvm/institucional/sobre-a-cvm/EM196Lei6404.pdf>. Acesso em: 16 set. 2022).

155 GALGANO, Francesco. **Trattato di Diritto Commerciale e di Diritto Pubblico Dell’Economia**. Padova: Defam, 1988, v. 7, p. 251.

No mesmo sentido, entende Pier Giusto Jaeger, que afirma que deve ser atribuído um significado técnico e preciso à expressão “conflito de interesses”, não estando presentes nesta definição divergências de interesses que apresentem mera incompatibilidade relativa ou potencial.<sup>156</sup>

O Código de Melhores Práticas do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) entende que “há conflito de interesses quando alguém não é independente em relação à matéria em discussão e pode influenciar ou tomar decisões motivadas por interesses distintos daqueles da organização”.<sup>157</sup>

Renato Ventura Ribeiro destaca três premissas para a delimitação do conflito de interesses: (i) interesse particular do votante; (ii) situação antagônica; e (iii) nexos de causalidade entre o interesse extrassocial e particular e prejuízo no interesse social. Por fim, destaca ainda a desnecessidade de intenção dolosa ou de possibilidade causar prejuízo.<sup>158</sup>

Quanto ao interesse particular do votante, ele delinea que o interesse pessoal individual não abrange aqueles interesses que afetam todos os acionistas com interesse na distribuição de dividendos, mas somente a situação pessoal do votante. O benefício pessoal não necessitará ser somente do acionista ou votante, abrangendo também o de outras sociedades e pessoas.

O Diretor da CVM Luiz Antônio Campos complementa ao afirmar que “o interesse em conflito deve necessariamente ser extrassocial, não decorrente de sua condição de acionista. Este interesse extras-social, estranho mesmo à relação social, é que deve contrapor ao interesse social”.<sup>159</sup>

---

156 “Crediamo, poi, che all’espressione ‘conflitti di interessi’ si debba attribuire un preciso significato técnico, e que tal espressione indichi una relazione di incompatibilità assoluta, non comprendendosi in essa invece, altri tipi di interferenze fra interessi le quali diano luogo soltanto a rapporti di incompatibilità relativa o potenziali [...] giacché soltanto quando fra due interessi esiste un rapporto di incompatibilità assoluta si può dire che la realizzazione di uno di essi exige il sacrificio dell’altro” (JAGER, Pier Giusto. **L’Interesse Sociale**. Milão: Dott. A. Griffé Editore, 1972, p. 209- 222).

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

158 RIBEIRO, op. cit., p. 369.

159 BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Diretor Luiz Sampaio Campos. Inquérito Administrativo nº TA/RJ 2002/1153. Rio de Janeiro, 06 de novembro de 2002. Disponível em:

Contudo, não bastará ao votante ter interesse pessoal individual, devendo tal interesse ser antagônico ao da sociedade<sup>160</sup>. Para que o conflito seja caracterizado, a duplicidade de interesses deve implicar obrigatoriamente um choque – uma colisão entre o interesse social e o do acionista, de modo que o interesse de um não poderá prevalecer sem o sacrifício do outro.<sup>161</sup>

Como bem pontua José Luiz Bulhões Pedreira “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 a deliberação tenha outro interesse próprio, distinto do da companhia, desde que não seja com este conflitante”.<sup>162</sup>

Marcelo Lamy Rego afirma que caso haja a possibilidade de coexistência não danosa de dois interesses divergentes, não há que se falar em conflito, uma vez que o interesse poderá ser complementar, desde que não seja excludente. Assim, o conflito nascerá quando os interesses se tornam mutuamente excludentes. Contudo, ele ressalta que “[...] nada impede que o acionista sacrifique seu interesse pessoal, estranho à comunhão, em prol do interesse social - que está obrigado por lei a satisfazer. A presunção deve ser a de que o acionista vá agir de acordo com a lei e não o contrário, com o bom senso pode nos fazer crer em algumas

---

[https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2002/20021106\\_PAS\\_RJ20021153.pdf](https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2002/20021106_PAS_RJ20021153.pdf). Acesso em: 16 set. 2022.

160 “V'è conflitto di interessi, fra socio e società solo quando il primo si trovi nella condizione di essere portatore, di fronte ad una data delibe ragione, di un duplice interesse: del suo interesse di socio ed, inoltre, di un interesse esterno alla società e questa duplicità di interessi è tale per cui egli non può realizzare l'uno se non sacrificando l'altro interesse (cioè l'interesse della società); ne consegue che non v'è conflitto quando l'interesse del socio coesiste, senza contrapporsi con quello so ciale” (QUATRARO, Bartolomeo. **Le operazioni sul capitale**; aumenti e riduzioni del capitale sociale, prestiti obbligazionari, azioni proprie. Milano: Giuffrè, 1994. p. 615).

161 “Em outras palavras, não basta que haja uma duplicidade de interesses no voto do acionista. Para que se caracterize o conflito de interesses mencionado na lei, tal duplicidade deve implicar obrigatoriamente um choque de interesses, uma colisão entre o interesse social e o do acionista, de modo que um não poderia prevalecer sem o sacrifício do outro” (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Diretor Luiz Sampaio Campos. Inquérito Administrativo nº TA/RJ 2002/1153. Rio de Janeiro, 06 de novembro de 2002. Disponível em: [https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2002/20021106\\_PAS\\_RJ20021153.pdf](https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2002/20021106_PAS_RJ20021153.pdf). Acesso em: 16 set. 2022)

162 No mesmo sentido, dispõe Fábio Ulhôa Coelho “o voto conflitante é aquele em que o acionista tem interesse incompatível com o da sociedade” (COELHO, op. cit.).

situações".<sup>163</sup>

Carlos Fulgêncio da Cunha Peixoto, ainda sob a égide do Decreto 2.627/1940, bem asseverava que não é fácil a tarefa de analisar os interesses da companhia e os do acionista para verificar se houve ou não choque. Para o autor, a matéria abarca questão de fato e deveria ser examinada no caso concreto.<sup>164</sup>

Ainda, para Carmen Alborch Bataller o interesse do sócio em conflito deve ser patrimonial.<sup>165</sup> Renato Ventura Ribeiro discorda de tal posição, afirmando que o interesse poderá ser antagônico em âmbito patrimonial ou político, devendo ser apreciado no caso concreto, conforme o objeto da deliberação.

Portanto, percebe-se que haverá conflito de interesses quando o acionista estiver diante de uma incompatibilidade absoluta entre o seu interesse particular extrassocial e o interesse da companhia.

Também cumpre ressaltar que mesmo nas hipóteses de vedação do exercício do direito de voto em decorrência de conflitos de interesse, os acionistas não são impedidos de participar da discussão a ser submetida na assembleia geral, uma vez que tal direito é atribuído até aos acionistas que não possuem ações com direito a voto, nos termos do artigo 125 da Lei 6.404/1976.

Portanto, tais acionistas poderão contribuir com suas ideias para a formação da opinião dos acionistas votantes.<sup>166</sup> Inclusive, poderão impugnar a deliberação, uma vez que a lei só veda o exercício do direito de voto e não dos demais direitos.

Se houver o exercício do direito de voto, o voto será nulo, por se tratar de ato ilícito, sendo irrelevante se foi decisivo ou não para a aprovação da deliberação ou para a ocorrência

---

163 REGO, Marcelo Lamy. In: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. **Direito das Companhias**. 1ª ed. Rio de Janeiro: Forense. v. I, 2009, p. 422-425.

164 PEIXOTO, Carlos Fulgêncio da Cunha. **Sociedades por Ações**, Vol. 3, São Paulo: Saraiva, 1972, p. 81.

165 BATALLER, Carmen Alborch. **El derecho de voto del accionista (supuestos especiales)**. Madrid: Editorial Tecnos. 1977. p. 262-264.

166 NASCIMENTO, op. cit, p. 65.

de prejuízos. Entretanto, apesar do voto ser nulo, a deliberação será somente anulável, nos termos do §4º do artigo 115, com prazo prescricional de dois anos (artigo 286 da Lei 6.404/1976) se os votos do acionista impedido forem decisivos para a aprovação.

Se o número de votos não for decisivo para o resultado da deliberação em questão, não há que se falar em necessidade de reforma da decisão.<sup>167</sup>

#### **II.4. Conflito de interesses – questão preliminar: critério formal ou substancial para o impedimento de voto do acionista**

Conforme já adiantado, a controvérsia referente ao conflito de interesses no âmbito doutrinário e jurisprudencial se consubstancia na interpretação teleológica do artigo 115, §1º da Lei 6.404/1976, a fim de verificar se a intenção do legislador foi vedar *ex ante factum* o exercício do direito de voto nas hipóteses de conflito de interesses, diante da configuração de uma situação formal de conflito ou se, ao contrário, a proibição é relativa à existência de um conflito material ou substancial, que somente poderá ser verificado em análise *ex post factum*.

Por meio do critério formal, transfere-se aos acionistas que não estão diante da situação de conflito o poder de decidir se no caso em questão o acionista *sub judice* poderá exercer o seu direito de voto, analisando se este possui um conflito de interesses com a companhia.<sup>168</sup> O conflito será desde já juridicamente aferível, diante da impossibilidade evidente de conciliar os interesses em jogo.<sup>169</sup>

Parte da doutrina entende que seria competência do presidente da assembleia geral deliberar sobre o impedimento de voto do acionista em conflito de interesses com a companhia.<sup>170</sup> Renato Ventura Ribeiro entende que tal orientação não é recomendável, uma vez que não haveria imparcialidade por parte do presidente. Para ele, o melhor caminho seria

---

167 RIBEIRO, op. cit., p. 376.

168 NASCIMENTO, op. cit., p. 66.

169 COELHO; FRAZÃO, op. cit., p. 524.

170 FIORENTINO, Adriano. **Gli organi delle società di capitali**, Napoli: Jovene, 1950; MINERVINI, Gustavo. **Coeredità di quota di accomandante e revoca del rappresentante comune**, 1951, p. 314-335; BEVILACQUA, Giorgio. **Conflitto d'interessi ed esclusione dal voto in assemblea**. Rivista delle Società. 1, 1956, p. 98-101; CANDIAN, Aurelio. **Azione del socio che há votato per errore**. Natura giuridica del voto. In: Saggi di diritto. Milano: Giuffrè, 1949, p. 81-92.

a decisão ser tomada pela assembleia geral sem o voto do acionista em conflito de interesses com a companhia.

Ainda, defende que o quórum mínimo para a instalação da assembleia geral deverá ser o capital votante para a deliberação e não o capital total, uma vez que se assim não for, o acionista em conflito de interesses mesmo não podendo votar, poderá influenciar na deliberação, impedindo-a inviabilizando o quórum para a instalação da referida assembleia.<sup>171</sup>

Já no critério substancial, o acionista em aparente conflito de interesses com a companhia poderá exercer o seu direito de voto, verificando-se *ex post factum* se o voto foi contrário e inconciliável com o interesse da companhia. Nesta hipótese, caso a *posteriori* seja verificado que o voto exercido está em conflito com o interesse da companhia (i) o voto em conflito de interesses será considerado nulo; (ii) a deliberação na qual o voto foi necessário para a sua aprovação será anulada; (iii) o acionista em conflito responderá pelos prejuízos causados à companhia; e (iv) o acionista deverá transferir à companhia as vantagens que tiver auferido, nos termos do artigo 115, §4º, da Lei 6.404/1976.<sup>172</sup>

A doutrina, de forma majoritária, entende pela aplicação do conflito substancial ou material de interesses, tendo como seus maiores defensores Erasmo Valladão França e Nelson Eizirik.<sup>173</sup> Contudo, a tese do conflito formal tem entre seus apoiadores juristas de renome,

---

171 RIBEIRO, op. cit, p. 85.

172 NASCIMENTO, op. cit., p. 70.

173 Sob a égide do Decreto 2.627/1940: (i) PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. **Tratado de Direito Privado**, t. 50. 2 ed. Rio de Janeiro: Editor Borsoi, 1965, p. 401-404; (ii) VALVERDE, Trajano de Miranda. **Sociedades por ações: comentários ao Decreto-Lei n. 2.627**, de 26 de setembro de 1940, v. 2. 3. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1959, p. 326. Em relação à atual Lei das Sociedades Anônimas (Lei 6.404/1976) defendem o conflito material: (i) FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. **Conflito de Interesses nas Assembléias de S.A.**, ed. única São Paulo: Malheiros, 1993; (ii) CUNHA, Rodrigo Ferraz Pimenta. **Estrutura de Interesses nas Sociedades Anônimas**. São Paulo, Quartier Latin, 2007, p. 282; (iii) BATALHA, Wilson de Souza Campos. **Comentários à Lei das Sociedades Anônimas**, v. 2. Rio de Janeiro: Forense, 1977, p. 707-708; (iv) SPINELLI, Luis Felipe. **Administração das sociedades anônimas: lealdade e conflito de interesses**. São Paulo: Almedina, 2020. p. 191- 199 (v) CAMPOS, Luiz Antonio de Sampaio. **Seção V – Deveres e Responsabilidades**. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (Coord.). **Direito das Companhias**, v. 1. Rio de Janeiro: Forense, 2009. p. 1.084-1.262; (vi) EIZIRIK, Nelson. **Contratação em condições de favorecimento. Conflito de interesse. Impedimento de administradores**. In: **Temas de Direito Societário**. Rio de Janeiro: Renovar, 2005. p. 89-104; (vii) LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. **A Lei das S.A.** vol.2. 2ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1996; (viii) LEÃES, Luis Gastão Paes de Barros. **Pareceres**. vol.1. São Paulo: Singular. 2004; (ix) LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. **Conflito de interesses. Deliberação tomada pelos administradores sobre fiança prestada pelos acionistas controladores, em benefício da companhia**. In: **Estudos e pareceres sobre Sociedades Anônimas**. São Paulo:

apesar de representar corrente minoritária. Dentre eles destacam-se Modesto Carvalhosa, Arnaldo Wald, Renato Ventura Ribeiro e Fábio Ulhôa Coelho.<sup>174</sup>

Ainda, cumpre asseverar que o tema não ficou restrito somente às teses formais e substanciais de conflito de interesses, tendo sido objeto de diversas propostas nos mais variados sentidos. Dentre elas, ressalta-se a corrente intermediária defendida por Fábio Konder Comparato, na qual as teorias do conflito formal e substancial coexistem.

Diante do exposto, passaremos a delimitar os principais argumentos de ambas as teses, bem como tecer uma revisão crítica. Começaremos pela corrente doutrinária minoritária.

#### **II.4.1. Conflito formal ou análise *ex ante factum* de interesses**

O principal argumento dos defensores da tese do conflito formal é a literalidade do artigo 115, §1º, da Lei 6.404/1976, uma vez que a lei é expressa ao vedar o voto do acionista nas deliberações nas quais tenha interesse conflitante com o da companhia.

O *caput* do artigo 115 dispõe expressamente que “o acionista deve votar no interesse da companhia”, de modo que caso assim não proceda, seu voto poderá ser considerado abusivo. Modesto Carvalhosa entende que o legislador, ao editar a Lei 6.404/1976 explicitou

---

Revista dos Tribunais, 1989. p. 28-32; (x) VON ADAMEK, Marcelo Vieira. **Responsabilidade civil dos administradores de S/A e as ações correlatas**. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 163-166 (xi) 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**. In: Revista de Direito Mercantil, industrial, econômico e financeiro n° 51. Vol. 22. São Paulo: Malheiros Editores, p. 29-32; (xii) ARAGÃO, Paulo Cezar. **Apontamentos sobre Desvios no Exercício do Direito de Voto: Abuso de Direito, Benefício Particular e Conflito de Interesses**. In: CASTRO, Rodrigo Monteiro de; WARDE JUNIOR, Walfrido Jorge; e GUERREIRO, Carolina Dias Tavares (orgs). **Direito Empresarial e Outros Estudos de Direito em Homenagem ao Professor José Alexandre Tavares Guerreiro**. São Paulo: Quartier Latin, 2013;

174 WALD, Arnaldo. **A Evolução do regime legal do Conselho de Administração, os Acordos de Acionistas e os Impedimentos de Votos dos Conselheiros decorrentes de Conflitos de Interesses**. Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem no 11 p. 13-30; PENTEADO, Mauro Rodrigues. **Aumento de Capitais nas Sociedades por Ações**. Tese apresentada ao Departamento de Direito Comercial da Universidade de São Paulo para obtenção do título de Doutor em Direito, 1896, p. 264; RIBEIRO, Renato Ventura. **Direito de Voto nas Sociedades Anônimas**. São Paulo: Quartier Latin, 2009; COELHO, Fábio Ulhoa; FRAZÃO, Ana et al. **Lei das sociedades anônimas comentada**. Rio de Janeiro: Forense, 2021, p. 525; INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Código das melhores práticas de governança corporativa**. 5.ed. / Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. - São Paulo, SP: IBGC, 2015.

a proibição do voto formalmente conflitante do acionista.<sup>175</sup> Para o doutrinador, é impossível encarar a questão de modo casuístico.

O Diretor da CVM Marcos Barbosa também ressalta que se o conflito de interesses somente pudesse ser apurado após a análise da deliberação, o §1º do artigo 115 não faria sentido, uma vez que nada acrescentaria ao *caput* do artigo.<sup>176</sup>

Nesse mesmo sentido entende a Diretora da CVM Helena Santana, que aduz que para adotar a visão vinculada ao conflito substancial, seria necessário admitir que o §1º após enunciar sucessivamente três hipóteses de proibição de voto (aprovação das contas do acionista como administrador, laudo de avaliação dos bens que concorrer com o acionista para a formação do capital e benefícios particulares) teria introduzido norma de natureza complementarmente diversa, que impõe sanção posterior ao voto, se exercido em contradição de interesse da companhia.<sup>177</sup>

Modesto Carvalhosa aduz que se o voto com o fim de causar dano à companhia já é vedado pela lei em decorrência de seu caráter abusivo, não haveria necessidade de prever no §1º do dispositivo um suposto conflito de interesses que, da mesma forma, somente seria configurado quando fosse identificado prejuízo ao interesse social da companhia.<sup>178</sup>

Ademais, no âmbito econômico, os defensores do conflito formal sustentam que como os contratos envolvendo as companhias modernas se materializam em situações de assimetria informacional, é necessário criar mecanismos para alinhar interesses e mitigar tais assimetrias, uma vez que existe o risco de o controlador, nos casos de aplicação *ex post* do §1º do artigo 115 da Lei 6.404/1976, agir de forma contrária aos interesses dos minoritários.

Em tais cenários, caso não sejam criados mecanismos de alinhamento de interesses, no extremo, os minoritários deixarão de contratar com a companhia ou, ao menos, levarão ao

---

175 CARVALHOSA, 1997, op. cit. p. 409.

176 BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Diretor Marcos Barbosa Pinto. Processo Administrativo nº RJ2009/13179. Rio de Janeiro, 09 de setembro de 2010. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/deciso/es/anexos/0007/7190-4.pdf>. Acesso em: 16 de set. 2022.

177 BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Diretora Maria Helena Santana. Processo Administrativo nº RJ2009/13179. Rio de Janeiro, 09 de setembro de 2010. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/deciso/es/anexos/0007/7190-4.pdf>. Acesso em: 16 de set. 2022.

178 CARVALHOSA. Modesto de Souza Barros. Revista Capital Aberto. ed. 89, 2010, p. 30.

preço dos títulos esse risco de expropriação, pagando preços inferiores aos que pagariam se estivessem com os seus interesses alinhados.<sup>179</sup>

No âmbito da economia globalizada, não há fronteiras impedindo o investidor de aportar o seu capital onde considerar mais vantajoso. Se o nível de segurança jurídica encontrado em um ambiente de negócios não o satisfaz, ele facilmente investirá o seu capital em outros países. A proteção dos investidores, portanto, constitui verdadeiro mandato regulatório do mercado de capitais.<sup>180</sup>

Nesse sentido, Norma Jonssen Parente sustenta que “Permitir o voto conflitante seria consentir com a possibilidade de dano à companhia, subvertendo assim a preferência que o legislador confere ao interesse social sobre o interesse particular dos acionistas”.<sup>181</sup>

Os defensores do conflito formal, tal como o Diretor da CVM Marcos Pinto, também afirmam que tais riscos de dano são majorados em países como o Brasil, uma vez que as ações propostas para responsabilizar os acionistas controladores por seus votos em conflitos de interesse são extremamente lentas. Além disso, ressaltam que o judiciário brasileiro, em sua maioria, não se encontra preparado para julgar causas de direito societário, de modo que no Brasil a proibição *ex ante* do exercício do direito de voto torna-se fundamental.<sup>182</sup>

---

179 A esse respeito, confira-se trecho do voto do Diretor da CVM Alexandro Broedel Lopes: “[...]. Ou seja, independentemente do comportamento do controlador ex post, existe o risco ex ante de que ele não se comporte segundo os interesses dos minoritários. Sendo assim, cabe perguntar: qual o efeito desse risco no comportamento do minoritário se nenhuma medida for tomada para alinhar interesses? No extremo, o minoritário deixará de contratar com a companhia. Ou seja, o mercado, pelos títulos da companhia, não será interessante ao minoritário, que se absterá de negociar, uma vez que sua riqueza poderá ser transferida para outra empresa do controlador. Em casos mais prováveis, do ponto de vista prático, nos quais algum nível de quebra de assimetria ocorra (devido à reputação do controlador ou seu histórico de comportamentos passados, por exemplo), os minoritários levarão ao preço dos títulos esse risco de expropriação. Ou seja, eles estarão dispostos a pagar um preço inferior ao que pagariam caso os interesses estivessem alinhados. 47. Como alinhar esses interesses? Como resolver o problema do conflito? Parece-me que o legislador foi sábio ao afirmar que controladores que possuem interesses conflitantes não devem votar nas assembleias. Qual o efeito prático dessa medida? O controlador é obrigado (uma vez que não terá poder integral de aprovar a transação) a elaborar uma proposta que atenda minimamente os interesses dos minoritários.” (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Diretor Alexandro Broedel Lope. Processo Administrativo nº RJ 2009- 13179. Rio de Janeiro, 09 de setembro de 2010. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/deciso/es/anexos/0007/7190-4.pdf>. Acesso em: 16 de set. 2022).

180 COELHO, op. cit., p. 37.

181 PARENTE, Norma Jonssen. **O acionista em conflito de interesses**. In: Direito empresarial: aspectos atuais de direito empresarial brasileiro e comparado, PERIN JR., Écio, KALANKSY, Daniel & PEYSER, Luis (Coords). São Paulo: Método, 2005, p. 333.

182 BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Diretor Marcos Barbosa Pinto. Processo Administrativo nº

Cumpra aqui contrapor que desde a prolação do voto do Diretor Marcos Pinto a arbitragem teve grande ascensão no Brasil, uma vez que a maioria das sociedades anônimas abertas listam suas ações nos segmentos diferenciados de listagem (Nível 2 e no Novo Mercado), que exigem que as controvérsias entre a companhia, os acionistas, administradores e membros do conselho fiscal sejam resolvidas pela via arbitral, que apresenta procedimentos mais céleres e árbitros com *expertise* em matéria societária.

Ainda, os defensores do conflito formal afirmam que a vedação *ex ante* do exercício do direito de voto objetiva proteger o princípio minoritário. Para eles, por mais que em situações de normalidade o acionista controlador seja aquele que possui melhor condição para decidir o melhor caminho para a companhia, nos casos de conflito, tal regra se subverte. A esse respeito, o Diretor da CVM Marcos Pinto bem aduz que:<sup>183</sup>

Um acionista que pretende celebrar um contrato com a companhia tem incentivos para fazê-lo ainda que o contrato não seja necessário; um acionista que negocia um ativo com a companhia tem incentivos para cobrar dela o máximo possível, ainda que valores mais baixos pudessem ser obtidos no mercado. Na prática, o controlador sempre terá incentivos econômicos para favorecer a si próprio em detrimento da sociedade.

Obviamente, a vontade da maioria deve prevalecer nas situações em que o seu poder é exercido de forma legítima. Contudo, nas situações em que há situação de conflito, a legitimidade da companhia para deliberar em prol do interesse social somente poderá ser atingida caso o acionista interessado esteja impedido de votar.<sup>184</sup>

Com relação aos custos de transação, os formalistas admitem que os encargos para obter a aprovação dos minoritários podem ser elevados, uma vez que envolvem as despesas com a realização da assembleia e com a informação e convencimento dos minoritários para dela participarem. Contudo, defendem que os custos são plenamente justificáveis em decorrência do risco de o controlador exercer o seu direito de voto em detrimento da

---

RJ2009/13179. Rio de Janeiro, 09 de setembro de 2010. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0007/7190-4.pdf>. Acesso em: 16 de set. 2022.

183 Ibidem.

184 BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Diretora Maria Helena Santana. Processo Administrativo nº RJ2009/13179. Rio de Janeiro, 09 de setembro de 2010. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0007/7190-4.pdf>. Acesso em: 16 de set. 2022.

companhia.<sup>185</sup>

Portanto, percebe-se que a corrente formalista, apesar de minoritária em sede doutrinária, possui argumentos significativos em âmbito econômico e de hermenêutica jurídica para o impedimento de voto *ex ante*.

#### **II.4.2. Conflito substancial de interesses ou análise *ex post factum*:**

Diversos são os argumentos utilizados para defesa do conflito material de interesses. Dentre os principais, seus apoiadores sustentam que (i) a interpretação sistemática do ordenamento jurídico demonstra ser possível a deliberação quando há conflitos de interesses, uma vez que a lei societária somente veda ao controlador contratar com a companhia em condições não equitativas, nos termos do artigo 117, §1º, “f”, da Lei 6.404/1976, podendo ser celebrados negócios em condições equitativas; (ii) a boa-fé do acionista deve ser presumida, uma vez que ele deve exercer o direito de voto conforme o interesse social da companhia; e (iii) ausência de prejuízos pela aplicação da teoria substancial, ao revés da teoria formal, que enseja prejuízos irremediáveis ao impedir o voto do acionista e subverter o princípio majoritário.

Passaremos, a diante, a analisar detidamente as linhas argumentativas apresentadas.

##### **II.4.2.1. Conflito de interesses e a interpretação sistemática da legislação societária**

Segundo os defensores do conflito material, apesar de o artigo 115, §1º, da Lei 6.404/1976 listar quatro hipóteses de vedação do exercício de voto sem fazer distinção entre elas, é possível assegurar, pela interpretação sistemática do ordenamento jurídico, que a intenção do legislador ao editar o dispositivo foi a de fazer um controle do conflito de interesses *ex post*.

Como bem aduz Tércio Sampaio Ferraz Júnior “qualquer preceito isolado deve ser

---

185 BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Diretor Marcos Barbosa Pinto. Processo Administrativo nº RJ2009/13179. Rio de Janeiro, 09 de setembro de 2010. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisooes/anexos/0007/7190-4.pdf>. Acesso em: 16 de set. 2022.

interpretado em harmonia com os princípios gerais do sistema para que se preserve a coerência como um todo”.<sup>186</sup> Assim, não se deve isolar um preceito de seu contexto ou ler somente um parágrafo, sem os demais artigos.<sup>187</sup>

Por tais razões, por meio da interpretação sistemática do ordenamento jurídico, os defensores da tese do conflito material, tal como os Diretores da CVM Gustavo Machado Gonzalez, Alexandre Costa Rangel e Luiz Antônio Campos, afirmam que o próprio artigo 115 diferencia o conflito de interesses das demais hipóteses do §1º quando prevê no §4º do mesmo artigo que “a deliberação tomada em decorrência do voto de acionista que tem interesse conflitante com o da companhia é anulável”.

Isso porque, o referido parágrafo dispõe ser anulável - e não nula - a deliberação em razão do voto do acionista em conflito de interesses, respondendo o acionista pelos prejuízos causados, sendo ainda obrigado a transferir para a companhia as vantagens que tiver obtido.<sup>188</sup>

Portanto, caso o acionista estivesse proibido de votar em situações de conflito de interesse *ex ante* a norma teria estabelecido a nulidade da deliberação.<sup>189</sup>

O Diretor Luiz Antonio Campos bem aduz sobre a questão que não imagina que “tenha sido obra do acaso e que não tenha propósito a inserção do tema da anulabilidade específica e tão-somente para a hipótese de conflito de interesses, deixando de fora e sem

---

186 SAMPAIO FERRAZ JR., Tercio. **Introdução ao Estudo do Direito**. 2ª ed., São Paulo: Atlas, 1994, p. 289

187 “O Anteprojeto não foi elaborado como um exercício de técnica jurídica, mas com o fim prático de mudar determinados padrões de comportamento e estruturas sociais. Por isso, na apreciação de seu sistema, assim como de cada um de seus dispositivos e soluções, um dos principais critérios há de ser a sua funcionalidade, no quadro da realidade brasileira atual, como instrumento para atingir o seu objetivo maior – de criar um mercado primário de ações”(BULHÕES PEDREIRA, José Luiz; LAMY FILHO, Alfredo. **A Lei das S.A.** 1ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1992. v. III, p. 456).

188 A respeito da devolução das vantagens auferidas pelo acionista, cumpre transcrever o voto da Diretor da CVM Marcos Pinto: “Além disso, a lei não diz apenas que o acionista deve reparar o dano; ela diz mais: o acionista deve não só reparar o dano como "transferir para a companhia as vantagens que tiver auferido", o que não é sempre a mesma coisa. Caso o acionista vote pela aprovação de um contrato ele próprio e a companhia, por exemplo, ele deve não só devolver eventual diferença entre a compensação recebida e a compensação justa, como também transferir à companhia os lucros que teria obtido mesmo se o contrato tivesse sido celebrado em condições comutativas” (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Diretor Marcos Barbosa Pinto. Processo Administrativo nº RJ2009/13179. Rio de Janeiro, 09 de setembro de 2010. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0007/7190-4.pdf>. Acesso em: 16 de set. 2022).

189 CANTIDIANO, Luiz Leonardo. **Reforma da Lei das S.A.** Comentada. Rio de Janeiro: Renovar, 2002, p. 124.

qualquer referência às demais três hipóteses do parágrafo 1º, do art. 115”.

Ademais, os defensores da tese do conflito substancial também aduzem que outro comando legal que corrobora o argumento de que não há impedimento prévio ao exercício do direito de voto em situações de conflito de interesse é o estabelecido no artigo 117, §1º, alínea “f” e artigo 256 da Lei 6.404.1976.

Pelo regime vigente na Lei 6.404/1976, é permitida a celebração de negócios jurídicos entre a companhia e o acionista controlador, sem que isso importe em conflitos de interesses, desde que o negócio seja feito sem condições de favorecimento e em bases equitativas.

O artigo 117, §1º, alínea “f”, da Lei 6.404/1976 dispõe que o “acionista controlador responde pelos danos causados por atos praticados com abuso de poder”, estabelecendo como modalidade abusiva do poder de controle “contratar com a companhia, diretamente ou através de outrem, ou de sociedade na qual tenha interesse, em condições de favorecimento ou não equitativas”.

Ademais, o artigo 246 da Lei 6.404/1976 estabelece que a “sociedade controladora será obrigada a reparar os danos que causar à companhia”. Assim, os defensores da tese do conflito substancial, entendem que as regras de ambos os dispositivos legais (artigos 117 c/c 246 da Lei 6.404/1976) não fariam sentido lógico caso o acionista estivesse impedido de exercer o seu direito de voto, uma vez que não haveria como o acionista que não votou em decorrência da vedação de voto *ex ante* incorrer em abuso de poder de controle por ter contratado em condições de favorecimento ou não equitativas.<sup>190</sup>

---

190 O Diretor da CVM Alexandre Costa Rangel bem dispõe que “Veja-se o exemplo em que o acionista tenha se absterido de votar na assembleia geral, dando cumprimento à tese do conflito formal. Nesse caso, de que forma poderia esse acionista – que se declarou impedido, alijou-se da votação e não participou de forma alguma do processo de formação de vontade da companhia – incorrer na hipótese de abuso de poder de controle por ter contratado em condições de favorecimento ou não equitativas? Como poderia o acionista abusar do poder de controle se o controle sob sua titularidade não foi exercido pelo direito de voto? Teria sido a intenção do legislador impor ao acionista, além da obrigação de não votar e de não interferir na deliberação pelo lado da companhia, o ônus adicional de, atuando apenas como representante de seus próprios interesses, se certificar de que a companhia (sua contraparte) esteja contratando com ele em bases equitativas? Não parece fazer sentido.” (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Diretor Alexandre Costa Rangel. Processo Administrativo nº RJ 19957.003175/2020- 50. Disponível em: [https://www.gov.br/cvm/pt-](https://www.gov.br/cvm/pt-60)

#### **II.4.2.2. Usualidade dos conflitos de interesse no mercado – necessidade de análise das particularidades do caso concreto a fim de não obstruir a atividade empresarial**

O principal argumento dos defensores da tese do conflito material é que o interesse conflitante deverá ser verificado no caso concreto, com o exame do conteúdo da deliberação na qual o acionista fez prevalecer o seu interesse em detrimento do interesse da sociedade, sem obstruir a atividade empresarial.<sup>191</sup>

Nada mais natural que no âmbito de uma sociedade anônima existam interesses próprios, diferentes e conflitantes, em maior ou menor grau, com razoável frequência. Assim, diante da constatação de que os conflitos de interesses entre os acionistas e a companhia são constantes, os defensores da tese do conflito substancial entendem não fazer sentido o impedimento prévio do exercício de voto, sem uma análise da substância dos interesses envolvidos e o teor do voto proferido. Isso porque, até mesmo a tese do conflito formal depende em certa medida de uma avaliação de mérito dos interesses em jogo para que não sejam proibidos votos perfeitamente regulares e válidos.

Como bem assevera Luís Felipe Spinelli, o conflito de interesse pode surgir em diversos contextos e manifestando-se das mais variadas formas, de modo que nunca poderá ser totalmente prevenido – sendo que, não raras vezes, poderá configurar até mais de um ilícito.<sup>192</sup> Portanto, torna-se essencial a análise *a posteriori* da existência de conflitos, de forma a apreciar todas as particularidades do caso concreto.

Por tais razões, o Diretor da CVM Alexandre Costa Rangel afirma que “proibir o exercício do direito de voto sem analisar a essência dos interesses envolvidos e da extensão do conflito existente conduziria à inusitada situação de que nenhum voto poderia ser proferido”.

A análise casuística torna-se ainda mais relevante para as estruturas grupais. Como

---

br/assuntos/noticias/anexos/2022/20220816\_PAS\_CVM\_19957\_003175\_2020\_50\_voto\_diretor\_alexandre\_rangel.pdf. Acesso em: 16 set. 2022).

191 REGO, Marcelo Lamy. **Direito das Companhias**. 1ª ed. Rio de Janeiro: Forense. v. I, p. 422 a 424; e VALVERDE, Trajano de Miranda. *Sociedades por Ações*, V. II. Ed. Revista Forense, 1953. p. 314- 315

192 SPINELLI, Luis Felipe. **Administração das sociedades anônimas: lealdade e conflito de interesses**. São Paulo: Almedina, 2020. p. 191- 199

bem destaca Viviane Muller, a rígida interpretação do artigo 115, especialmente conforme a tese do conflito formal pode inviabilizar o andamento das estruturas dos grupos de sociedades, uma vez que a política grupal se concretiza mediante a realização de operações e contratos relacionados a sociedades do mesmo grupo. Assim, para o desenvolvimento da atividade empresarial dos grupos de sociedades é extremamente necessária a interpretação conforme a teoria substancial do artigo 115, §1º, da Lei 6.404/1976.<sup>193</sup>

Calixto Salomão destaca que a relação societária que se estabelece nos grupos de sociedades implica, necessariamente, em uma unidade não só de direção, como também de intercomunicação patrimonial. Portanto, o reconhecimento legal do grupo, ainda que não personalizado, demanda mecanismos para a adequada compensação dos interesses particulares, que tal intercomunicação patrimonial implica.<sup>194</sup>

Ademais, o Diretor da CVM Gustavo Gonzalez entende que em uma análise puramente econômica, o sistema baseado na teoria do conflito formal não pode ser considerado eficiente. O Diretor destaca que os negócios entre partes relacionadas, que, por vezes, seriam vedados por uma interpretação literal do artigo, §1º, da Lei 6.404/1976, tendem a ter custos de transação menores do que os negócios realizados com terceiros, especialmente quando se trata de negócios complexos, sem substitutos evidentes no mercado.<sup>195</sup>

No mesmo sentido dispõe Ana Frazão, que entende que mesmo o *self-dealing* (contratos entre os administradores e a companhia) pode ser benéfico ao interesse social.<sup>196</sup> Ana Perestrelo de Oliveira, bem aduz que os conflitos de interesse não inevitáveis para o desenvolvimento do mercado de capitais e para as relações sociais e econômicas, de modo que uma postura muito rígida poderá vir a prejudicar um efetivo governo societário.<sup>197</sup>

---

193 PRADO, Viviane Muller. **Conflito de Interesses nos Grupos Societários**. São Paulo: Quartier Latin, 2006. P. 255 e 256

194 COMPARATO, op. cit.

195 BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Diretor Gustavo Machado Gonzalez. Processo Administrativo nº RJ I 19957.005749/2017-29. Disponível em: [https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoaes/anexos/2017/20170926/0728\\_\\_DGG.pdf](https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoaes/anexos/2017/20170926/0728__DGG.pdf). Acesso em: 16 set. 2022.

196 FRAZÃO; COELHO, op. cit, p. 533.

197 OLIVEIRA, Ana Perestrelo de. **Manual de Governo das Sociedades**. Coimbra: Almedina, 2018, p. 13.

### II.4.2.3. Afastamento da presunção de boa-fé do acionista e do direito essencial do acionista ao voto

Os defensores do conflito substancial entendem que a vedação *ex ante* do exercício do voto implica em um afastamento da presunção de boa-fé do acionista. Para o Diretor da CVM Luiz Antônio Campos não há sentido em se expropriar o direito fundamental do acionista ao voto com base na presunção de que ele poderia prejudicar a companhia com o seu exercício, em razão de aparente conflito de interesse. A bem da verdade, a interpretação da lei deveria partir do pressuposto de que aos acionistas cumprem o dispositivo legal, em observância ao postulado geral da boa-fé objetiva, nos termos do artigo 422 do Código Civil.<sup>198</sup>

Wladimir Castelo Branco Castro também entende que “o primeiro juízo a respeito do conflito de interesses 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*”.<sup>199</sup>

Ressalta-se que com o advento da Lei de Liberdade Econômica (Lei 13.874/2019), o critério substancial ganhou força como método interpretativo do §1º do artigo 115 da Lei 6.404/1976,<sup>200</sup> uma vez que o artigo 1º, §2º da Lei de Liberdade Econômica dispõe que as

---

198 Confira-se o inteiro teor de seu voto: “A presunção *a priori* 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 o direito de voto do acionista no pressuposto de que ele poderia vir a prejudicar a companhia mediante o seu exercício, em virtude de um aparente conflito de interesse. Haveria a presunção de que o acionista perpetraria uma ilegalidade acaso fosse lícito que proferisse o seu voto, numa espécie de consagração da fraqueza humana. Prefiro, em situações genéricas, entender que as pessoas cumprem a lei, que não se deixam trair por seus sentimentos egoísticos, porque, como disse, a boa-fé é a regra igualmente o cumprimento da lei e a inocência. Ora, se isto não fosse verdade, talvez fosse melhor não haver sociedade, pois a confiança é algo fundamental nas relações societárias, até mesmo nas companhias abertas, pois ninguém, em sã consciência, gostaria de ser sócio de alguém em que não confia, principalmente se este alguém for o acionista controlador. Parece-me, assim, evidente a distorção, pois a presunção de hoje e sempre é que as pessoas cumprem a lei. (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Diretor Luiz Antônio Campos. Processo Administrativo nº TA/RJ2001/4977. Rio de Janeiro, 19 de dezembro de 2001. Disponível em: [https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2001/20011219\\_PAS\\_RJ20014977.pdf](https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2001/20011219_PAS_RJ20014977.pdf). Acesso em: 16 set. 2022).

199 BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Diretor Wladimir Castelo Branco Castro. Processo Administrativo nº TA/RJ 2002/1153. Rio de Janeiro, 06 de novembro de 2002. Disponível em: [https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2002/20021106\\_PAS\\_RJ20021153.pdf](https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2002/20021106_PAS_RJ20021153.pdf). Acesso em: 16 set. 2022.

200 200 NASCIMENTO, op. cit., p. 88.

normas públicas sobre atividades econômicas privadas devem ser interpretadas em favor da boa-fé e da liberdade econômica”.<sup>201</sup>

Carlos Maximiliano bem aduz que as “restrições ao uso ou posse de qualquer direito, faculdade ou prerrogativa não se presumem [...] Cumpre opinar pela inexistência da exceção referida, quando esta não impõe à evidência ou dúvida razoável paira sobre a sua aplicabilidade a determinada hipótese”.<sup>202</sup>

O Diretor da CVM Luiz Antônio Sampaio Campos ainda destaca que “a verificação a posteriori, ao invés de trazer desarmonia e insegurança à atividade empresarial, assegura que as sociedades não fiquem à mercê de minorias muitas vezes não representativas e que prossigam deliberando fiéis ao princípio majoritário”.<sup>203</sup>

A esse respeito, Erasmo Valladão destaca que o direito do acionista de exercício do voto só é suspenso e restrito no ordenamento jurídico brasileiro em situações excepcionalíssimas, de modo que é uma ficção imaginar que nos casos de impedimento de voto do controlador, a reduzida minoria que comparece às assembleias e que representa parcela mínima do capital seja capaz de tomar de forma isenta a deliberação que mais atenda ao interesse da companhia.<sup>204</sup>

Ana Frazão bem destaca que ao se impedir o voto do controlador em determinadas matérias, subverte-se o princípio majoritário, sem que haja solução que não seja judicial para resolver impasses quando os controladores e os acionistas divergem quanto à própria existência de conflito, afastando, a depender, o controlador de um alto número de

---

201 “Art. 1º. Fica instituída a Declaração de Direitos de Liberdade Econômica, que estabelece normas de proteção à livre iniciativa e ao livre exercício de atividade econômica e disposições sobre a atuação do Estado como agente normativo e regulador, nos termos do inciso IV do caput do art. 1º, do parágrafo único do art. 170 e do caput do art. 174 da Constituição Federal. [...] § 2º Interpretam-se em favor da liberdade econômica, da boa-fé e do respeito aos contratos, aos investimentos e à propriedade todas as normas de ordenação pública sobre atividades econômicas privadas.”

202 MAXIMILIANO, Carlos. **Hermenêutica e Aplicação do Direito**. Rio de Janeiro: Forense, 1984, p. 237.

203 BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Diretor Luiz Antônio Sampaio Campos. Processo Administrativo nº TA/RJ 2002/1153. Rio de Janeiro, 06 de novembro de 2002. In: FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. Conflito de Interesses: Formal ou Substancial? Nova decisão da CVM sobre a questão. RDM, 128, p. 243).

204 FRANÇA, Erasmo Valladão. **Jurisprudência Comentada. Acionista controlador – impedimento ao direito de voto**. Comentários de Erasmo Valladão ao Inquérito Administrativo CVM TA/RJ2001/4977, p. 142.

deliberações.<sup>205</sup>

O Superior Tribunal de Justiça (STJ) nos autos do REsp 131.300 deixou claro no acórdão a opção pela teoria substancial de conflito de interesses, por entender que a própria gestão das sociedades poderia ser comprometida pelo impedimento da participação do acionista majoritário nas situações de suposto conflito. No seu voto, o Ministro Aldir Passarinho Júnior consignou que “ficaria muito difícil gerir uma sociedade, porque a todo momento se poderia interpretar que tal ou qual atitude deste acionista estaria ou não colidindo com o interesse daquela, quando é ele, por ter a maioria do capital, quem toma as decisões”.<sup>206</sup>

Paulo César Gonçalves Simões bem aduz que “Com efeito, não há como afastar o voto do acionista controlador no conclave pretendido – sob pena de se atribuir aos minoritários o inédito poder de, indiretamente, vetar qualquer deliberação a partir da alegação de existência de conflito do controlador e de se considerar o próprio conflito de interesses do minoritário e da assembleia especial”.<sup>207</sup>

Do ponto de vista prático, ainda há a possibilidade de falta de quórum para aprovação das deliberações, diante de eventual impedimento do voto do controlador e a ausência dos minoritários, em decorrência do absenteísmo frequente nas sociedades anônimas.<sup>208</sup>

Ainda, João Pedro Barroso Nascimento ressalta que a proibição do exercício de voto *a priori* enseja riscos irremediáveis à companhia, uma vez que a prática empresarial tem demonstrado que em alguns casos os acionistas, em conluio, subtraem os votos do acionista em suposta situação de conflito de interesses, impedindo que este imponha sua vontade em sede assemblear quando sua vontade é antagônica à dos acionistas em conluio. Em tais hipóteses, inexistente conflito de interesses. A bem da verdade, existe conflito entre os

---

205 COELHO; FRAZÃO, op. cit., p. 530.

206 BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial 131.300, Relator: Ministro César Rocha, Quarta Turma. J. 29.08.2000. DJe 20.11.2000.

207 SIMÕES, Paulo César Gonçalves. **Governança corporativa e o exercício do direito do voto nas S.A.** Rio de Janeiro: Lúmen Júris, 2003, p. 92.

208 RIBEIRO, op. cit., p. 378.

acionistas.<sup>209</sup>

A contrário senso, como aduz Luiz Antônio Sampaio Campos, nos casos de aplicação da teoria substancial, se o voto proferido pelo acionista contrariar o interesse social, o máximo que poderá ocorrer será a desconsideração de tal voto.<sup>210</sup>

#### II.4.3. Posição intermediária ao conflito formal e substancial de interesses

Fábio Konder Comparato defende ainda uma teoria intermediária na qual as teorias do conflito formal e substancial de interesses coexistem. Para o autor, existem nas hipóteses de ocorrência de conflitos de interesse, duas situações diversas: (i) a situação na qual o conflito transparece *a priori*, de modo que o impedimento de exercício do direito de voto deverá vigorar de forma sumária; e (ii) a situação na qual o conflito não é tão evidente, de modo que será possível considerar uma proibição ao exercício do voto, desde que tal proibição seja justificada ao ser invocada por outros acionistas.<sup>211</sup>

Para Comparato, nas situações nas quais o conflito transparece *a priori* e que há “forte perigo de comportamento incorreto”, não há motivo para se aguardar a manifestação de voto para que sejam defendidos os interesses da sociedade.

Paulo Cezar Aragão afirma que a posição intermediária de Comparato “confunde de forma equivocada o binômio formal-substancial com binômio evidente-implícito”.<sup>212</sup>

O Diretor da CVM Gustavo Machado Gonzalez também critica a posição

---

209 NASCIMENTO, 2022, op. cit., p. 66.

210 Nesse sentido, cabe transcrever a íntegra do voto do Diretor da CVM Luiz Antônio Sampaio Campos: “se o voto proferido pelos acionistas a quem seria permitido votar contrariasse o interesse social, o máximo que se obteria seria a desconsideração do voto, jamais a aprovação da deliberação, já que, nessa hipótese não haveria a possibilidade de uma decisão judicial que suprisse a manifestação – ou a não manifestação – de vontade dos acionistas. Não se atingiria jamais o conteúdo positivo de uma deliberação, mas apenas a desconstituição dos votos viciados. Ou o que talvez fosse pior, esses acionistas poderiam apenas comodamente optar por não comparecer a assembleia ou nela comparecendo se absterem de votar. Nessa hipótese, não haveria nem mesmo voto a ser anulado e permaneceria a mesma questão da impossibilidade de se dar um conteúdo positivo à deliberação”.

211 COMPARATO, 2014, op. cit.

212 ARAGÃO, Paulo Cezar. **Apontamentos sobre Desvios no Exercício do Direito de Voto: Abuso de Direito, Benefício Particular e Conflito de Interesses**. In: CASTRO, Rodrigo Monteiro de; WARDE JUNIOR, Walfrido Jorge; e GUERREIRO, Carolina Dias Tavares (orgs). *Direito Empresarial e Outros Estudos de Direito em Homenagem ao Professor José Alexandre Tavares Guerreiro*. São Paulo: Quartier Latin, 2013, p. 212.

intermediária por entender que a coexistência das teorias do conflito formal e substancial exigem uma interpretação da lei que não se sustenta em nenhum dos seus elementos (literal, histórico, sistemático e teleológico), bem como que tal interpretação não resolve as controvérsias que envolvem o §1º do artigo 115 da Lei 6.404/1976, uma vez que os acionistas continuarão discutindo se há ou não eventual impedimento ao exercício do direito de voto, de modo que a única mudança será que a controvérsia será referente a existência evidente ou não de conflito.

Ainda, ele destaca que a posição intermediária parece resultar, a bem da verdade, na aplicação da teoria formal, tal como se deu no Caso Tractebel.<sup>213</sup>

## II.5. Conflitos de Interesse x Benefícios Particulares

Com relação aos benefícios particulares, a própria CVM, no Parecer nº 34/2006 reconhece que, no caso concreto, “não há um critério objetivo unânime que distinga hipóteses ‘que puderem beneficiar [o acionista] de modo particular e hipóteses em que o ‘interesse [do acionista seja] conflitante com o da companhia’, sendo normalmente difícil distinguir os dois institutos.

Nesse sentido, Cassio Penteado Júnior também entende que há uma evidente associação entre os conceitos de “benefícios particulares” e “interesse conflitante”:<sup>214</sup>

[...] há uma evidente associação de conceitos entre o chamado “benefício particular” e o “interesse conflitante”, na medida em que a aprovação de matéria em que exista “interesse conflitante” levará necessariamente a causar um “benefício particular” ao acionista envolvido. Ao que parece, na primeira hipótese há um benefício direto, enquanto, no segundo caso, um benefício por via indireta.

Apesar da dificuldade de distinção entre os benefícios particulares e os conflitos de interesse no caso concreto, o conceito de benefício particular é simples. Toda vez que for

---

213 BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Voto do Diretor Gustavo Machado Gonzalez. Processo Administrativo nº RJ 19957.005749/2017-29. Rio de Janeiro, 14 de julho de 2017. Disponível em: [https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisooes/anexos/2017/20170926/0728\\_\\_DGG.pdf](https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisooes/anexos/2017/20170926/0728__DGG.pdf). Acesso em: 16 set. 2022.

214 PENTEADO JR., Cássio. **A disciplina da abstenção de voto na legislação das S.A.** In: VIDIGAL, Geraldo de Camargo; MARTINS, Ives Gandra da Silva. *Sociedades por ações: estudo nº 20*. São Paulo: Resenha Universitária, 1981, p. 1301.

atribuída “bonificação a determinado acionista por este ou aquele motivo”, como já dizia Miranda Valverde,<sup>215</sup> além daquelas obtidas pelos demais acionistas, estará configurado o benefício particular.<sup>216</sup>

Carvalho de Mendonça, sob a égide do Decreto nº 434/1891 já bem definia que “tudo que rompe a igualdade que, em princípio, deve reinar entre os sócios considera-se como benefício particular”.<sup>217</sup>

O benefício particular não necessita ser apenas do acionista, uma vez que poderá ser próprio ou alheio, de modo a abranger, inclusive, outras sociedades e pessoas. Renato Ventura Ribeiro bem exemplifica que o administrador interessado em uma deliberação não poderá votar nem como procurador de acionista.<sup>218</sup>

Para Erasmo Valladão, o legislador ao editar o artigo 115, §1º da Lei 6.404/1976 não tinha em mente benefícios ilícitos auferidos pelos acionistas, mas sim benefícios perfeitamente lícitos, que a lei, inclusive, permite que sejam atribuídos aos acionistas.<sup>219</sup> Renato Ventura Ribeiro também concorda que o benefício particular abrange todo e qualquer benefício, independente da intenção de fraude ou de qualquer vantagem ilícita. Inclusive, vantagens a terceiros, se os terceiros estiverem ligados ao acionista.<sup>220</sup>

Portanto, é consenso que o benefício particular consubstancia uma vantagem lícita, que poderá até ser outorgada estatutariamente, mas que impedirá o acionista de votar por se

---

215 MIRANDA. Pontes de. **Tratado de Direito Privado**. Rio de Janeiro : Editor Borsoi. 1972. P. 404.

216 BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Diretora Norma Jonssen Parente. Processo Administrativo nº TA/RJ 2002/1153. Rio de Janeiro, 06 de novembro de 2002. Disponível em: [https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2002/20021106\\_PAS\\_RJ20021153.pdf](https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2002/20021106_PAS_RJ20021153.pdf). Acesso em: 16 set. 2022.

217 CARVALHO MENDONÇA, J. **Tratado de direito comercial brasileiro**. 5. ed. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1958. v. 3, p. 312.

218 “São exemplos de benefício particular a fixação da remuneração como administrador ou membro do Conselho Fiscal, destituição de órgão, suspensão de direitos e exclusão como acionista. A vantagem a terceiros também pode caracterizar benefício particular, se os terceiros estiverem ligados ao acionista, como no caso de sociedade constituída por parentes de acionistas majoritários” (RIBEIRO, op. cit., p. 380)

219 FRANÇA, Erasmo Valladão A. e Novaes. **Conflito de interesses: formal ou substancial? Nova decisão da CVM sobre a questão**. Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro. N. 128 out/dez 2002, pp. 225-262

220 Ibidem, p. 380.

tratar de benefício não concedido equitativamente aos demais acionistas.<sup>221</sup> Isso porque o princípio da igualdade de tratamento dos acionistas, quando detentores de uma mesma classe de ações, não permite que alguns acionistas obtenham alguns benefícios, em detrimento dos demais.<sup>222</sup> Em contrapartida, o conflito de interesses é uma vantagem ilícita e abusiva, objetivada pelo acionista com o exercício do direito de voto, em detrimento dos demais acionistas e da companhia.<sup>223</sup>

Ademais, quanto ao benefício particular foi instaurada a controvérsia em sede doutrinária e jurisprudencial sobre se a vedação do exercício do direito de voto seria caso de proibição de voto, aplicando-se o controle formal ou se seria hipótese de vício de voto, aplicando-se o controle substancial.

Fábio Konder Comparato<sup>224</sup>, Erasmo Valladão França<sup>225</sup> e Marcelo Trindade<sup>226</sup> entendem que nas hipóteses de deliberações que beneficiem o acionista de forma particular, deve ser aplicado o conflito formal, tal como das duas primeiras hipóteses do §1º do artigo 115 da Lei 6.404/1976, uma vez que resta configurado caso de proibição de voto, de modo

---

221 FRANÇA, Erasmo Valladão. **O Conceito de Benefício Particular e o Parecer de Orientação 34 da CVM** In: Temas de Direito Societário, Falimentar e Teoria da Empresa. São Paulo: Malheiros, 2009, p. 577.

222 COUTO SILVA, op. cit., p. 13.

223 FRANÇA, 2009, op. cit., p. 577.

224 COMPARATO, Fábio Konder. **Controle conjunto, abuso do exercício do voto acionário e alienação indireta de controle empresarial**. Direito empresarial, estudos e pareceres. São Paulo: Saraiva, 1990, p. 91.

225 “Dúvidas existem quanto à terceira hipótese regulada no §1º do art. 115: deliberações que puderem beneficiar o acionista de modo particular [...] O próprio Valverde, redator do anteprojeto, porém, deu como fonte do dispositivo o art. 142 do Decreto 434, ressaltando, em seus comentários, que os referidos benefícios representavam, quase sempre, uma recompensa pelos trabalhos ou serviços prestados pelo acionista à companhia. Neste passo, portanto, o legislador não teve em mente os benefícios ou vantagens indevidos, de caráter extra-social, de que cuida o § 243, inciso 2, da Lei Acionária Alemã, mas benefícios perfeitamente lícitos, que a lei permite sejam atribuídos aos acionistas<sup>201</sup>. Onde se vê a influência nítida do mencionado dispositivo da lei alemã é, como se salientou, no caput do art. 115, que se refere ao voto proferido pelo acionista com a finalidade de obter, para si ou para outrem, "vantagem a que não faz jus" (aqui sim, a vantagem indevida, decorrente do voto abusivo). Ora, a vantagem indevida, capaz de acarretar prejuízos à companhia ou aos outros acionistas, conforme acentua o próprio Leães, somente pode ser verificada mediante um juízo de mérito e não um juízo puramente formal. Não é o caso, porém, da hipótese questionada, como se viu, em que, por meio de um critério formalístico, permite-se apurar o conflito no exercício do voto. Pode-se concluir, assim, que, na hipótese de deliberação que beneficie o acionista de modo particular, está-se também, tal como nas duas primeiras hipóteses previstas no § 1º do art. 115, diante de um caso de divieto de voto, sendo nulo o voto proferido em desrespeito à proibição, independentemente de qualquer indagação acerca do conteúdo da deliberação ou de eventual prejuízo, potencial ou atual, à companhia. (FRANÇA, 1993, op. cit., p. 89-91).

226 BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Diretor Marcelo Trindade. Inquérito Administrativo nº TA/RJ 2001/4977. Rio de Janeiro, 19 de dezembro de 2001. Disponível em: [https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2001/20011219\\_PAS\\_RJ20014977.pdf](https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2001/20011219_PAS_RJ20014977.pdf). Acesso em: 16 set. 2022.

que é nulo o voto proferido de forma contrária à tal proibição, independente do conteúdo da deliberação ou de eventual prejuízo à companhia.

Já Luiz Gastão Paes de Barros Leães<sup>227</sup>, João Pedro Barroso Nascimento<sup>228</sup> e Luiz Antônio Sampaio Campos<sup>229</sup> entendem que o benefício particular se configura como uma hipótese de conflito substancial, que deverá ser analisada caso a caso, permitindo-se ao acionista que exerça o voto para que posteriormente seja examinado se ele obteve benefício particular.

## **II.6. Propostas legislativas para alteração da regulação dos conflitos de interesse pela Lei das S.A e outros procedimentos possíveis de serem adotados**

Diversas alterações legislativas já foram propostas para tentar dar mais clareza ao §1º do artigo 115 da Lei 6.404/1976, contudo, nenhuma obteve êxito até o momento.

No Projeto da Lei 10.303/2001 havia previsão de inclusão do §5º no artigo 115 da Lei das S.A., que estabeleceria, *in verbis*, que: “Poderá ser convocada assembleia geral para deliberar quanto à existência de conflito de interesses, e à respectiva solução, por acionistas que representem 10% (dez por cento), no mínimo, do capital social, observado o disposto no parágrafo único, alínea ‘c’, parte final, do art. 123”.<sup>230</sup>

Para Salomão Filho tal dispositivo levaria à assembleia discussões importantes referentes a conflitos de interesse atuais ou futuros, de forma a estimular a cooperação entre os acionistas minoritários, todavia, foi suprimido por veto presidencial do Presidente Fernando Henrique Cardoso.<sup>231</sup> Nas razões de seu veto, a Presidência justifica que a alteração seria ineficaz para a proteção do acionista minoritário:

---

227 LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. In: **Conflito de Interesses. Estudos e Pareceres sobre Sociedades Anônimas**. São Paulo: RT, 1989, p. 26.

228 NASCIMENTO, op. cit., p. 77.

229 BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Diretor Luiz Antônio Sampaio Campos. Inquérito Administrativo nº TA/RJ 2001/4977. Rio de Janeiro, 19 de dezembro de 2001. Disponível em: [https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2001/20011219\\_PAS\\_RJ20014977.pdf](https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2001/20011219_PAS_RJ20014977.pdf). Acesso em: 16 set. 2022.

230 “§ 5º Poderá ser convocada assembleia-geral para deliberar quanto à existência de conflito de interesses e à respectiva solução, por acionistas que representem 10% (dez por cento), no mínimo, do capital social, observado o disposto no parágrafo único, alínea c, parte final, do art. 123.”

231 SALOMÃO FILHO, 2019, op. cit., p. 174.

A necessidade de se vetar os parágrafos acima transcritos decorre de manifesto conflito com o interesse público, em razão da constatação de que a assembleia para deliberação acerca da existência de conflito de interesses de que tratam os citados dispositivos se afigura inócua em termos de proteção ao acionista minoritário. Com efeito, não há como afastar o voto do acionista controlador no conclave pretendido – sob pena de se atribuir aos minoritários o inédito poder de, indiretamente, vetar qualquer deliberação a partir da alegação de existência de conflito do controlador, e de se desconsiderar o próprio conflito de interesses do minoritário na assembleia especial, o que demonstra a inexistência de efetividade na proposta apresentada. Em realidade, as regras acima enfocadas trariam, na prática, apenas confusão, podendo, inclusive, servir para supostamente confirmar a inexistência de um conflito cuja presença caberia ao Poder Judiciário avaliar, ou mesmo para motivar um aumento de ações judiciais envolvendo o controvertido tema de que se cuida.

Após alguns anos, o tópico voltou a ser objeto de discussão durante a tramitação da Medida Provisória 881/2019, posteriormente convertida na Lei de Liberdade Econômica (Lei 13.874/2019). Durante a sua tramitação, foi proposto em julho de 2019 o Projeto de Lei de Conversão 17/2019, que em seu artigo 17 estabelecia a inclusão do §4º no artigo 115 da Lei das S.A, deixando claro que o potencial conflito de interesses não privava o acionista de seu direito de voto. Entretanto, caso fosse demonstrado que não foram observadas as condições comutativas, a deliberação da assembleia poderia ser anulada e o acionista seria responsabilizado pelos danos decorrentes.<sup>232</sup>

Contudo, diante da irrisignação de diversos setores, e inclusive, do próprio Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), as alterações propostas não foram aprovadas

---

232 “Art. 17. A Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, passa a vigorar com as seguintes alterações:

[...]

Art. 115. O acionista deve exercer o direito a voto no interesse da companhia, considerando-se 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 prejuízo para a companhia ou para outros acionistas.

§ 1º O acionista terá direito de comparecimento e manifestação, mas não poderá votar, nas deliberações da assembleia geral relativas:

- a) ao laudo de avaliação de bens com que concorrer para a formação do capital social;
- b) à aprovação de suas contas como administrador e à propositura de ação de responsabilidade contra si mesmo na qualidade de administrador; e
- c) à constituição de benefício a sua classe ou espécie de ações não extensível às demais.

[...]

§ 4º O potencial conflito de interesses entre o acionista e a companhia não o priva do direito de voto; é anulável a deliberação tomada em decorrência do voto de acionista com interesse conflitante, mediante demonstração de que não foram observadas condições estritamente comutativas ou com pagamento compensatório adequado; comprovado o prejuízo, o acionista responderá pelos danos causados e será obrigado a transferir para a companhia as vantagens indevidas que tiver auferido.

durante sua tramitação.<sup>233</sup>

O IBGC afirmava que autorizar o voto do acionista em conflito de interesses contrariaria as melhores práticas da governança corporativa, uma vez que a eliminação de tal proteção da lei societária em vez de estimular investimentos no mercado de capitais, poderia afastar investidores, especialmente os investidores estrangeiros detentores de pequenas participações societárias. Por fim, afirmou que deveria ser preservado o texto original da Lei 6.404/1976 "para que o voto em situação de conflito de interesses seja administrado de forma abrangente e não casuística".<sup>234</sup>

O Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa, do IBGC (Código do IBGC), dispõe que: "o sócio que, por qualquer motivo, tiver interesse conflitante com o da organização em determinada deliberação: i. deve comunicar imediatamente o fato e abster-se de participar da discussão e da votação dessa matéria".

O posicionamento do Instituto demonstra a sua filiação à teoria formal dos conflitos de interesse, ainda que não expressamente consignado.

Ainda, em novembro de 2019, foi proposto do Projeto de Lei 6.103/2019 pelo Deputado Jerônimo Goergen do PP/RS que replicou o artigo 17 do Projeto de Lei de Conversão 17/2019, também objetivando alterar o artigo 115 da Lei 6.404/1976.

Na redação do Projeto de Lei, buscava-se consignar expressamente que o potencial conflito de interesses entre o acionista e a companhia não o privava do direito de voto, bem como que para que um voto fosse considerado abusivo, passaria a ser necessário a ocorrência efetiva de prejuízo e não apenas a possibilidade de sua ocorrência:

Art. 115. O acionista deve exercer o direito a voto no interesse da companhia, considerando-se abusivo o voto exercido com o fim de causar dano à companhia ou a outros acionistas, ou de obter, para si ou para outrem,

---

233Tramitação detalhada disponível em: <https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=2199763>. Acesso em 11 de setembro de 2022.

234 Disponível em: [https://ibgcsitenovo.blob.core.windows.net/ibgcsitenovo/Advocacy%20-%20Notas%20e%20Posicionamentos/2019%2008%2009\\_IBGC\\_Nota%20sobre%20PLV%2017-2019.pdf](https://ibgcsitenovo.blob.core.windows.net/ibgcsitenovo/Advocacy%20-%20Notas%20e%20Posicionamentos/2019%2008%2009_IBGC_Nota%20sobre%20PLV%2017-2019.pdf). Acesso 11 set. 2022.

vantagem a que não faz jus e de que resulte prejuízo para a companhia ou para outros acionistas.

§ 1º O acionista terá direito de comparecimento e manifestação, mas não poderá votar, nas deliberações da assembleia-geral relativas:

a) ao laudo de avaliação de bens com que concorrer para a formação do capital social;

b) à aprovação de suas contas como administrador e à propositura de ação de responsabilidade contra si mesmo na qualidade de administrador; e

c) à constituição de benefício a sua classe ou espécie de ações não extensível às demais.

[...]

“§ 4º Observados os requisitos previstos neste artigo, o potencial conflito de interesses entre o acionista e a companhia não o priva do direito de voto.

§ 5º É anulável a deliberação tomada em decorrência do voto de acionista com interesse conflitante, mediante demonstração de que não foram observadas condições estritamente comutativas ou com pagamento compensatório adequado.

§ 6º Comprovado o prejuízo, o acionista responderá pelos danos causados e será obrigado a ressarcir a companhia e, sendo o caso, aos demais acionistas, pelas vantagens indevidas que tiver auferido.

O Deputado justificou a proposta afirmando que em seu entendimento deveria prevalecer no direito societário brasileiro a teoria substancial do conflito de interesses, uma vez que a tese do conflito formal prejudica o dia a dia das companhias e parte do pressuposto equivocado que haveria má-fé por parte do acionista. Destacava, ainda, que era hora de o “Congresso Nacional se posicionar definitivamente sobre o tema e creio que o deve fazer no sentido que privilegia a melhoria do ambiente de negócios brasileiro”.<sup>235</sup>

Entretanto, tal dispositivo do Projeto de Lei foi vetado pelo Relator Augusto Coutinho, que entendeu que as alterações eram inadequadas, podendo acarretar prejuízo sobretudo a acionistas minoritários. Quanto à alteração no §1º do artigo 115, o Relator afirmou que considerava “prejudicial passar a permitir que o interessado possa votar em deliberações que possam beneficiá-lo de modo particular, uma vez que se trata de regra que tem o potencial de acarretar grave dano sobretudo aos acionistas minoritários.”<sup>236</sup>

---

235 BRASIL. Câmara dos Deputados. Projeto de Lei nº 6.103/2019. Altera a Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, para dispor sobre a emissão de debêntures, divulgação de documentos empresariais, exercício do direito de voto e regulamentação do acesso ao mercado de capitais e outras providências. Brasília: Câmara dos Deputados, 2013. Disponível em: [https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/prop\\_mostrarintegra?codteor=1835822](https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/prop_mostrarintegra?codteor=1835822). Acesso em: 11 set. 2022.

236 BRASIL. Câmara dos Deputados. Parecer do Deputado Relator Augusto Coutinho. Projeto de Lei 6.103/2019. Disponível em: [https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/prop\\_mostrarintegra;jsessionid=node01j628kcqn03rm1pbw7ab8682](https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/prop_mostrarintegra;jsessionid=node01j628kcqn03rm1pbw7ab8682)

Aqui, destaca-se que o Projeto não excluiu a disposição do §1º que dispunha sobre a proibição do exercício/vício do voto nas deliberações nas quais o acionista tem benefícios particulares. A bem da verdade, o Deputado buscou positivar na lei a corrente doutrinária que entende que os benefícios particulares seriam aqueles que não são atribuídos de maneira equitativa, ou seja, não são atribuídos de forma igualitária aos acionistas que pertencem a uma mesma classe ou espécie de ações.

Em relação às alterações do §4º, o Relator entendeu que seria desnecessária a comprovação de que não foram observadas condições estritamente comutativas ou com pagamento compensatório adequado para que restasse configurado o voto conflitante. No entender do Relator é suficiente demonstrar o interesse particular do acionista da deliberação e o conflito existente entre os seus interesses e os da companhia, uma vez que demonstrações numéricas quanto às condições comutativas podem ser provas difíceis de serem produzidas pelos acionistas minoritários prejudicados. Destacando, por fim, que no seu entendimento o acionista em conflito não deveria sequer ter votado na respectiva deliberação.

A frase final do Relator demonstra claramente a sua filiação à teoria do conflito formal de interesses, apesar de não ter sido expressamente citada por ele.

Ademais, em 2021, foi editada a Lei 14.195 (Lei do Ambiente de Negócios), oriunda da conversão da MP 1.040/2021, que apesar de ter promovido diversas alterações na Lei das S.A visando uma maior proteção aos minoritários, foi omissa com relação ao artigo 115.

Nos termos da sua Exposição de Motivos, o conjunto de medidas objeto da Medida Provisória, tinha por finalidade contribuir com a melhoria da posição do Brasil no indicador *Doing Business* do Banco Mundial, bem como modernizar o ambiente de negócios como estratégia de recuperação econômica pós-pandemia e atrair investimento estrangeiro direto através de um melhor ambiente institucional.<sup>237</sup>

Segundo o Senador Irajá, em Parecer sobre Projeto de Lei de Conversão 15/2021,

---

ib9301955.node0?codteor=2185345&filename=PRL+2+CDEICS+%3D%3E+PL+6103/2019. Acesso em: 11 set. 2019.

237 WORLD BANK. *Doing Business 2020*. Washington, DC: World Bank, 2020. DOI:10.1596/978-1-4648-1440-2. License: Creative Commons Attribution CC BY 3.0 IGO.

proveniente da Medida Provisória 1.040/2021<sup>238</sup>, a legislação brasileira destoava da prática global, uma vez que não proporcionava ao investidor minoritário voz ativa nas operações de alienação de controle e nas contribuições significativas, o que os prejudicava na ocorrência de transações fraudulentas.<sup>239</sup>

Apesar da manutenção do artigo 115 na sua integralidade, a referida lei alterou o artigo 122 da Lei das S.A., aumentando a competência privativa da assembleia geral. Com as alterações promovidas, passou a ser competência privativa das assembleias deliberar sobre a celebração de transações com partes relacionadas, segundo critérios de relevância da CVM, bem como a respeito das alienações ou contribuições para outra empresa de ativos, caso o valor da operação corresponda a mais de 50% do valor dos ativos totais da companhia constantes no último balanço aprovado.<sup>240</sup>

Por mais que a submissão das transações entre partes relacionadas à assembleia geral tenha suas vantagens diante do aumento *disclosure* de informações na companhia, a alteração promovida pela Lei do Ambiente de Negócios encontra um obstáculo considerável: a insegurança jurídica com relação aos mecanismos para impedir o voto do acionista controlador em situações de conflito de interesse com a companhia.

Durante a tramitação da Medida Provisória 1.040/2021, que deu origem à Lei

---

238 BRASIL. Senado Federal. Parecer nº 160, de 2021-PLEN/SF, de 04 de agosto de 2021. Dispõe sobre o Projeto de Lei de Conversão nº 15, de 2021 – proveniente da Medida Provisória nº 1.040, de 2021. Disponível em <https://legis.senado.leg.br/sdleg-getter/documento?dm=8996002&ts=1638117845835&disposition=inline>. Acesso em: 28 nov. 2021.

239 O Senador Irajá justifica a medida, in verbis: “Na prática corrente, o investidor minoritário não tem voz ativa sobre alienações e contribuições significativas, o que destoava da prática mundial, sendo prejudicado em caso de transações fraudulentas. O objetivo da alteração efetuada pela MPV é ampliar o poder da assembleia geral para deliberar sobre alienações e contribuições significativas e sobre celebração de transações com partes relacionadas segundo critérios de relevância da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). [...] Trata-se de adequar a legislação brasileira às boas práticas internacionais, o que é relevante para impactar positivamente a posição do Brasil na classificação geral do relatório Doing Business do Banco Mundial.”

240 Art. 122. Compete privativamente à assembleia geral: [...] VIII - deliberar sobre transformação, fusão, incorporação e cisão da companhia, sua dissolução e liquidação, eleger e destituir liquidantes e julgar as suas contas; IX - autorizar os administradores a confessar falência e a pedir recuperação judicial; e X - deliberar, quando se tratar de companhias abertas, sobre a celebração de transações com partes relacionadas, a alienação ou a contribuição para outra empresa de ativos, caso o valor da operação corresponda a mais de 50% (cinquenta por cento) do valor dos ativos totais da companhia constantes do último balanço aprovado. Parágrafo único. Em caso de urgência, a confissão de falência ou o pedido de recuperação judicial poderá ser formulado pelos administradores, com a concordância do acionista controlador, se houver, hipótese em que a assembleia geral será convocada imediatamente para deliberar sobre a matéria.”

14.195/2021, a própria Comissão de Valores Mobiliários (CVM) afirmou que a alteração no artigo 122 da Lei das S.A. deveria ser acompanhada com uma nova redação do artigo 115, que trata da vedação ao exercício de voto no caso de potencial situação de conflito de interesses.

A interpretação e aplicação ineficaz das regras que tutelam os conflitos de interesse no âmbito das sociedades anônimas prejudica o próprio desenvolvimento do mercado de valores mobiliários e a proteção da minoria acionária.

Inclusive, os conflitos de interesses entre acionistas controladores e minoritários, foram o 7º fator de risco mais temido pelas empresas da B3 (incluindo empresas do Novo Mercado, N1, N2 e Bovespa), entre 53 elencados, em pesquisa realizada pela KPMG com 236 companhias.<sup>241</sup>

Diante do exposto, nota-se que por mais que já tenham sido propostas diversas alterações legislativas objetivando positivar na Lei das S.A. uma definição mais clara quanto à corrente do conflito de interesses adotada pelo ordenamento jurídico brasileiro, nenhuma obteve êxito para encerrar a controvérsia posta.

### **CAPÍTULO III – ESTUDO DE CASOS: ANÁLISE DOS PRECEDENTES DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM)**

No âmbito da Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) o tema está longe de ser pacificado. O colegiado da autarquia tem proferido decisões várias em evidente movimento pendular a depender da sua composição. Ora decide pela aplicação do critério formal do conflito de interesses, ora pelo material ou substancial.

O colegiado da CVM é formado por quatro Diretores e pelo Presidente da Autarquia, nos termos do art. 6º da Lei 6.385/1976. O mandato dos dirigentes da Comissão é de cinco anos. Em tópicos polêmicos, as manifestações de voto dos membros do colegiado geralmente divergem. Assim, quando há substituição de um dos Diretores que integram o colegiado, naturalmente poderá ocorrer uma alteração no entendimento da autarquia.

---

241 KPMG. Pesquisa de gerenciamento de Riscos. 4ª Edição, 2018. Disponível em: <https://conhecimento.ibgc.org.br/Paginas/Publicacao.aspx?PubId=23840>. Acesso em: 01 out. 2021.

Modesto Carvalhosa bem sintetiza a alteração do posicionamento da autarquia nas últimas duas décadas: (i) até dezembro de 2001, a CVM adotava a teoria do conflito formal de interesses; (ii) de novembro de 2002 a agosto de 2010 passou a adotar a teoria do conflito formal, conjuntamente com o *fairness test*, a fim de avaliar se a transação foi substancialmente equitativa.

Em 2010, a autarquia retomou à adoção do conflito formal, todavia, de forma mitigada na linha intermediária defendida por Fábio Konder Comparato. No ano de 2015 continuou adotando a tese do conflito formal, em sua linha clássica. A partir de 2020, a CVM já demonstrava uma alteração de seu entendimento, ao consignar expressamente acerca da impossibilidade de impedir o exercício do voto *ex ante* à deliberação.

Entretanto, a adoção de novo entendimento só foi realmente consolidada com o julgamento dos Processos Administrativos Sancionadores CVM n<sup>os</sup> 19957.003175/2020-50 (“Caso Saraiva”) e 19957.004392/2020-67 (“Caso Springer”) em 2022.

Para melhor compreensão da evolução jurisprudencial da CVM sobre a temática dos conflitos de interesse, passaremos a analisar os casos paradigmáticos que foram responsáveis pelas modificações no seu entendimento, bem como casos muito debatidos que contribuíram para a discussão.

### **III.1. Caso Tim (PAS CVM n<sup>o</sup> RJ 2001/4977):**

O Processo Administrativo Sancionador CVM n<sup>o</sup> RJ TA 2001/4977 (“Caso Tim”), foi julgado em 19 de dezembro de 2001. Na hipótese, a CVM analisou se havia impedimento para a Tele Celular Sul Participações S/A (“TCS”) votar na assembleia geral da CTMR Celular S/A, que iria deliberar sobre a celebração de contrato de uso da marca TIM com a sua controladora (Telecom Italia Mobile).<sup>242</sup>

Com base no voto da Relatora Norma Jonssen Parente, o colegiado da CVM, por maioria, decidiu pela aplicação do critério formal, condenando a controladora da companhia por celebrar contrato de uso de marca entre duas de suas controladas indiretas, apesar de o

---

242 BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Decisão do Colegiado. Processo Administrativo n<sup>o</sup> TA/RJ2001/4977. Relatora: Norma Jonssen Parente. Rio de Janeiro, 19 de dezembro de 2001. Disponível em: [https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2001/20011219\\_PAS\\_RJ20014977.pdf](https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2001/20011219_PAS_RJ20014977.pdf). Acesso em: 16 set. 2022.

negócio ter sido realizado no melhor interesse de ambas as sociedades.

O entendimento se baseou no fato de a TCS estar, simultaneamente, em posições contratuais opostas ainda que de forma indireta, isto é: de um lado, como controladora da CTMR, e, de outro, como controlada da TIM.

Entretanto, neste caso, o voto dissidente do Diretor Luiz Antônio Sampaio Campos foi de grande relevância para insurgência de debate na doutrina sobre a tese material do conflito de interesses. Para o Diretor dissidente, o acionista controlador não é necessariamente impedido de votar em deliberação acerca de um contrato a ser celebrado entre ele e a companhia, uma vez que só há conflito de interesses quando o acionista vota em benefício próprio, em detrimento da companhia. Considerando que um contrato celebrado entre o acionista e a companhia poderá ser benéfico para ambas as partes, sustentava que não era viável afastar, *a priori*, o voto proferido pelo acionista, sendo suficiente verificar *a posteriori* se a companhia sofreu ou não prejuízos com o referido voto.

### **III.2. Caso Previ (PAS CVM nº RJ 2002/1153):**

O Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 2002/1153 (“Caso Previ”) foi julgado em 06 de novembro de 2002. A partir deste julgamento, a visão anteriormente minoritária no âmbito da CVM pela aplicação da tese do conflito material de interesses se tornou o entendimento majoritário da autarquia.<sup>243</sup>

No caso, foi realizada assembleia geral extraordinária da Tele Norte Leste Participações S.A. (TNL), na qual foi submetido para deliberação um Acordo de Prestação de Serviços Gerenciais, a ser celebrado entre a Telemar Participações S.A. (Telemar), sua controladora, e as companhias concessionárias controladas pela TNL.

A aprovação se deu com os votos de Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil (“Previ”), Fundação Sistel de Seguridade Social (“Sistel”) e dos Fundos Mútuos de Investimento em Ações, dos quais Previ e Sistel eram os únicos cotistas. Ambas

---

243 BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Decisão do Colegiado. Processo Administrativo nº RJ 2002/1153. Relatora: Norma Jonssen Parente. Disponível em: file:///C:/Users/RJI/Downloads/20021106\_PAS\_RJ20021153%20(2).pdf. Acesso em: 16 set. 2022.

detinham 78% do capital do Fundo FCF - controlador da Fiago Participações S.A., que possuía 20% do capital da Telemar. Portanto, como a Previ e a Sistel detinham participação indireta na Telemar, conseqüentemente, estavam nas duas pontas da contratação.

O colegiado da CVM, por maioria, absolveu os acionistas da TNL com base no entendimento do Diretor Luiz Sampaio de Campos de que o conflito de interesses somente pode ser verificado após o exercício do direito de voto pelo acionista.

O voto fundamentava-se, dentre outros, no princípio da presunção de boa-fé e no fato de ser o direito ao voto o principal direito do acionista de uma sociedade por ações. Ressalta-se que a Diretora Norma Parente manteve o seu entendimento de que o conflito de interesse deve ser verificado *ex ante*, sob a égide da corrente formalista.

### **III.3. Caso Tractebel (PAS CVM nº RJ 2009/13179):**

No Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 2009/13179 (“Caso Tractebel”), julgado em 09 de setembro de 2010, concluiu-se pela necessidade de abstenção *ex ante* do exercício do direito de voto.<sup>244</sup>

Neste caso, por mais que por vezes seja citado na doutrina como exemplo de aplicação da corrente formal do conflito de interesses, entendemos que, a bem da verdade, houve a aplicação da posição intermediária defendida por Fábio Konder Comparato.

A Tractebel Energia S.A. ("Tractebel") havia adquirido o controle da Suez Energia Renovável S.A. ("SER"), que anteriormente pertencia à sua controladora (GDF Suez Energy Latin America Participações Ltda. - "GDF Suez") e, em decorrência do artigo 256, II, “b” da Lei 6.404/1976, iria submeter a aquisição para que fosse ratificada em assembleia geral.

Um dos acionistas minoritários da Tractebel, descontente com a operação, indagou à

---

<sup>244</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Decisão do Colegiado. Processo Administrativo nº RJ2009/13179. Relator: Alexandro Broedel Lopes. Rio de Janeiro, 09 de setembro de 2010. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0007/7190-4.pdf>. Acesso em: 16 de set. 2022.

Superintendência de Relações com Empresas da CVM (“SEP”) quais medidas deveriam ser implementadas para garantir a comutatividade da referida operação. A SEP, ao analisar o pedido de consulta, informou que a GDF Suez não poderia votar na assembleia, em observância ao artigo 115, §1º, da Lei 6.404/1976, que veda o exercício de voto pelo acionista quando em conflito de interesses com a companhia.

Apesar de a Tractebel e a Suez terem acatado o entendimento, realizaram nova consulta sobre a possibilidade de adotar um procedimento de legitimação alternativo,<sup>245</sup> uma vez que pretendiam realizar outras operações semelhantes com a GDF Suez no futuro.

Percebe-se que o caso envolveu duas das grandes problemáticas do direito societário: o voto do acionista em conflito de interesses com a companhia e os deveres fiduciários dos administradores em negócios entre partes relacionadas.

Assim, para a resolução da questão os membros do colegiado da CVM deveriam responder a dois questionamentos principais: é vedado o voto do acionista na assembleia que delibera sobre um contrato que ele pretende celebrar com a companhia? A observância às recomendações do Parecer nº 35/CVM afasta a impedimento do controlador de exercer o seu voto?

O Diretor Relator Alessandro Broedel Lopes votou pela abstenção de voto, filiando-se à corrente intermediária comandada por Fábio Konder Comparato, na qual coexistem as teorias do conflito formal e substancial de interesses. Para ele, o voto conflitante poderia tanto ser verificado *ex ante*, nos casos em que se torna evidente e pode ser facilmente evidenciado, quanto *ex post*, nas situações nas quais há dúvida sobre a verdadeira ocorrência de conflito. Entretanto, entendeu pela necessidade de abstenção de voto no caso concreto, uma vez que a proposta da companhia, como foi feita, não mitigou o conflito de interesses de modo a assegurar uma verdadeira proteção aos minoritários, o que tornou o conflito evidente.

---

245 O procedimento alternativo mencionado pela Tractebel e pela GDF Suez se refere à criação de um Comitê Especial Independente para Transações com Partes Relacionadas (“Comitê”), composto por administradores, em regra independentes, com a inclusão de membros do Conselho de Administração e da Diretoria da Companhia, a fim de negociar os termos das operações futuras, sobretudo o preço de compra de outras subsidiárias, nos termos do Parecer de Orientação nº 35, de 1º de setembro de 2008, da CVM.

A Diretora Maria Helena dos Santos Fernandes Santana acompanhou o Relator por entender que a deliberação de contrato bilateral, na qual o acionista da companhia figura como parte, abarca hipótese evidente de conflito de interesses, uma vez que o interesse conflitante decorre da própria estrutura bilateral da transação.<sup>246</sup>

Os Diretores Marcos Pinto e Otávio Yazbek também acompanharam o Relator, tendo o Diretor Eli Loria divergido, entendendo pelo controle *ex post* do voto do acionista controlador.

#### **III. 4. Caso Eletrobrás (PAS CVM nº RJ 2013/6635):**

No Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 2013/6635, julgado em 26 de maio de 2015, a decisão foi pautada no critério formal do conflito de interesses, entendendo-se pelo impedimento *ex ante* do controlador de sociedade de economia mista, apesar da norma permissiva do artigo 238 da Lei 6.404/1976, que autoriza o controlador público a orientar as companhias estatais de acordo com o interesse público.<sup>247</sup>

A Superintendência de Relações com Empresas (“SEP”) instaurou o processo a fim de apurar o descumprimento do artigo 115, §1º, da Lei 6.404/1976 pela União, ao votar favoravelmente em assembleia geral de sua controlada (Centrais Elétricas Brasileiras S.A. – Eletrobras) à renovação de contratos de concessão de geração e transmissão de energia elétrica celebrados entre ela e as sociedades controladas da Eletrobras.

A Acusação sustentava que a União se beneficiaria de maneira particular da renovação dos contratos de concessão, uma vez que implicaria também na “renúncia ao direito de pleitear uma indenização pelos ativos não amortizados objeto da concessão.”<sup>248</sup>

---

246 BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Voto da Diretora Maria Helena dos Santos Fernandes de Santana. Processo Administrativo nº RJ2009/13179. Rio de Janeiro, 09 de setembro de 2010. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0007/7190-4.pdf>. Acesso em: 16 de set. 2022.

247 BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Decisão do Colegiado. Processo Administrativo nº RJ 2013/6635. Relatora: Luciana Dias. Rio de Janeiro, 26 de maio de 2015. Disponível em: [https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2015/20150526\\_PAS\\_RJ20136635.pdf](https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2015/20150526_PAS_RJ20136635.pdf). Acesso em: 16 set. 2022.

248 “Para a Acusação, o conflito de interesses surge a partir do momento em que a renovação das concessões implicava a renúncia das concessionárias da Eletrobrás a qualquer direito preexistente à MP 579, inclusive o direito de contestar a constitucionalidade dessa medida provisória naquilo que ela tinha de cogente. Isto é, o

A Diretora Relatora Luciana Dias entendeu pelo impedimento do direito de voto por parte da União nas decisões relacionadas à renovação do contrato de concessão, já que tinha interesse duplo. Por um lado, buscava garantir a implantação de uma política pública, de outro, um melhor resultado financeiro. Ademais, ponderou que as responsabilidades e deveres do controlador não deveriam ser afastadas no âmbito das sociedades de economia mista:<sup>249</sup>

o art. 238 não parece afastar os deveres e responsabilidades atribuídos a qualquer acionista controlador ou modificar as regras gerais às quais está sujeita qualquer companhia aberta. Ao contrário, reafirma-os e, em caráter excepcional, estabelece apenas que as atividades da companhia poderão ser conduzidas pelo controlador de modo a atender o interesse público que justificou a sua criação.

Os Diretores Pablo Renteria, Roberto Tadeu Antunes Fernandes e o Presidente da CVM Leonardo Gomes Pereira, que presidiu a Sessão, acompanharam a Relatora, sem maiores discussões, para condenar a União em multa pecuniária de R\$500 mil.

A despeito da decisão do colegiado, a condenação imposta à União foi revertida por voto de qualidade no âmbito do CRSFN pelo Presidente do órgão. Todavia, o precedente ainda possui grande relevância para a devida compreensão da evolução jurisprudencial da CVM sobre a matéria.

### **III.5. Caso Linx/STNE (PAS CVM nº 19957.005563/2020-75):**

O Processo Administrativo Sancionador CVM nº 19957.005563/2020-75 (“Caso Stone”), julgado em 12 de novembro de 2020, foi originado em decorrência de entendimento exarado pela SEP (Relatório nº 083/2020) de que os acionistas fundadores da Linx. S.A (“Linx.”) seriam impedidos de votar na assembleia geral extraordinária da companhia de deliberação da incorporação da totalidade suas ações pela STNE Participações S.A.

---

conflito surge com base naquilo que se aplicava indistintamente a qualquer concessionária, independentemente de sua opção por renovar ou não suas respectivas concessões –, sobretudo o cálculo da indenização pelo valor novo de reposição” (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Diretora Luciana Dias. Processo Administrativo nº RJ 2013/6635. Rio de Janeiro, 26 de maio de 2015. Disponível em: [https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2015/20150526\\_PAS\\_RJ20136635.pdf](https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2015/20150526_PAS_RJ20136635.pdf). Acesso em 16 set 2022)

249 Ibidem.

(“Stone”).<sup>250</sup>

Para a SEP, os acionistas fundadores da Linx. S.A. iriam obter benefícios particulares com a operação de incorporação de ações, uma vez que celebrariam contratos de não concorrência e de consultoria com a Stone (contratos acessórios) e que seriam remunerados pelas obrigações assumidas.

O Colegiado da CVM, por maioria, julgou procedente o recurso interposto pelos acionistas fundadores, a fim de admitir o seu voto na assembleia geral extraordinária da Linx que deliberou sobre a incorporação, por entender não haver benefício particular, e, tampouco, restar demonstrado conflito de interesses apto a gerar impedimento de voto.

O caso consubstanciou-se principalmente na análise dos supostos benefícios particulares que poderiam ser auferidos pelos acionistas fundadores, contudo, forneceu diversos posicionamentos dos membros do colegiado acerca da corrente referente ao voto conflitante a qual se filiam. Em seu voto, o Diretor Alexandre Rangel expressamente consignou sua discordância com relação à teoria formal, diante da ausência de amparo legal no regime jurídico previsto na Lei 6.404/1976:<sup>251</sup>

Não vislumbro amparo legal para impedir previamente o exercício do direito de voto de acionista em conflito de interesses, com base no art. 115, §1º, in fine, da lei 6.404/76. A meu ver, o regime jurídico previsto na lei do anonimato não autoriza o impedimento formal de voto a priori de acionista na hipótese de conflito de interesses, nos termos do dispositivo supracitado.

Já o Presidente Marcelo Barbosa e a Diretora Flávia Pelingeiro, apesar se não terem exposto na literalidade qual a corrente de sua filiação, afirmaram que não haveria prejuízo na

---

250 BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Decisão do Colegiado. Processo Administrativo nº 19957.005563/2020-75. Relator: Marcelo Barbosa Pinto. Rio de Janeiro, 13 de novembro de 2020. Disponível em: [https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/2020/20201113/1979\\_20\\_VotoDFP.pdf](https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/2020/20201113/1979_20_VotoDFP.pdf). Acesso em: 16 set. 2022.

251 Para corroborar o seu entendimento pela impossibilidade de se impedir o exercício do voto a priori, o Diretor Alexandre Rangel citou os seguintes precedentes da CVM, nos quais prevaleceu a tese do conflito substancial de interesses: (i) voto vencido do então Diretor da CVM Luiz Antonio de Sampaio Campos no Inquérito Administrativo CVM nº RJ2001/4977, julgado em 19.12.2011; (ii) votos vencedores dos então Diretores Wladimir Castelo Branco Castro e Luiz Antonio de Sampaio Campos e do então Presidente da CVM, Luiz Leonardo Cantidiano, no Inquérito Administrativo CVM nº RJ2002/1153, julgado em 06.11.2002; (iii) voto vencido do então Diretor da CVM Eli Loria no Processo Administrativo CVM nº RJ2009/13179, julgado em 09.09.2010; (iv) voto vencido do Diretor da CVM Gustavo Machado Gonzalez no Processo Administrativo CVM nº 19957.005749/2017-29, julgado em 26.09.2017.

verificação *a posteriori* de eventual interesse conflitante entre os acionistas e a companhia.

Apenas o Diretor Henrique Machado apresentou divergência, corroborando o entendimento da SEP pela configuração do conflito formal de interesses ao consignar que:

ainda que se pudesse afastar a hipótese de benefício particular, restaria caracterizado o potencial conflito de interesses da Companhia e os interesses dos recorrentes resultantes dos contratos de non compete e de consultoria cuja imperatividade da expressão ‘não poderá votar’ do art. 115, §1º, impede a participação dos recorrentes. Verifica-se evidente hipótese de conflito formal de interesse face ao potencial interesse conflitante com a Companhia, consoante entendimento reiterado desta Autarquia desde o Caso Tractebel.

À época, o Caso Linx/Stone já dava indícios da mudança de entendimento da CVM para se alinhar corrente substancial do conflito de interesses. Contudo, a adoção de novo entendimento só foi realmente consolidada com o julgamento dos Processos Administrativos Sancionadores CVM nºs 19957.003175/2020-50 (“Caso Saraiva”) e 19957.004392/2020-67 (“Caso Springer”).

### **III.6. Caso Saraiva (PAS CVM nº 19957.003175/2020-50) e Caso Springer (PAS CVM nº 19957.004392/2020-67):**

Os Processos Administrativos Sancionadores CVM nºs 19957.003175/2020-50 (“Caso Saraiva”) e 19957.004392/2020-67 (“Caso Springer”) tiveram seu julgamento iniciado em 15 de agosto de 2022 e foram suspensos por pedido de vista da Diretora Flávia Perlingeiro.

Os casos não possuem relação entre si. Contudo, ambos foram relatados pelo Diretor Alexandre Rangel e reascenderam a polêmica do conflito de interesses, uma vez que se formou maioria no colegiado da CVM em relação à aplicação do conflito substancial de interesses, em detrimento da teoria formal.

O Caso Saraiva foi originado por reclamação apresentada à CVM de um grupo de acionistas minoritários da Saraiva Livreiros S.A. – Em Recuperação Judicial (“Saraiva”). A companhia estava em recuperação judicial e o seu plano de recuperação judicial previa a capitalização de adiantamento para futuro aumento de capital (“AFAC”), detido por Jorge Eduardo Saraiva (acionista controlador e membro do conselho de administração) contra a

companhia.<sup>252</sup>

Foi convocada assembleia geral extraordinária para deliberar sobre o aumento do valor do capital autorizado da Companhia e a alteração estatutária conferindo poderes ao Conselho de Administração para a emissão, dentro do limite do capital autorizado, dos Bônus de Subscrição. Na oportunidade, Jorge Eduardo Saraiva, votou favoravelmente a ambos os pontos.

A Acusação entendeu que ele não poderia ter votado na assembleia geral, uma vez que as matérias estavam diretamente relacionadas com a capitalização do AFAC e que “a interpretação do art. 115, §1º, da Lei 6.404/76 direciona à determinação do impedimento de voto *ex ante*”.

Para fundamentar a aplicação da tese, a Acusação citou como *leading case* o Processo CVM nº RJ 2009/1379 (“Caso Tractebel”) e o Parecer de Orientação nº 34/2006, afirmando que diante de possível questionamento acerca da existência de conflito de interesses, era esperado que o controlador agisse de forma diligente e se abstinhasse de exercer o seu direito de voto.

Ao final, concluiu “que o exercício de voto do Sr. Jorge Eduardo Saraiva na AGE que deliberou matéria que, notadamente, o beneficiaria de modo particular, configura o exercício abusivo do direito de voto, em linha com os precedentes já discutidos exaustivamente nesta CVM”.

Ainda, a Acusação entendeu que Jorge Eduardo Saraiva violou o artigo 156 da Lei 6.404/1976, tendo em vista que mesmo sendo membro do conselho de administração da

---

252 (i) BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo nº 19957.003175/2020-50. Diretor Otto Eduardo Fonseca de Albuquerque Lobo. Rio de Janeiro, 16 de agosto de 2022. Disponível em: [https://www.gov.br/cvm/ptbr/assuntos/noticias/anexos/2022/20220816\\_PAS\\_CVM\\_19957\\_003175\\_2020\\_50\\_manifestacao\\_de\\_voto\\_diretor\\_otto\\_lobo.PDF](https://www.gov.br/cvm/ptbr/assuntos/noticias/anexos/2022/20220816_PAS_CVM_19957_003175_2020_50_manifestacao_de_voto_diretor_otto_lobo.PDF). Acesso em: 16 set. 2022; (ii) BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo nº 19957.003175/2020-50. Diretor Alexandre Costa Rangel. Rio de Janeiro, 16 de agosto de 2022. Disponível em: [https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/anexos/2022/20220816\\_PAS\\_CVM\\_19957\\_003175\\_2020\\_50\\_voto\\_diretor\\_alexandre\\_rangel.pdf](https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/anexos/2022/20220816_PAS_CVM_19957_003175_2020_50_voto_diretor_alexandre_rangel.pdf). Acesso em: 16 set. 2022; (iii) BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo nº 19957.003175/2020-50. Diretor João Pedro Barroso do Nascimento. Rio de Janeiro, 16 de agosto de 2022. Disponível em: [https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/anexos/2022/20220816\\_PAS\\_CVM\\_19957\\_003175\\_2020\\_50\\_manifestacao\\_de\\_voto\\_presidente\\_joao\\_pedro\\_nascimento.pdf](https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/anexos/2022/20220816_PAS_CVM_19957_003175_2020_50_manifestacao_de_voto_presidente_joao_pedro_nascimento.pdf). Acesso em: 16 set. 2022.

companhia, votou na Reunião do Conselho de Administração (“RCA”) a favor da capitalização do AFAC.

O Diretor Relator Alexandre Costa Rangel entendeu que não houve exercício abusivo do direito de voto (*caput* do artigo 115 da Lei 6.404/1976), uma vez que não foi constatado “elemento volitivo relacionado à finalidade da provocação de dano ou da obtenção de vantagem indevida na conduta de Jorge Eduardo Saraiva”. Já com relação ao instituto do benefício particular e dos conflitos de interesse, consignou expressamente que:

o art. 115, §1º, da Lei nº 6.404/1976 consubstancia hipótese de conflito material e não autoriza o impedimento prévio ou formal do exercício do direito de voto por parte do acionista, sendo necessária uma análise da substância da manifestação do acionista para que se possa concluir pela regularidade ou não do voto, o que apenas pode ocorrer a posterior.

A despeito do reconhecimento da tese do conflito substancial, o Diretor votou pela absolvição de Jorge Eduardo Saraiva, uma vez que não vislumbrou em seu voto qualquer benefício particular ou interesse conflitante com a companhia, havendo, a bem da verdade, convergência de interesses. Entendeu que o voto supostamente conflitante foi proferido com o objetivo de aumentar as chances de soerguimento da empresa, a fim de dar cumprimento ao Plano de Recuperação Judicial.

Ao fim, afirmou que não identificou na aprovação da assembleia geral qualquer (i) sacrifício do interesse da companhia, (ii) finalidade dano ou de vantagem indevida; e (iii) prejuízo causado pela deliberação em si.

Os Diretores Otto Lobo e o Presidente da CVM João Pedro Nascimento acompanharam o voto do Relator. A Diretora Flávia Perlingeiro suspendeu a sessão e o Diretor João Accioly optou por manifestar seu voto após a retomada do julgamento.

Com relação ao Caso Springer, o processo foi instaurado em face da acionista controladora da companhia Afam Empreendimentos e Negócios Comerciais Ltda. (“Afam”).<sup>253</sup>

---

253 (i) BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo nº 19957.004392/2020-67. Diretor

A acusação entendeu que Walter Sacca e Afam, como acionistas controladores da Springer, atuaram em conflito de interesses, violando o artigo 115 da Lei nº 6.404/1976, por terem votado e aprovado na assembleia geral extraordinária a ratificação da alienação da participação da companhia na Metro Eastwest LLC (“Metro”) para a Phoenix Corporate Global International S.A. (“Phoenix Global”), mesmo sendo acionistas controladores tanto da Springer, como da Phoenix Global.

O Diretor Relator Alexandre Rangel votou pela condenação da Afam ao pagamento de multa no montante de R\$9.200.000,00 por ter votado em conflito de interesses com a companhia, violando o artigo 115, §1º, da Lei 6.404/1976. Para tanto, utilizou fundamentação idêntica à do Caso Saraiva, consignando expressamente que entende que o conflito de interesses do acionista deveria ser interpretado pela ótica do conflito material.

O Presidente da CVM João Pedro Barroso do Nascimento e o Diretor Otto acompanharam o voto do Diretor Relator.

### **III.7. Conclusões sobre a experiência brasileira e o entendimento majoritário da CVM sobre a análise formal ou material do voto conflitante**

Pela análise dos precedentes da CVM, percebe-se cinco grandes mudanças de entendimento quanto à corrente adotada pelo §1º do artigo 115 da Lei 6.404/1976 (formal ou substancial).

Em 2001, prevaleceu no Caso Tim o entendimento pela adoção no conflito formal, todavia, diante das divergências, já havia indícios de adeptos no âmbito da autarquia pela corrente do conflito substancial. Assim, apenas um ano depois, houve uma rápida mudança de

---

Alexandre Costa Rangel. Rio de Janeiro, 16 de agosto de 2022. Disponível em: [https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/anexos/2022/20220815\\_PAS\\_CVM\\_SEI\\_19957\\_004392\\_2020\\_67\\_relatorio\\_diretor\\_alexandre\\_rangel.pdf](https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/anexos/2022/20220815_PAS_CVM_SEI_19957_004392_2020_67_relatorio_diretor_alexandre_rangel.pdf). Acesso em: 16 set. 2022; (ii) BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo nº 19957.004392/2020-67. Diretor João Pedro Barroso do Nascimento. Rio de Janeiro, 16 de agosto de 2022. Disponível em: [https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/anexos/2022/20220816\\_PAS\\_CVM\\_19957\\_004392\\_2020\\_67\\_manifestacao\\_de\\_voto\\_presidente\\_joao\\_pedro\\_nascimento.pdf](https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/anexos/2022/20220816_PAS_CVM_19957_004392_2020_67_manifestacao_de_voto_presidente_joao_pedro_nascimento.pdf). Acesso em: 16 set. 2022; (iii) BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo nº 19957.004392/2020-67. Diretor Otto Eduardo Fonseca de Albuquerque Lobo. Rio de Janeiro, 16 de agosto de 2022. Disponível em: [https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/anexos/2022/20220816\\_PAS\\_CVM\\_19957\\_004392\\_2020\\_67\\_manifestacao\\_de\\_voto\\_diretor\\_otto\\_lobo.PDF](https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/anexos/2022/20220816_PAS_CVM_19957_004392_2020_67_manifestacao_de_voto_diretor_otto_lobo.PDF). Acesso em: 16 set. 2022.

entendimento, por meio da qual a CVM começou a adotar a corrente do conflito substancial no Caso Previ.

Em 2009, houve a predominância de uma posição intermediária no Caso Tractebel, na qual coexistiam as correntes do conflito formal e substancial, a depender de quão evidente era o conflito do acionista no caso concreto. Por mera ilusão, a jurisprudência da CVM estabilizou-se por alguns anos entendendo pela adoção da tese do conflito formal de interesses.

Entretanto, em 2020, no julgamento no Caso Linx/Stone, a autarquia novamente já dava indícios que, de forma majoritária, sua composição atual filiava-se à corrente substancial. Sem surpresas, em 2022, sobreveio a confirmação definitiva com o julgamento dos Casos Saraiva e Springer, que consubstanciou a quinta mudança de entendimento da CVM sobre o tópico em pouco mais de duas décadas.

## CONCLUSÃO

A complexidade do tópico é evidente. Ambas as teorias acerca do conflito de interesses nas sociedades anônimas (formal e substancial) são razoáveis e possuem fundamentação baseada na melhor hermenêutica jurídica e no objetivo de desenvolver o mercado de capitais.

Todavia, nos filiamos ao entendimento de que a interpretação literal da Lei das S.A. é uma solução pouco sofisticada para um tópico tão complexo. Assim, entendemos que a Lei das S.A. regula as hipóteses de conflitos de interesse por meio de uma abordagem substancial, de modo que a mera divergência de interesses não é suficiente para impedir o acionista de proferir o seu voto, cuja validade dependerá de uma análise casuística pormenorizada.

O controle *ex post* do conflito de interesses nos parece mais efetivo, seja em razão da interpretação sistemática da Lei das S.A., seja pelo viés econômico, objetivando não engessar a atividade empresarial.

A despeito de tal entendimento, cumpre asseverar que o controle *ex post* sozinho não é suficiente para o deslinde da controvérsia acerca do exercício de voto conflitante. A solução

de judicializar ou de submeter à arbitragem as demandas acerca das deliberações nas quais houve o exercício do voto conflitante pelo acionista controlador não é alinhada à economia de mercado e aos principais princípios de governança corporativa.

Assim, independentemente da tese adotada, concluímos que o regime necessita ser modernizado por meio de uma nova agenda regulatória. Apesar de a Lei 6.404/1976 ser digna de merecimento, pensar que uma solução concebida em 1976 não demanda atualizações parece pretensioso por parte do jurista brasileiro.

Verificamos que diversas propostas legislativas já foram tentadas objetivando fornecer maior previsibilidade acerca da matéria, contudo, nenhuma obteve êxito até o momento. Ademais, apesar da importância da regulação legislativa, entendemos que a tentativa de solucionar a controvérsia não precisa ser necessariamente por esta via. Eventualmente, a organização de um Parecer de Orientação pela CVM, de modo organizado e transparente nos parece ser uma forma eficaz de dar cumprimento ao mandado legal da autarquia e de contribuir para o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários no Brasil.

## REFERÊNCIAS

ALVARENGA, Tomás. **Benefícios particulares do controle no Brasil**: o que mudou nos últimos 10 anos? *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, v. 168/169, p. 117-140, agosto 2015/ julho 2015.

AMENDOLARA, Leslie. **Direito dos Acionistas Minoritários**. São Paulo: Quartier Latin, 2003.

ARAGÃO, Paulo Cezar. **Apontamentos sobre Desvios no Exercício do Direito de Voto**: Abuso de Direito, Benefício Particular e Conflito de Interesses. In: CASTRO, Rodrigo Monteiro de; WARDE JUNIOR, Walfrido Jorge; e GUERREIRO, Carolina Dias Tavares (orgs). *Direito Empresarial e Outros Estudos de Direito em Homenagem ao Professor José Alexandre Tavares Guerreiro*. São Paulo: Quartier Latin, 2013.

AZEVEDO, Luis André N. de Moura. **Ativismo dos investidores institucionais e poder e controle nas companhias abertas**. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; MOURA AZEVEDO, Luís André N. de (coord). *Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais – São Paulo: Quartier Latin, 2010.*

B3. **Regulamento do Novo Mercado**. Disponível em: <https://www.b3.com.br/data/files/B7/85/E6/99/A5E3861012FFCD76AC094EA8/Regulamento%20do%20Novo%20Mercado%20%2003.10.2017%20%28Sancoes%20pecuniarias%202019%29.pdf>. Acesso em: 11 set. 2022.

BATALHA, Wilson de Souza Campos. **Comentários à Lei das Sociedades Anônimas**, Volume 2. Rio de Janeiro: Forense, 1977.

\_\_\_\_\_. **Comentários à Lei das Sociedades Anônimas**, Volume 1, Rio de Janeiro: Forense, 1977.

BATALLER, Carmen Alborch. *El derecho de voto del accionista (supuestos especiales)*. Madrid: Editorial Tecnos. 1977.

BEBCHUCK, Lucian; ROE, Mark. *Theory of path dependence in Corporate Ownership and Governance*. *Stanford Law Review*, n. 127, 1999.

BERLE, Adolf Augustus; MEANS, Gardiner. **A moderna sociedade anônima e a propriedade privada**. Tradução de Dinah de Abreu Azevedo. São Paulo: Abril Cultural, 1984.

BEVILACQUA, Giorgio. *Conflitto d'interessi ed esclusione dal voto in assemblea*. *Rivista delle Società*. v.1, 1956.

BORBA, José Edwaldo Tavares. **Direito Societário**. 19 ed. São Paulo: Grupo Gen, 2022.

BRASIL. Câmara dos Deputados. **Parecer do Deputado Relator Augusto Coutinho Projeto de Lei 6.103/2019**. Disponível em: [https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/prop\\_mostrarintegra;jsessionid=node01j628kcqn03rm1pbw7ab8682ib9301955.node0?codteor=2185345&filename=PRL+2+CDEICS+%3D%3E+PL+6103/2019](https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/prop_mostrarintegra;jsessionid=node01j628kcqn03rm1pbw7ab8682ib9301955.node0?codteor=2185345&filename=PRL+2+CDEICS+%3D%3E+PL+6103/2019). Acesso em: 11 set. 2019.

\_\_\_\_\_. **Projeto de Lei nº 6.103/2019**. Altera a Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, para dispor sobre a emissão de debêntures, divulgação de documentos empresariais, exercício do direito de voto e regulamentação do acesso ao mercado de capitais e outras providências. Brasília: Câmara dos Deputados, 2013. Disponível em: [https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/prop\\_mostrarintegra?codteor=1835822](https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/prop_mostrarintegra?codteor=1835822). Acesso em: 11 set. 2022.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Extrato da Sessão de Julgamento. Processo Administrativo nº TA/RJ2001/4977**. Relatora: Norma Jonsen Parente. Rio de Janeiro, 19 de dezembro de 2001. Disponível em: [https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2001/20011219\\_PAS\\_RJ20014977.pdf](https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2001/20011219_PAS_RJ20014977.pdf). Acesso em: 16 set. 2022.

\_\_\_\_\_. **Extrato da Sessão de Julgamento. Processo Administrativo nº RJ 2002/1153**. Relatora: Norma Jonsen Parente. Disponível em: [https://conteudo.cvm.gov.br/sancionadores/sancionador/2002/20021106\\_RJ20021153.html](https://conteudo.cvm.gov.br/sancionadores/sancionador/2002/20021106_RJ20021153.html). Acesso em: 16 set. 2022.

\_\_\_\_\_. **Extrato da Sessão de Julgamento. Processo Administrativo nº RJ2009/13179**. Relator: Aleksandro Broedel Lopes. Rio de Janeiro, 09 de setembro de 2010. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0007/7190-4.pdf>. Acesso em: 16 de set. 2022.

\_\_\_\_\_. **Extrato da Sessão de Julgamento. Processo Administrativo nº RJ 2013/6635**. Relatora: Luciana Dias. Rio de Janeiro, 26 de maio de 2015. Disponível em: [https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2015/20150526\\_PAS\\_RJ20136635.pdf](https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2015/20150526_PAS_RJ20136635.pdf). Acesso em: 16 set. 2022.

\_\_\_\_\_. **Parecer de Orientação CVM nº 34, de 18 de agosto de 2006**. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/parecerorientacao/pare034.html#:~:text=Impedimento%20de%20voto%20em%20casos,sua%20esp%C3%A9cie%20classe%20ou%20titularidade..> Acesso em: 07 ago. 2022.

\_\_\_\_\_. **Voto Diretor Alexandre Costa Rangel. Processo**

**Administrativo nº RJ 19957.003175/2020-50.** Disponível em: [https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/anexos/2022/20220816\\_PAS\\_CVM\\_19957\\_003175\\_2020\\_50\\_voto\\_diretor\\_alexandre\\_rangel.pdf](https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/anexos/2022/20220816_PAS_CVM_19957_003175_2020_50_voto_diretor_alexandre_rangel.pdf). Acesso em: 16 set. 2022.

\_\_\_\_\_. **Voto Diretor Alexandre Costa Rangel. Processo Administrativo nº 19957.004392/2020-67.** Rio de Janeiro, 16 de agosto de 2022. Disponível em: [https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/anexos/2022/20220815\\_PAS\\_CVM\\_SEI\\_19957\\_004392\\_2020\\_67\\_relatorio\\_diretor\\_alexandre\\_rangel.pdf](https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/anexos/2022/20220815_PAS_CVM_SEI_19957_004392_2020_67_relatorio_diretor_alexandre_rangel.pdf). Acesso em: 16 set. 2022.

\_\_\_\_\_. **Voto Diretor Alessandro Broedel Lope. Processo Administrativo nº RJ 2009-13179.** Rio de Janeiro, 09 de setembro de 2010. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0007/7190-4.pdf>. Acesso em: 16 de set. 2022.

\_\_\_\_\_. **Voto Diretor Gustavo Machado Gonzalez. Processo Administrativo nº RJ 19957.005749/2017-29.** Disponível em: [https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/2017/20170926/0728\\_\\_DGG.pdf](https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/2017/20170926/0728__DGG.pdf). Acesso em: 16 set. 2022.

\_\_\_\_\_. **Voto Diretor João Pedro Barroso do Nascimento. Processo Administrativo nº 19957.003175/2020-50.** Rio de Janeiro, 16 de agosto de 2022. Disponível em: [https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/anexos/2022/20220816\\_PAS\\_CVM\\_19957\\_003175\\_2020\\_50\\_manifestacao\\_de\\_voto\\_presidente\\_joao\\_pedro\\_nascimento.pdf](https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/anexos/2022/20220816_PAS_CVM_19957_003175_2020_50_manifestacao_de_voto_presidente_joao_pedro_nascimento.pdf). Acesso em: 16 set. 2022.

\_\_\_\_\_. **Voto Diretor João Pedro Barroso do Nascimento. Processo Administrativo nº 19957.004392/2020-67.** Rio de Janeiro, 16 de agosto de 2022. Disponível em: [https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/anexos/2022/20220816\\_PAS\\_CVM\\_19957\\_004392\\_2020\\_67\\_manifestacao\\_de\\_voto\\_presidente\\_joao\\_pedro\\_nascimento.pdf](https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/anexos/2022/20220816_PAS_CVM_19957_004392_2020_67_manifestacao_de_voto_presidente_joao_pedro_nascimento.pdf). Acesso em: 16 set. 2022.

\_\_\_\_\_. **Voto Diretor Luiz Antônio Campos. Processo Administrativo nº TA/RJ 2001/4977.** Rio de Janeiro, 19 de dezembro de 2001. Disponível em: [https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2001/20011219\\_PAS\\_RJ20014977.pdf](https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2001/20011219_PAS_RJ20014977.pdf). Acesso em: 16 set. 2022.

\_\_\_\_\_. **Voto Diretor Luiz Sampaio Campos. Inquérito Administrativo nº TA/RJ 2002/1153.** Rio de Janeiro, 06 de novembro de 2002. Disponível em: [https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2002/20021106\\_PAS\\_RJ20021153.pdf](https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2002/20021106_PAS_RJ20021153.pdf). Acesso em: 16 set. 2022.

\_\_\_\_\_. **Voto Diretor Marcelo Barbosa Pinto. Processo Administrativo nº 19957.005563/2020-75.** Rio de Janeiro, 13 de novembro de 2020.

Disponível em:  
[https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/deciso/es/anexos/2020/20201113/1979\\_20\\_Voto\\_DFP.pdf](https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/deciso/es/anexos/2020/20201113/1979_20_Voto_DFP.pdf). Acesso em: 16 set. 2022.

\_\_\_\_\_. **Voto Diretor Marcelo Trintade. Inquérito Administrativo nº TA/RJ 2001/4977.** Rio de Janeiro, 19 de dezembro de 2001. Disponível em:

[https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2001/20011219\\_PAS\\_RJ20014977.pdf](https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2001/20011219_PAS_RJ20014977.pdf). Acesso em: 16 set. 2022.

\_\_\_\_\_. **Voto Diretor Marcos Barbosa Pinto. Processo Administrativo nº RJ2009/13179.** Rio de Janeiro, 09 de setembro de 2010. Disponível em:  
<https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/deciso/es/anexos/0007/7190-4.pdf>. Acesso em: 16 de set. 2022.

\_\_\_\_\_. **Voto Diretor Otto Eduardo Fonseca de Albuquerque Lobo. Processo Administrativo nº 19957.003175/2020-50.** Rio de Janeiro, 16 de agosto de 2022. Disponível em:  
[https://www.gov.br/cvm/ptbr/assuntos/noticias/anexos/2022/20220816\\_PAS\\_CVM\\_19957\\_003175\\_2020\\_50\\_manifestacao\\_de\\_voto\\_diretor\\_otto\\_lobo.PDF](https://www.gov.br/cvm/ptbr/assuntos/noticias/anexos/2022/20220816_PAS_CVM_19957_003175_2020_50_manifestacao_de_voto_diretor_otto_lobo.PDF). Acesso em: 16 set. 2022.

\_\_\_\_\_. **Voto Diretor Otto Eduardo Fonseca de Albuquerque Lobo. Processo Administrativo nº 19957.004392/2020-67.** Rio de Janeiro, 16 de agosto de 2022. Disponível em: [https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/anexos/2022/20220816\\_PAS\\_CVM\\_19957\\_004392\\_2020\\_67\\_manifestacao\\_de\\_voto\\_diretor\\_otto\\_lobo.PDF](https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/anexos/2022/20220816_PAS_CVM_19957_004392_2020_67_manifestacao_de_voto_diretor_otto_lobo.PDF). Acesso em: 16 set. 2022.

\_\_\_\_\_. **Voto Diretor Wladimir Castelo Branco Castro. Processo Administrativo nº TA/RJ 2002/1153.** Rio de Janeiro, 06 de novembro de 2002. Disponível em:  
[https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2002/20021106\\_PAS\\_RJ20021153.pdf](https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2002/20021106_PAS_RJ20021153.pdf). Acesso em: 16 set. 2022.

\_\_\_\_\_. **Voto Diretora Luciana Dias. Processo Administrativo nº RJ 2013/10913.** Rio de Janeiro, 25 de março de 2014. Disponível em:  
<https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/deciso/es/anexos/0010/9012-1.pdf>. Acesso em: 16 set. 2022.

\_\_\_\_\_. **Voto Diretora Maria Helena dos Santos Fernandes de Santana. Processo Administrativo nº RJ2009/13179.** Rio de Janeiro, 09 de setembro de 2010. Disponível em:  
<https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/deciso/es/anexos/0007/7190-4.pdf>. Acesso em: 16 de set. 2022.

\_\_\_\_\_. **Voto Diretora Norma Jonsen Parente. Processo**

**Administrativo nº TA/RJ 2002/1153.** Rio de Janeiro, 06 de novembro de 2002. Disponível em: [https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2002/20021106\\_PAS\\_RJ20021153.pdf](https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2002/20021106_PAS_RJ20021153.pdf). Acesso em: 16 set. 2022.

BRASIL. Ministério da Fazenda. **Exposição de Motivos nº 196, de 24 de junho de 1976.** Brasília, DF: Ministério da Fazenda, 1976. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/aceso-a-informacao-cvm/institucional/sobre-a-cvm/EM196Lei6404.pdf>. Acesso em: 16 set. 2022.

BRASIL. Senado Federal. **Parecer nº 160, de 2021-PLEN/SF, de 04 de agosto de 2021.** Dispõe sobre o Projeto de Lei de Conversão nº 15, de 2021 – proveniente da Medida Provisória nº 1.040, de 2021. Disponível em <https://legis.senado.leg.br/sdleg-getter/documento?dm=8996002&ts=1638117845835&disposition=inline>. Acesso em: 28 nov. 2021.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. **Recurso Especial 131.300**, Relator: Ministro César Rocha, Quarta Turma. J. 29.08.2000. DJe 20.11.2000.

BULGARELLI, Waldirio. **A Proteção das Minorias nas Sociedades Anônimas.** São Paulo: Pioneira, 1977.

\_\_\_\_\_. **Aumento de capital excessivo em prejuízo da posição dos acionistas minoritários.** In: Questões de direito societário. São Paulo: RT, 1983.

BULHÕES PEDREIRA, José Luiz; LAMY FILHO, Alfredo. **A Lei das S.A.** 1ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1992. v. III.

CAMPINHO, Sérgio. **Curso de Direito Comercial.** Sociedade Anônima, 6ed. São Paulo: SaraivaJur, 2022.

CAMPOS, Luiz Antonio de Sampaio. **Seção V – Deveres e Responsabilidades.** In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (Coord.). **Direito das Companhias**, v. 1. Rio de Janeiro: Forense, 2009.

CANDIAN, Aureliio. **Azione del socio che há votato per errore.** Natura giuridica del voto. In: Saggi di diritto. Milano: Giuffrè, 1949.

CANTIDIANO, Luiz Leonardo. **Reforma da Lei das S.A. Comentada.** Rio de Janeiro: Renovar, 2002.

CARVALHO MENDONÇA, J. **Tratado de direito comercial brasileiro.** 5. ed. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1958. v. 3.

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas: Lei 6.404, de 15**

de dezembro de 1976. Volume I, São Paulo, Saraiva, 1997.

\_\_\_\_\_. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas: Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976**, Volume II, São Paulo, Saraiva, 1997.

\_\_\_\_\_. **Comentários à lei de sociedades anônimas: Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. Volume II, São Paulo: Saraiva, 2003.

\_\_\_\_\_. **Direito das Companhias**, vol. I, Rio de Janeiro: Forense, 2009.

CASQUET, Andréia Cristina Bezerra. **Alienação de controle: limitação do poder do controlador como mecanismo de proteção dos acionistas minoritários de companhias fechadas**. 2014. Tese (Doutorado) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2014.

CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de. **Controle Gerencial – Coleção IDSA de Direito Societário e Mercado de Capitais**. Volume 2. São Paulo: Quartier Latin, 2010.

CAVALCANTI, Eduardo Porto Carreiro Coelho. **O Impedimento de voto na companhia aberta: proposta de um novo marco regulatório**. Dissertação (mestrado profissional) - Fundação Getulio Vargas, Escola de Direito de São Paulo, 2022.

CHAMPAUD, Claude. *Le pouvoir de concentration de la société par actions*. Paris: Sirey, 1962.

COELHO, Fábio Ulhoa. **Curso de Direito Comercial**. 16ª ed. São Paulo: Saraiva, 2012.

COELHO, Fábio Ulhoa; FRAZÃO, Ana et al. **Lei das sociedades anônimas comentada**. Rio de Janeiro: Forense, 2021.

COFEE, Jr. John. *The rise of dispersed ownership: The role of law in the separation of ownership and control. The center for law and economic*. Studies working paper no. 182, Janeiro de 2001.

COMPARATO, Fábio Konder. **Aspectos jurídicos da macroempresa**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1970.

COMPARATO, Fábio Konder. **Controle conjunto, abuso do exercício do voto acionário e alienação indireta de controle empresarial**. Direito empresarial, estudos e pareceres. São Paulo: Saraiva, 1990.

COMPARATO, Fábio Konder. **O poder de controle na sociedade anônima**. 3ª ed. São Paulo: Forense, 1983.

COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O poder de controle na**

**sociedade anônima**, 6ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2014.

COUTO SILVA, Alexandre. **Direito societário: estudos sobre a lei de sociedades por ações**. São Paulo: Saraiva, 2012.

CUNHA, Rodrigo Ferraz Pimenta. **Estrutura de Interesses nas Sociedades Anônimas**. São Paulo, Quartier Latin, 2007.

DYCK, Alexander; ZINGALES, Luigi. *Private benefits of control: An international comparison*. The journal of finance, v. 59, n. 2, 2004.

EIZIRIK, Nelson et al. **Mercado de Capitais: Regime Jurídico**. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

\_\_\_\_\_. **A Lei das S/A Comentada: Arts. 80 a 137**. 2ª edição. São Paulo: Quartier Latin, 2015, v. 2.

\_\_\_\_\_. **Contratação em condições de favorecimento. Conflito de interesse. Impedimento de administradores**. In: Temas de Direito Societário. Rio de Janeiro: Renovar, 2005.

FIORENTINO, Adriano. *Gli organi delle società di capitali*, Napoli: Jovene, 1950.

FRANÇA, Erasmo Valladão A. e Novaes. **Conflito de interesses: formal ou substancial? Nova decisão da CVM sobre a questão**. Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro. N. 128 out/dez 2002.

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

FRANÇA, Erasmo Valladão. **Jurisprudência Comentada. Acionista controlador – impedimento ao direito de voto**. Comentários de Erasmo Valladão ao Inquérito Administrativo CVM TA/RJ2001/4977.

FRANÇA, Erasmo Valladão. **O Conceito de Benefício Particular e o Parecer de Orientação 34 da CVM** In: Temas de Direito Societário, Falimentar e Teoria da Empresa. São Paulo: Malheiros, 2009.

GALGANO, Francesco. *Diritto Civile e Commerciale*. Vol. 3, Tomo II. Padova: CEDAM, 1999.

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

GILSON, Ronald J. *Controlling shareholders and corporate governance: complicating the comparative taxonomy*. Columbia Law and Economics Working Paper No. 281, agosto 2005.

GILSON; Ronald J; GORDON, Jeffrey N. *Controlling Shareholders*. University of Pennsylvania Law Review, vol 152, 2003.

GUERREIRO, Alexandre. **Regime Jurídico do Capital Autorizado**. São Paulo: Saraiva, 1984.

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**. In: Revista de Direito Mercantil, industrial, econômico e financeiro nº 51. Vol. 22. São Paulo: Malheiros Editores.

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

JAGER, Pier Giusto. **L'Interesse Sociale**. Milão: Dott. A. Griffré Editore, 1972, p. 209- 222  
JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. Teoria da firma: comportamento dos administradores, custos de agência e estrutura de propriedade. Revista de Administração de Empresas. 2008, v. 48, n. 2.

KPMG. **Pesquisa de gerenciamento de Riscos**. 4ª Edição, 2018. Disponível em: <https://conhecimento.ibgc.org.br/Paginas/Publicacao.aspx?PubId=23840>. Acesso em: 01 out. 2021.

KRAAKMAN, Reiner et al. **The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach**. New York: Oxford University Press, 3rd edition. 2017.

LA PORTA, Rafael; SILANES, Florêncio Lopes de, SHLEIFER. **Corporate ownership around the world**. The Journal of Finance, v. 54, 1999.

LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. **A Lei das S.A.** vol.2. 2ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1996.

LEÃES, Luis Gastão Paes de Barros. **Pareceres**. vol.1. São Paulo: Singular. 2004.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. **Comentários à Lei das Sociedades Anônimas**, vol. 5, São Paulo: 1980.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. **Conflito de Interesses e vedação de voto nas assembleias das sociedades anônimas**, RDM, n. 92, out/dez, 1993.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. **Conflito de interesses. Deliberação tomada pelos administradores sobre fiança prestada pelos acionistas controladores, em benefício da companhia.** In: **Estudos e pareceres sobre Sociedades Anônimas.** São Paulo: Revista dos Tribunais, 1989.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. In: **Conflito de Interesses. Estudos e Pareceres sobre Sociedades Anônimas.** São Paulo: RT, 1989.

LOBO, Jorge Joaquim. **Direitos dos acionistas.** Rio de Janeiro: Elsevier, 2011.

MARTINS, Fran. **Comentários à Lei das Sociedades Anônimas**, vol. 2, Rio de Janeiro: Forense, 1984.

MAXIMILIANO, Carlos. **Hermenêutica e aplicação do direito.** 19ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2003.

MINERVINI, Gustavo. **Coeredità di quota di accomandante e revoca del rappresentante comune**, 1951.

MIRANDA. Pontes de. **Tratado de Direito Privado.** Rio de Janeiro: Editor Borsoi. 1972.

MUNHOZ, Eduardo Secchi. **Desafios do direito societário brasileiro na disciplina da companhia aberta: avaliação dos sistemas do controle diluído e concentrado.** In: CASTRO, Rodrigo; ARAGÃO, Leandro Santos de (coord). **Direito Societário – Desafios atuais.** São Paulo: Quartier Latin, 2009.

NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. **Temas de Direito Empresarial: Direito Societário, Mercado de Capitais e Direito da Insolvência.** São Paulo: Quartier Latin, 2022.

NUNES, Márcio Tadeu Guimarães. **Função e Impacto das Sociedades Anônimas no Sistema Jurídico e Econômico Brasileiro.** In: FINKELSTEIN, Maria E; PROENÇA, José M. M. (coords). **Direito Societário: Sociedades Anônimas.** São Paulo: Saraiva, 2007.

OECD. **Corporate Governance Factbook 2021.** Disponível em: <https://www.oecd.org/corporate/corporategovernance-factbook.htm>. Acesso em: 2 ago. 2022.

OIOLI, Erik Frederico. **A superação do modelo de concentração acionária no Brasil: o regime jurídico das companhias de capital disperso na Lei das Sociedades Anônimas.** Tese de Doutorado. Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 2013.

OIOLI, Erik Frederico; VEIGA, Marcelo Godke. **Convergência e divergência em sistemas de mercados de capitais: o caso brasileiro.** In: Monteiro de Castro, Rodrigo Monteiro, e Azevedo, Luís André N. de Moura (org.), **Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais**, São Paulo, Quartier Latin, 2010.

PAILLUSSEAU, Jean. **La Société Anonyme, Technique de Organization de l'Entreprise**. Paris: Sirey, 1967.

PARENTE, Norma Jonsen. **O acionista em conflito de interesses**. In: Direito empresarial: aspectos atuais de direito empresarial brasileiro e comparado, PERIN JR., Écio, KALANKSY, Daniel & PEYSER, Luis (Coords). São Paulo: Método, 2005.

PATELLA, Laura Amaral. **Responsabilidade do Acionista Controlador por Omissão**. In: Direito Societário, Mercado de Capitais, Arbitragem e Outros Temas – Homenagem a Nelson Eizirik. Volume I. Coords. Rodrigo Rocha Monteiro de Castro, Luis Andre Azevedo e Marcus de Freitas Henriques. Quartier Latin: São Paulo. 2021.

PEIXOTO, Carlos Fulgêncio da Cunha. **Sociedades por Ações**, Vol. 3, São Paulo: Saraiva, 1972.

PENTEADO JR., Cássio. **A disciplina da abstenção de voto na legislação das S.A.** In: VIDIGAL, Geraldo de Camargo; MARTINS, Ives Gandra da Silva. Sociedades por ações: estudo nº 20. São Paulo: Resenha Universitária, 1981.

PENTEADO, Mauro Rodrigues. **Aumento de Capitais nas Sociedades por Ações**. Tese apresentada ao Departamento de Direito Comercial da Universidade de São Paulo para obtenção do título de Doutor em Direito, 1896.

PENTEADO, Mauro Rodrigues. **Aumentos de capital das sociedades anônimas**. São Paulo: Saraiva, 1988.

PETITPIERRE-SAUVAIN, Anne. **La Cession de Contrôle, Mode de Cession de L'entreprise**, Geneve: Université Georg, 1977.

PITTA, Andre Grunspun. **Mercado de Valores Mobiliários e Formação de Capital**. In: FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes et al. Revista de direito das sociedades e dos valores mobiliários. São Paulo: Almedina, maio/2020.

PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. **Tratado de Direito Privado**, t. 50. 2 ed. Rio de Janeiro: Editor Borsoi, 1965.

PRADO, Viviane Muller. **Conflito de Interesses nos Grupos Societários**. São Paulo: Quartier Latin, 2006.

QUATRARO, Bartolomeo. **Le operazioni sul capitale; aumenti e riduzioni del capitale sociale, prestiti obbligazionari, azioni proprie**. Milano: Giuffrè, 1994.

REGO, Marcelo Lamy. **Direito das Companhias**. Org. LAMY FILHO, Alfredo e

BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. 2ªed. Rio de Janeiro: Forense, 2017.

REGO, Marcelo Lamy. In: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. **Direito das Companhias**. 1ª ed. Rio de Janeiro: Forense. v. I, 2009.

REQUIÃO, Rubens. **Curso de direito comercial**, 2º volume, 29. ed. São Paulo: Saraiva, 2012.

RIBEIRO, Milton Nassau. **Aspectos Jurídicos da Governança Corporativa**. São Paulo: Quartier Latin, 2007.

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

RIPERT, Georges. **Aspectos jurídicos do capitalismo moderno**. Tradução de Gilda G. de Azevedo, Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1947.

RIPERT, Georges. **Aspects Juridiques du Capitalisme Moderne**, 2a ed., Paris: Librairie Générale de Droit et de Jurisprudence, 1951.

SALOMÃO FILHO, Calixto. **Interesse Social**: Concepção clássica e moderna. In: O novo Direito Societário. São Paulo: Malheiros, 1998.

SALOMÃO FILHO, Calixto. **Novo Direito Societário**. São Paulo: Malheiros. Editores, 2019.

SAMPAIO FERRAZ JR., Tercio. **Introdução ao Estudo do Direito**. 2ª ed., São Paulo: Atlas, 1994.

SILVA, Alexandre C. **Direito societário: estudos sobre a lei de sociedades por ações**. São Paulo Saraiva, 2012.

SIMÕES, Paulo César Gonçalves. **Governança corporativa e o exercício do direito do voto nas S.A.** Rio de Janeiro: Lúmen Júris, 2003.

SMITH, Adam. **An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations**, 5ª ed., London: Book, 1789.

SPINELLI, Luis Felipe. **Administração das sociedades anônimas: lealdade e conflito de interesses**. São Paulo: Almedina, 2020.

TEIXEIRA, Egberto Lacerda; GUERREIRO, José Alexandre Tavares. **Das Sociedades Anônimas no Direito Brasileiro**, São Paulo: José Bushatsky, 1979.

URÍA, Rodrigo. **Derecho Mercantil**. Madrid: Marcial Pons, Ediciones Jurídicas S.A. 1995.

VALVERDE, Trajano de Miranda. **Sociedades por ações: comentários ao Decreto-Lei n. 2.627, de 26 de setembro de 1940, v. 2. 3. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1959.**

VON ADAMEK, Marcelo Vieira. **Responsabilidade civil dos administradores de S/A e as ações correlatas**. São Paulo: Saraiva, 2009.

WALD, Arnaldo. **A reforma da lei das sociedades anônimas: os direitos dos minoritários no projeto de lei das S/A**. São Paulo: FIESP/CIESP, 2000.

WALD, Arnaldo. **Interesses societários e extra-societários na administração na administração das sociedades anônimas: a perspectiva brasileira**. Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro, v. 23, n. 55, jul/set/1984.

WORLD BANK. **Doing Business 2020**. Washington, DC: World Bank, 2020. DOI:10.1596/978-1-4648-1440-2. License: Creative Commons Attribution CC BY 3.0 IGO.