



UNIVERSIDADE FEDERAL DO CEARÁ
FACULDADE DE DIREITO
CURSO DE DIREITO

FRANCISCO MATHEUS RODRIGUES DE SOUZA

**O CONFLITO DE INTERESSE COMO FORMA DE EXERCÍCIO ABUSIVO DO DIREITO
DE VOTO DO AÇIONISTA NA COMPANHIA: UMA ANÁLISE DAS TEORIAS DO
CONFLITO FORMAL E DO CONFLITO SUBSTANCIAL DE INTERESSE**

FORTALEZA

2022

FRANCISCO MATHEUS RODRIGUES DE SOUZA

O CONFLITO DE INTERESSE COMO FORMA DE EXERCÍCIO ABUSIVO DO DIREITO
DE VOTO DO AÇIONISTA NA COMPANHIA: UMA ANÁLISE DAS TEORIAS DO
CONFLITO FORMAL E DO CONFLITO SUBSTANCIAL DE INTERESSE

Monografia apresentada ao Curso de Direito da
Faculdade de Direito da Universidade Federal do
Ceará, como requisito parcial à obtenção do título
de Bacharel em Direito.

Orientadora: Prof. Dra. Uinie Caminha.

FORTALEZA

2022

Dados Internacionais de Catalogação na Publicação
Universidade Federal do Ceará
Sistema de Bibliotecas
Gerada automaticamente pelo módulo Catalog, mediante os dados fornecidos pelo(a) autor(a)

S238c Souza, Francisco Matheus Rodrigues de.
O CONFLITO DE INTERESSE COMO FORMA DE EXERCÍCIO ABUSIVO DO DIREITO DE VOTO DO ACIONISTA NA COMPANHIA : UMA ANÁLISE DAS TEORIAS DO CONFLITO FORMAL E DO CONFLITO SUBSTANCIAL DE INTERESSE / Francisco Matheus Rodrigues de Souza. – 2022.
53 f.

Trabalho de Conclusão de Curso (graduação) – Universidade Federal do Ceará, Faculdade de Direito, Curso de Direito, Fortaleza, 2022.

Orientação: Profa. Dra. Unie Caminha.

1. Direito Societário. 2. Conflito de interesse. 3. Conflito substancial de interesse. 4. Conflito formal de interesse. I. Título.

CDD 340

FRANCISCO MATHEUS RODRIGUES DE SOUZA

O CONFLITO DE INTERESSE COMO FORMA DE EXERCÍCIO ABUSIVO DO DIREITO
DE VOTO DO ACIONISTA NA COMPANHIA: UMA ANÁLISE DAS TEORIAS DO
CONFLITO FORMAL E DO CONFLITO SUBSTANCIAL DE INTERESSE

Monografia apresentada ao Curso de Direito
da Faculdade de Direito da Universidade
Federal do Ceará, como requisito parcial à
obtenção do título de Bacharel em Direito.

Aprovada em: 07 de dezembro de 2022.

BANCA EXAMINADORA

Prof. Dra. Uinie Caminha (Orientadora)
Universidade Federal do Ceará (UFC)

Prof. Dr. William Paiva Marques Júnior
Universidade Federal do Ceará (UFC)

Lanna Beatriz Sampaio Praciano (Mestranda)
Universidade Federal do Ceará (UFC)

Aos meus pais, Do Carmo e
Marcos. Vocês são tudo para mim.

AGRADECIMENTOS

Em primeiro lugar, agradeço a Deus, origem de tudo o que é bom e justo, por ter derramado suas bênçãos em minha vida, e à Virgem Maria, por ter me acompanhado em minha trajetória, sempre cuidando de mim.

Agradeço, com todo o meu coração, aos meus pais, Do Carmo e Marcos, por todo o amor que me deram. Esta monografia, como símbolo de finalização da minha graduação, é uma conquista que também pertence a eles, pois, apesar de toda a dificuldade socioeconômica enfrentada, eles conseguiram, com muito trabalho, amor e fé em Deus, educar seu filho e formá-lo em uma Universidade Federal. Os amos mais que tudo e tudo o que faço é por vocês.

Agradeço, também, à minha irmãzinha, Gabriela, do qual tenho muito orgulho de dizer que sou irmão. Sua dedicação e inteligência me inspiram. Obrigado por todos os conselhos e puxões de orelha.

Agradeço aos meus amigos, Luana Nantua e Luis Wandsberg, e ao meu primo, Ítalo Fernandes, por terem compartilhado a experiência da graduação comigo. Sem vocês tudo teria sido mais difícil e sem graça.

Agradeço à EJUDI Soluções Jurídicas, projeto que me ganhou o coração e que me proporcionou amadurecer pessoal e profissionalmente. Em especial, agradeço ao meu amigo, Felipe Alves, que me acolheu e que me instigou, sempre com um sorriso no rosto, a enfrentar os desafios da vida com coragem e esperança.

Agradeço ao Rocha, Araújo & Arrais Advogados Associados, por terem proporcionado a minha primeira experiência de estágio, me abrindo as portas do mundo da advocacia e me ensinando a ser resiliente.

Agradeço ao Braga, Lincoln e Seixas Advogados, em especial à Vitória Solano, por ter acreditado em mim, e aos sócios Roberto Lincoln e Leon Mello, por terem me dado a oportunidade de crescer e me desenvolver profissionalmente nesta que foi a minha casa durante a maior parte da minha graduação.

Agradeço, em especial, ao meu chefe e amigo Kalil Santiago da Costa, por ter, gentilmente, me “apadrinhado” em minha carreira, que só se inicia, me ensinado a ser um profissional de valor e um ser humano honrado. Seu trabalho, seus conselhos, sua fé, e a sua amizade, são fonte de inspiração para mim. Se um dia eu for metade do profissional e do ser humano que você é, saberei que estou no caminho certo.

Agradeço, por fim, à Banca Examinadora, por aceitar o convite de participar desse momento tão importante, e à professora Dra. Unie Caminha, por ter aceitado me orientar neste trabalho de pesquisa. É uma honra ter sido orientado por aquela que proporcionou as melhores experiências em sala de aula que eu tive durante a graduação, lecionando as matérias do direito que me tanto me cativaram.

“Que a tua vida não seja uma vida estéril. – Sê útil. - Deixa rasto. - Ilumina com o resplendor da tua fé e do teu amor.” (SÃO JOSEMARIA ESCRIVÁ).

RESUMO

A presente pesquisa visa explorar o conflito de interesse entre o acionista e a companhia como uma das hipóteses de exercício abusivo do direito ao voto do acionista, analisando, para tanto, duas correntes interpretativas quanto à configuração da abusividade do voto proferido em conflito de interesse: a teoria do conflito formal e a teoria do conflito substancial. Por meio do estudo de doutrinas especializadas e da jurisprudência administrativa da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), aborda-se, primeiramente, o conceito do exercício abusivo do direito ao voto do acionista, bem como as hipóteses trazidas pela legislação, para, depois, explorar as duas correntes interpretativas quanto à hipótese do conflito de interesse, demonstrando-se, ainda, a recorrente alternância de entendimento da CVM na aplicação do conflito de interesse como abuso do direito de voto. Por fim, conclui-se que se faz necessária a reforma da lei para que o legislador deixe claro a sua intenção quanto à forma correta de interpretar o conflito de interesse, uma vez que as lições doutrinárias não são suficientes para concluir qual das duas correntes interpretativas é a juridicamente correta ante os fundamentos apresentados por ambos os lados.

Palavras-chave: Conflito de interesse; interesse conflitante; direito ao voto; abuso no exercício do direito ao voto; conflito substancial de interesse; conflito formal de interesse.

ABSTRACT

This investigation aims to explore the conflict of interest between the stockholder and the company as one of the hypotheses of abusive exercise of the stockholder's right to vote, analyzing two interpretative currents related to the configuration of the unconscionability of the vote cast in conflict of interest: formal conflict theory and substantial conflict theory. Through the study of specialized doctrines and the administrative jurisprudence of the Brazilian Value's Commission of the Financial Titles (CVM). Firstly, we'll discuss the concept of the abusive exercise of the stockholder's right to vote, as well as the hypotheses brought by the legislation and, subsequently, the two interpretative currents will be explored related to the hypothesis of the conflict of interest, demonstrating the CVM's recurring change of understanding in applying the conflict of interest as an abuse of voting rights. Finally, was concluded that it's necessary the law's reform to the legislator makes clear his intention on the correct way to interpret the conflict of interest, because the doctrinal lessons are not enough to conclude which of the two interpretative currents it is legally correct in view of the grounds presented by both sides.

Keywords: Conflict of interest; conflicting interest; right to vote; abuse in the exercise of the right to vote; substantial conflict of interest; formal conflict of interest.

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

CVM	Comissão de Valores Mobiliários
SEP	Superintendência de Relações com Empresas
PAS	Processo Administrativo Sancionador

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	11
2 AS MODALIDADES DE EXERCÍCIO ABUSIVO DO DIREITO AO VOTO DO ACIONISTA E A TEORIA DO CONFLITO FORMAL DE INTERESSE.....	13
2.1 Aspectos Gerais Sobre as Companhias, o Direito de Voto e o Abuso no Exercício do Direito de Voto do Acionista.	13
<i>2.1.1 O abuso no exercício do direito de voto em deliberações relativas ao laudo de avaliação de bens com que o acionista concorrer para a formação do capital social..</i>	<i>18</i>
<i>2.1.2 O abuso no exercício do direito de voto em deliberações relativas às contas do acionista, enquanto administrador</i>	<i>20</i>
<i>2.1.3 O abuso no exercício do direito de voto em deliberações que beneficiem o acionista de forma particular</i>	<i>22</i>
<i>2.1.4 O abuso no exercício do direito de voto quando do interesse conflitante entre o acionista e a companhia</i>	<i>23</i>
2.2 O Artigo 115, §1º, da Lei n.º 6.404/76 e a Teoria do Conflito Formal de Interesse.	24
<i>2.2.1 Teoria do conflito formal de interesse: uma análise doutrinária</i>	<i>24</i>
<i>2.2.2 Teoria do conflito formal de interesse: uma análise da jurisprudência administrativa da CVM</i>	<i>26</i>
3 A TEORIA DO CONFLITO SUBSTANCIAL DE INTERESSE ENTRE O ACIONISTA E A COMPANHIA.....	32
3.1 Teoria do Conflito Substancial de Interesse: uma análise doutrinária.....	32
3.2 Teoria do Conflito Substancial de Interesse: uma Análise da Jurisprudência Administrativa da CVM	37
4 O CONFLITO DE INTERESSE NOS CASOS DA LIVRARIA SARAIVA E DA SPRINGER, E A MAIS RECENTE ALTERAÇÃO DE ENTENDIMENTO DA CVM..	42
4.1 O Conflito de Interesse no Caso da Livraria Saraiva (PAS CVM nº 19957.003175/2020-50)	42
4.2 O Conflito de Interesse no Caso da Springer (PAS CVM nº 19957.004392/2020-67)	46
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	48
REFERÊNCIAS	50

1 INTRODUÇÃO

O direito de manifestação de voto em assembleia geral, no que pese ser garantido pela lei aos acionistas que detém determinados tipos de ações, não é um direito absoluto, já que a própria lei impõe limites ao exercício desse direito. O artigo 115, da Lei n.º 6.404/76, é o responsável por relativizar o exercício desse direito, trazendo, em seu §1º, quatro *standarts* que limitam o voto do acionista, estabelecendo hipóteses em que haveria um exercício abusivo desse direito. Uma destas hipóteses, a última trazida pelo dispositivo legal, diz respeito ao “interesse conflitante com o da companhia”, entretanto, este *standart*, ao contrário dos outros, vem sendo alvo de extensas discussões na doutrina especializada desde a entrada em vigor da própria Lei n.º 6.404/76. Ocorre que a redação do dispositivo legal dá margem à existência de duas correntes interpretativas distintas e divergentes sobre a forma correta de configurar o interesse conflitante como uma das formas de exercício abusivo do direito de voto. Essa divergência, entre correntes interpretativas, reflete-se na jurisprudência administrativa da CVM, que vem alternando, nos últimos 20 anos, o seu entendimento sobre a interpretação do artigo 115, §1º, ora aplicando em seus julgamentos a chamada “teoria do conflito formal”, ora aplicando a chamada “teoria do conflito substancial”, gerando uma insegurança jurídica quanto à aplicação da lei.

O objetivo desta pesquisa é, portanto, analisar as hipóteses, de exercício abusivo do direito ao voto, consignadas no artigo 115 da Lei n.º 6.404/76, explorando as duas correntes interpretativas sobre o conflito de interesse do acionista com a companhia como uma dessas modalidades de exercício abusivo do voto: a teoria do conflito formal de interesse e a teoria do conflito substancial de interesse. Por conseguinte, é, também, objeto de análise desta pesquisa compreender quais os impactos que as frequentes alternâncias da CVM, no entendimento em relação à teoria a ser aplicada ao artigo 115, §1º, trará ao sistema jurídico societário brasileiro.

No primeiro capítulo, serão abordados os aspectos gerais que norteiam o exercício e o exercício abusivo do direito de voto dos acionistas de uma companhia, perfazendo uma análise de todos os *standarts* trazidos pelo artigo 115, §1º, da Lei n.º 6.404/76, com o objetivo de esclarecer as razões e os fundamentos que justificam a ilicitude das hipóteses legais. Ao final do capítulo, adentrar-se-á no mérito do último *standart* legal, o do “interesse conflitante com o da companhia”, analisando a corrente interpretativa da teoria do conflito formal de interesse, com base nos fundamentos doutrinários que norteiam esta teoria, bem como explorando precedentes da CVM que aplicaram a teoria do conflito formal em casos concretos.

No segundo capítulo, será abordada, por sua vez, a corrente interpretativa da teoria do conflito substancial de interesse, também chamada de teoria do conflito material, examinando as razões legais e doutrinárias que fundamentam esta segunda corrente interpretativa, assim como explorando outros precedentes da CVM que, em detrimento da teoria do conflito formal, aplicaram a teoria do conflito substancial em outros casos concretos, perfazendo uma alternância de entendimento sobre o tema.

No terceiro capítulo, serão abordados dois casos recentes que, mais uma vez, resultaram na mudança de entendimento da CVM sobre a interpretação do interesse conflitante do acionista com a companhia: o caso da Livraria Saraiva e o caso da Springer. Ademais, serão abordadas as problemáticas que a alternância jurisprudencial, sobre a aplicação das duas correntes interpretativas em casos concretos, traz à segurança do ordenamento jurídico brasileiro e ao próprio mercado, como também serão avaliados meios de suprir esta insegurança jurídica.

A metodologia utilizada, para tanto, será exploratória e qualitativa, a partir, principalmente, da análise bibliográfica de doutrinas especializadas e de artigos de lei, além da própria jurisprudência administrativa da CVM, tendo em vista as razões e fundamentos sobre o tema, manifestados, em julgamentos, pelos diretores da autarquia.

Ao final deste trabalho, com base na pesquisa feita, buscar-se-á responder aos seguintes questionamentos: qual teoria interpretativa do artigo 115, §1º, da Lei n.º 6.404/76, possui um fundamento mais robusto e convincente? Qual o impacto que a frequente alternância no entendimento da CVM sobre o tema traz à segurança do ordenamento jurídico societário do Brasil? Quais medidas podem ser tomadas para sanar o debate doutrinário e a insegurança jurídica da lei?

2 AS MODALIDADES DE EXERCÍCIO ABUSIVO DO DIREITO AO VOTO DO ACIONISTA E A TEORIA DO CONFLITO FORMAL DE INTERESSE

A Lei n.º 6.404/76 garante o direito ao voto na assembleia geral da companhia a determinados tipos de ações, como as ações ordinárias, que terão, cada uma, direito a um voto (BRASIL, 1976). Todavia, é reservado à companhia, mediante disposição estatutária, o direito de limitar o número de votos de cada acionista ou de atribuir uma pluralidade de votos a cada acionista, até mesmo de criar classe de ações que não tenham direito a voto, por exemplo. Contudo, uma vez que a ação venha a garantir o direito ao voto, este direito não pode ser limitado posteriormente, senão por força de lei. Nesse sentido, conforme preceituado na introdução deste trabalho, a lei limita o exercício do direito ao voto, estipulando determinados *standarts* que configurariam um exercício abusivo do direito de voto.

Neste capítulo, explora-se, portanto, cada um destes *standarts* legais, compreendendo as razões e os fundamentos que justificam a limitação do direito ao voto do acionista nos casos estipulados pela lei. Ademais, ao fazer a análise do último *standart* legal, o do “interesse conflitante com o da companhia”, explora-se a corrente interpretativa da teoria do conflito formal de interesse, buscando compreender quais as razões pelas quais afiliados a tal teoria defendem que esta seja a forma correta de interpretar o artigo 115 da Lei n.º 6.404/76, com base nas lições da doutrina especializada, bem como nas opiniões dos diretores da CVM, consignada em sua jurisprudência administrativa.

2.1 Aspectos Gerais Sobre as Companhias, o Direito de Voto e o Abuso no Exercício do Direito de Voto do Acionista.

O ordenamento jurídico comercial brasileiro permite que sejam enquadrados no conceito de empresa, trazido pelo artigo 966 do Código Civil, os empresários individuais e as sociedades empresárias. Até pouco tempo atrás, as Empresas Individuais de Responsabilidade Limitada (EIRELI's) também compunham este rol, entretanto, esta modalidade de empresa foi revogada pela Lei 14.382/2022, vez que entrou em completo desuso quando houve a reforma do artigo 1.502, §1º, promovida pela Lei 13.874/2019. Portanto, atualmente, considera-se como sendo empresário somente o indivíduo ou a sociedade de indivíduos que exerce profissionalmente atividade econômica organizada para a produção ou a circulação de bens ou de serviços.

Característica basilar que diferencia as sociedades empresárias dos empresários individuais é o fato de serem, as sociedades empresárias, pessoas jurídicas, com personalidade

jurídica própria, estas sendo capazes de contrair direitos e obrigações, mas incapazes de manifestar a sua vontade senão por meio de pessoas físicas que a governam. É por essa razão que as sociedades empresárias (na realidade, as pessoas jurídicas como um todo, a exemplo das associações civis etc.) necessitam de órgãos deliberativos, que convocam a reunião dos indivíduos que a governam, para manifestarem as suas vontades individuais que, em conjunto, constituem a vontade da sociedade, chamada de vontade social. Nesse interim, os empresários individuais podem, enquanto pessoas naturais que são, manifestar livremente a sua vontade a qualquer tempo, sem depender de órgãos deste tipo.

Nessa perspectiva, as companhias, chamadas de sociedades anônimas pelo Código Civil Brasileiro, e de sociedades por ações pela Lei n.º 6.404/76, são um dos tipos de sociedades empresárias que existem, sendo uma das formas de organização empresarial mais antigas da história do Direito Comercial, sendo-lhes reservadas os grandes empreendimentos do mercado, dada sua característica de priorizar o capital. As companhias são tão ligadas ao mercado que elas são o único tipo societário que sempre serão consideradas empresárias pela lei brasileira (BRASIL, 2002), independentemente da atividade que exercem, ao contrário dos outros tipos societários, como as sociedades limitadas, que, a depender da atividade exercida, podem ser consideradas sociedades simples, não empresárias (BRASIL, 2002).

Nas companhias, os indivíduos que as governam, de forma soberana, são os acionistas, em razão de serem os detentores das ações representativas do capital social. O governo destes acionistas é feito mediante uma reunião, chamada de assembleia geral, em que estes acionistas manifestam as suas vontades, dando vida à vontade social da companhia.

Contudo, essas manifestações de vontade dos acionistas não são feitas de qualquer forma. As assembleias gerais possuem uma série de ritos que garantem a sua legitimidade e eficácia. Nela, são postas em discussão deliberações pertinentes ao interesse do empreendimento, que compõem a ordem do dia, na qual os acionistas manifestam as suas vontades mediante o exercício do voto, podendo aprovar, reprovar ou se abster de votar em determinada matéria. Ou seja, o direito de voto é o direito do acionista de manifestar a sua vontade na assembleia geral, a favor ou contra a aprovação de proposta de deliberação, e de ter seu voto computado na formação da vontade social (LAMY FILHO; PEDREIRA, 1997).

Ademais, vale destacar que este direito ao voto não é conferido ao acionista enquanto um membro da comunidade social, que compõe o quadro societário da companhia. O direito de voto é conferido, na realidade, à ação, ao valor mobiliário, sendo exercido, logo, por quem a detém. Outra característica importante das companhias é que nem todas as ações dão direito a voto. Apenas algumas, as chamadas ações ordinárias, sempre garantirão este direito,

conforme preconizado pelo artigo 110 da Lei n.º 6.404/76. Isto porque o estatuto social pode privar ou restringir o direito de voto em relação às ações preferenciais, a uma ou mais classes destas.

À luz do estatuído nos artigos 110 e 111 da Lei n.º 6.404/76, pode-se inferir que três regras orientam genericamente o direito de voto: a) a cada ação ordinária corresponde um voto nas deliberações da assembleia geral; b) o estatuto pode deixar de atribuir às ações preferenciais, a uma ou mais classes destas, o direito de voto ou conferi-lo com restrições; c) e o estatuto pode estabelecer limitação ao número de votos de cada acionista (BRASIL, 1976).

A lei previa, ainda, uma quarta orientação quanto ao direito de voto, que era a vedação à atribuição de voto plural a qualquer classe de ações. Entretanto, esta vedação foi revogada por força da Lei 14.195/2021, de forma que atualmente é possível atribuir o voto plural, segundo a regulamentação implementada na Lei n.º 6.404/76.

Cabe asseverar, assim, que cada ação corresponde um voto, sendo ressalvadas as exceções estatutárias legalmente permitidas. No silêncio do estatuto, portanto, todas as ações terão direito a um voto (CAMPINHO, 2017).

Por conseguinte, há de se consignar que o voto proferido pelo acionista na assembleia geral, por mais que seja o exercício de um direito a ele conferido e por mais que seja a forma com que ele manifesta a sua vontade, não pode ser exercido em favor próprio ou em favor de interesses de terceiros que sejam alheios ao interesse da companhia. Isso acontece porque as companhias, na qualidade de sociedades empresárias que são, são constituídas com um objetivo claro de exercer determinada atividade econômica. Dessa forma, a vontade dos acionistas, manifestada na assembleia geral, deve sempre objetivar a continuidade da empresa em sua missão de exercer a atividade econômica, pela razão à qual foi constituída.

Assim, é natural que, no decorrer do desenvolvimento do negócio empresarial, o acionista se veja em diversas situações em que o seu interesse particular, enquanto pessoa independente, em determinada deliberação social, seja divergente do que seria o melhor interesse para a companhia. Todavia, nessas situações de conflito, o acionista deve cumprir com o seu dever como membro da comunidade social, dando prevalência ao interesse social da companhia em detrimento do seu interesse particular. Então, o direito do acionista de exercer o seu voto acaba sendo diretamente ligado a um dever, uma função, que é a de exercer este direito sempre no interesse da companhia. Destarte, um direito-função do acionista, limitado à consecução do objeto social da companhia (CUNHA, 2009).

Esse direito-função do acionista é previsto, de forma clara, no artigo 115 da Lei das Sociedades por Ações, que não só estipula que o voto deve ser dado no interesse da

companhia, como proíbe a hipótese contrária, em que o voto seja dado em interesse não favorável à companhia. Vejamos o que dispõe a íntegra do referido artigo:

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

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

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

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

§ 4º A deliberação tomada em decorrência do voto de acionista que tem interesse conflitante com o da companhia é anulável; o acionista responderá pelos danos causados e será obrigado a transferir para a companhia as vantagens que tiver auferido. (BRASIL, 1976).

Ao dispor que “O acionista deve exercer o direito a voto no interesse da companhia (...)”. (BRASIL, 1976), em nosso ordenamento jurídico, este é um dever-função do acionista, deixando claro o objetivo social da companhia, que nada mais é do que a consecução lucrativa da atividade econômica por ela exercida, é a finalidade magna do exercício do direito de voto, razão pela qual este deve ser sempre exercido com vistas ao interesse social por todos que compõem a comunidade acionária.

Pode-se dizer, entretanto, que há uma exceção a esta regra, em que o interesse próprio do acionista também é considerado, sem prejuízo ao interesse da companhia. É o caso do interesse que cada acionista possui em que a companhia gere lucros que lhes sejam, conseqüentemente, repartidos. Nesse sentido, Eizerik (2021, p. 243) bem leciona que:

O interesse social não constitui mero somatório dos interesses dos acionistas, nem é inteiramente autônomo dos interesses deles, estando vinculado a 2 (dois) elementos básicos: (i) a consecução do objeto social, ou seja, a realização das atividades empresariais para as quais a companhia foi constituída; e (ii) a produção de lucros a serem repartidos entre os acionistas.

Portanto, por essa razão, tem-se que a limitação ao exercício do direito de voto não pode ser fundamentada em uma ideia abstrata de impedir o voto que seja dado em interesse

próprio, uma vez que há hipóteses em que o interesse próprio do acionista não se opõe ao interesse da companhia, como no caso das deliberações ligadas à apuração de lucros, haveres, distribuição de dividendos etc. A limitação ao exercício do direito de voto tem que ser fundamentada em hipóteses claras e concretas, sem margem para ampliações subjetivas e interpretativas, até porque, por se tratar de um direito que o acionista que o possui, o direito de voto não pode ser cerceado, exceto por força de lei.

É com a finalidade de fundamentar estas hipóteses claras e concretas, que venham a limitar o exercício do direito de voto, que o legislador definiu, no *caput* do artigo 115 da Lei n.º 6.404/76, o exercício abusivo do direito de voto do acionista, como sendo aquele “(...) 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”. (BRASIL, 1976).

Pode-se dizer aqui que o legislador se inspirou, para tanto, na figura do abuso de direito, disciplinado no Código Civil Brasileiro, em seu artigo 187, que traz a figura do abuso de direito como modalidade de ato ilícito ao dispor que: “Também comete ato ilícito o titular de um direito que, ao exercê-lo, excede manifestadamente os limites impostos pelo seu fim econômico ou social, pela boa-fé ou pelos bons costumes”. (BRASIL, 2002).

Dessa forma, o *caput* do artigo 115 esclarece, portanto, o que fundamenta as hipóteses em que o voto do acionista será considerado como dado em interesse próprio. Entretanto, se este dispositivo legal se encerrasse em seu *caput*, a sua aplicação em casos concretos seria deveras muito preocupante, pois, por mais que o *caput* do artigo torne mais objetiva a ideia do abuso no exercício de direito ao voto, como sendo aquele dado com a finalidade “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”. (BRASIL, 1976), a sua redação não consegue, ainda, superar o caráter de subjetividade, deixando à margem da interpretação, em cada caso particular, para verificar se houve ou não um abuso no exercício do voto. À vista disso, o legislador traz, então, quatro parágrafos que exemplificam e disciplinam o abuso no exercício do direito de votos. Analisaremos todos, mas o primeiro parágrafo, sem dúvidas, é o que mais nos interessa, porque ele tipifica quatro hipóteses que caracterizam o abuso no exercício do direito de voto do acionista, trazendo *standarts* legais que objetivam a configuração abuso no direito de voto, resolvendo o problema da subjetividade do *caput* do artigo 115, que acaba tendo uma função mais relacionada à fundamentação dos *standarts* trazidos no artigo 115, §1º. Vejamos:

Art. 115. [...]

§ 1º o acionista não poderá votar nas deliberações da assembléia-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. (BRASIL, 1976).

A partir da análise do trecho acima, podemos, então, aferir que a Lei n.º 6.404/76 traz estes *standarts* necessários para caracterizar objetivamente as hipóteses de exercício no abuso do direito de voto. Pelo menos em suas três primeiras hipóteses, pois a última hipótese trazida pelo dispositivo, a de “interesse conflitante com o da companhia”, recai no problema de ser um *standart* subjetivo, o que causou, desde sempre, um debate na doutrina especializada e na jurisprudência administrativa da CVM sobre a forma correta de interpretar tal trecho, ensejando as duas teorias que serão estudadas neste trabalho. Mas, antes de adentrar neste debate, vamos continuar a tecer alguns comentários breves sobre o tema como um todo, mais precisamente, agora, sobre as três primeiras hipóteses de exercício abusivo do direito de voto trazidas pelo artigo 115, §1º.

2.1.1 O abuso no exercício do direito de voto em deliberações relativas ao laudo de avaliação de bens com que o acionista concorrer para a formação do capital social

É praxe que a legislação comercial brasileira permite que o capital social das empresas seja subscrito e integralizado mediante bens, tanto nas companhias, quanto nas sociedades limitadas, por exemplo. Todavia, a integralização de capital social de companhias com bens, subscritos por acionista, deve obedecer a uma série de regras estipuladas na Lei n.º 6.404/76, a exemplo do artigo 8º, que determina que os bens destinados à integralização de capital social devem ser avaliados por 3 (três) peritos ou por empresa especializada, segundo indicação feita pelos acionistas em assembleia geral (BRASIL, 1976). Neste caso, como poderia o acionista então, votar, de forma isenta e imparcial, tanto na deliberação que nomeia os peritos ou a empresa especializada para a avaliação de seus bens, quanto na deliberação que aprova a integralização destes?

É por isso que o §1º do artigo 115 veda, de forma absoluta, o exercício do direito de voto do acionista interessado. Este é um claro exemplo do caráter objetivo que os *standarts* do dispositivo legal trazem. Afinal, é impossível conceber a mais tênue imparcialidade na hipótese em que um acionista aprove a indicação feita por ele próprio de empresa especializada para avaliar os bens com que ele próprio concorre para a composição do capital

social. Logo, o voto proferido com a violação dessa norma é nulo de pleno direito, não importando o conteúdo do voto ou a intenção do acionista.

O objetivo é claro de impedir que os bens sejam avaliados em valores maiores do que o que a realidade estipula, garantindo a preservação do capital social. É o que leciona Nelson Eizirik:

A primeira hipótese de proibição do voto, de acordo com o §1º, ocorre na assembleia que delibera sobre o laudo de avaliação de bens do acionista, com os quais deseja concorrer para o capital social. Há uma presunção absoluta de que o acionista, no caso, não tem isenção para votar, quer na escolha dos peritos, quer no laudo por eles elaborado.

Tal vedação visa a preservar a realidade do capital, impedindo o acionista de utilizar o seu direito de voto para aprovar laudo que possa supervalorizar os seus bens. Como a vedação é absoluta, é irrelevante a intenção do acionista ou o conteúdo do seu voto. (EIZIRIK, 2021, p. 246).

No mesmo sentido, lecionam Lamy Filho e Pedreira (2017, p. 302-303):

A proibição do voto do acionista na deliberação relativa ao laudo de avaliação dos bens que contribuir para o capital (art. 115, §1) tem como objetivo precípua assegurar a realidade do capital social, garantindo a correta avaliação dos bens usados para integralização de ações da companhia e impedindo que acionista utilize seu direito de voto para aprovar laudo de avaliação prejudicial a companhia.

Trata-se de situação de conflito de interesses formal do acionista com a companhia. Nesses casos, (...), independentemente da intenção ou do conteúdo do voto do acionista, a deliberação caracteriza conflito determinado a priori vedando o exercício do direito de voto.

Existe, contudo, uma exceção a esta regra, trazida pelo artigo 115, §2º, da Lei n.º 6.404/76. Vejamos: “§ 2º Se todos os subscritores forem condôminos de bem com que concorreram para a formação do capital social, poderão aprovar o laudo, sem prejuízo da responsabilidade de que trata o § 6º do artigo 8º”. (BRASIL, 1976).

O artigo 115, §2º, estipula, nesse sentido, que se o bem a ser avaliado foi lançado à integralização de capital social por parte de todos, absolutamente todos os acionistas, é natural que a proibição do exercício do voto caia, pois, sendo de interesse particular de todos os membros da comunidade social, caso fosse aplicada a vedação legal, nenhum acionista poderia votar. O que significa que a integralização de bens na qual todos os acionistas forem condôminos, seria uma hipótese de integralização proibida nas companhias, por arrastamento da vedação legal. E essa, com certeza, não foi a intenção do legislador, uma vez que este quis deixar claro a exceção à regra da vedação, no artigo 115, §2º.

Ademais, sendo de interesse particular de todos, é de se esperar, também, que todos contribuam com o objetivo de impedir que haja uma supervalorização dos bens avaliados. Entretanto, o exercício do voto, neste caso, dos acionistas condôminos do bem, não exclui a responsabilidade estipulada no artigo 8º, §6º, da Lei n.º 6.404/76. *In verbis*:

Art. 8º (...)

§6º Os avaliadores e o subscritor responderão perante a companhia, os acionistas e terceiros, pelos danos que lhes causarem por culpa ou dolo na avaliação dos bens, sem prejuízo da responsabilidade penal em que tenham incorrido; no caso de bens em condomínio, a responsabilidade dos subscritores é solidária. (BRASIL, 1976).

Embora a supervalorização dos bens avaliados se torne mais dificultosa na hipótese em que todos concorrem para a formação do capital social, a dificuldade não significa impossibilidade, uma vez que, caso todos os acionistas quisessem agir com dolo, no sentido de fraudar o valor do capital social, nada impediria que os votos fossem computados e a ilegalidade, então, se instaurasse. É, então, por essa razão, que o legislador quis deixar claro que, nestas situações, todos os acionistas responderão pelos danos que forem causados à companhia ou a terceiros.

2.1.2 O abuso no exercício do direito de voto em deliberações relativas às contas do acionista, enquanto administrador

O segundo *standart* trazido pelo artigo 115, §1º, da Lei n.º 6.404/76, trata das deliberações de exame e apreciação das contas da administração da companhia, quando esta tiver sido exercida por acionista.

Um ponto de partida na análise dessa vedação é entender que a lei não proíbe que um acionista seja nomeado administrador da companhia. Na realidade, é até comum que isso ocorra no dia a dia das empresas. O que a lei proíbe é que o acionista de uma companhia, que seja administrador da mesma companhia, aprecie suas próprias contas. A apreciação das contas da companhia é matéria deliberada em assembleia geral, e sua reprovação, aprovação, ou aprovação é feita com ressalvas mediante o exercício do direito de voto dos acionistas. Dessa forma, o acionista-administrador, tem, então, o seu direito de voto restrito quando de matérias relativas às suas próprias contas como administrador.

A vedação ao exercício do voto, neste caso, se estende até mesmo quando manifestada na qualidade de procuradores de outros acionistas, nos termos do artigo 134, §1º, da Lei 6.404/76:

Art. 134. [...]

§ 1º Os administradores da companhia, ou ao menos um deles, e o auditor independente, se houver, deverão estar presentes à assembleia para atender a pedidos de esclarecimentos de acionistas, mas os administradores não poderão votar, como acionistas ou procuradores, os documentos referidos neste artigo. (BRASIL, 1976).

Esta hipótese é, também, um exemplo claro e objetivo de exercício abusivo do direito ao voto, já que há uma impossibilidade de apreciação imparcial por parte do acionista, que, caso pudesse fazê-lo, sempre votaria para aprovar as suas contas, pois há uma confusão entre as funções desempenhadas pelo acionista.

Trata-se, portanto, de mais uma hipótese de vedação absoluta, em razão do princípio de que ninguém pode julgar em causa própria; como o acionista não pode separar os dois papéis que desempenha, a Lei n.º 6.404/76 o impede de votar.

Nesse sentido, lecionam Lamy Filho e Pedreira (2017, p. 302):

Trata-se de situação de conflito de interesses *in re ipsa*, nas palavras de GALGANO, citado por BARROS LEÃES (2004b, v. I, p. 178), que decorre da posição ocupada pelos sócios-administradores em relação à sociedade. Considerando que não há como o acionista separar, no ato de exercício de seu direito de voto, os dois papéis que desempenha, a lei prevê que, por definição, o acionista está em conflito formal e, portanto, proibido de votar na deliberação acerca das próprias contas.

Além disso, existem exceções a esta vedação também. A primeira é que a limitação ao exercício do direito de voto, neste caso, somente se aplica às pessoas naturais que sejam administradoras e acionistas da companhia, de forma que se alguém for controlador de uma sociedade que seja acionista da companhia por ele administrada, não há o impedimento legal de voto. Excetua-se, claro, as situações em que o administrador realizar uma clara manobra fraudulenta para aprovar suas próprias contas. É o que leciona Eizirik (2021, p. 246-247):

Se alguém é controlador de sociedade que é acionista da companhia por ele administrada, não existe o impedimento a que exerça o seu direito de voto; a proibição somente se aplica à pessoa física que seja, ao mesmo tempo, acionista e administrador, dado o princípio da separação entre a pessoa jurídica e seus membros. Caso o administrador constitua uma nova sociedade pouco antes da assembleia e para ela transfira suas ações a fim de que ela vote para aprovar as suas contas, ficará caracterizada a manobra fraudulenta". Porém, se a pessoa jurídica não foi criada com o objetivo de fraudar a Lei das S.A., deve ser respeitada a separação da pessoa jurídica de seus sócios e admitido o voto.

A segunda exceção é encontrada no artigo 134, §6º, que permite que os acionistas participem da votação relativa aos documentos elencados no artigo 133 da Lei n.º 6.404/76, dentre os quais se encontram os relatórios da administração, os demonstrativos financeiros e o parecer do conselho fiscal quando os administradores forem os únicos acionistas da companhia, sendo ela uma companhia fechada. Vejamos: “Art. 134. (...)§ 6º As disposições do § 1º, segunda parte, não se aplicam quando, nas sociedades fechadas, os diretores forem os únicos acionistas”. (BRASIL, 1976).

Contudo, cabe destacar que o Superior Tribunal de Justiça, ao julgar o Recurso Especial 1.692.803-SP, de relatoria do Ministro Ricardo Villas Bôas Cueva, entendeu que “O fato de a sociedade ter somente dois sócios não é suficiente para afastar a proibição de o administrador aprovar suas próprias contas”. (SÃO PAULO, 2021). Conforme se pode aferir das informações do inteiro teor da decisão, o STJ entendeu que o texto legal não faz nenhuma ressalva quanto aos acionistas serem diretores somente em certo período do exercício. Ademais, ao se adotar esse entendimento, estaria se inaugurando um questionamento acerca de qual seria o prazo mínimo para ser afastada a proibição do artigo 115, § 1º, da LSA (uma semana, um mês ou um trimestre), esvaziando o conteúdo legal.

Assim, o fato de a sociedade ter somente 2 (dois) sócios não é suficiente para afastar a proibição de o administrador aprovar suas próprias contas, pois o acionista minoritário deverá proferir seu voto no interesse da sociedade, podendo responder por eventual abuso (SÃO PAULO, 2021).

2.1.3 O abuso no exercício do direito de voto em deliberações que beneficiem o acionista de forma particular

O terceiro *standart* trazido pelo artigo 115, §1º, da Lei n.º 6.404/76, trata dos casos em que o voto é proferido em matérias que possam beneficiar o acionista de forma particular, conferindo-lhe um benefício que não é conferido aos demais acionistas.

Aqui, entende-se que o benefício próprio pode se tratar de um benefício legal, como a concessão de opções de compra, partes beneficiárias ou a criação de planos de aposentadoria, que podem, inclusive, ser conferidos estatutariamente. O que não pode ocorrer é que a outorga desses favores seja feita pelo próprio beneficiado a si mesmo.

Quando há essa outorga, a exemplo de quando o voto do acionista beneficiado é decisivo para a aprovação da matéria que lhe beneficia, há configurado, portanto, o abuso no

exercício do direito de voto. Isto é, o seu interesse individual não abrange aqueles interesses que afetam todos os acionistas, como o existente na distribuição de dividendos, por exemplo, mas tão somente a sua situação própria (RIBEIRO, 2009, p. 363).

Ademais, o exercício do voto em deliberação, que confira benefício particular ao acionista, é um claro ato ilícito, reportando-se, inclusive, ao Direito Penal, que declara como delituosa, no artigo 177, §2º, do Código Penal Brasileiro, a conduta do “Acionista que, a fim de obter vantagem para si ou para outrem, negocia o voto nas deliberações de assembleia geral”. (BRASIL, 1940), diferindo-se, neste quesito, dos demais tipos de abuso (laudo, contas e interesse conflitante), cuja nulidade não necessariamente pressupõe o ilícito, pois, afinal, podem, o laudo e as contas, estar corretos e o contrato equitativo. Nesse sentido, por força do que dispõe o artigo 115, §1º, o voto dado nessa hipótese é absolutamente nulo, pois fere não só o princípio da prevalência do interesse social, mas também o da igualdade de direitos dos acionistas (CARVALHOSA, 2014).

Há, assim, um benefício particular quando o tratamento dado a determinado acionista não é equitativo, ainda que admitido pelo estatuto social (FRANÇA, 2009), logo, decorrendo na proibição absoluta de voto para o acionista beneficiário.

Portanto, o voto proferido por acionista em deliberação que lhe confira um benefício em particular e exclusivo, em detrimento dos demais acionistas, é nulo desde a sua manifestação, haja vista tratar-se de ato ilícito, com fundamento no artigo 115, §1º, da Lei n.º 6.404/76.

2.1.4 O abuso no exercício do direito de voto quando do interesse conflitante entre o acionista e a companhia

O quarto *standart* trazido pelo artigo 115, 1º, da Lei n.º 6.404/76 trata-se da hipótese de abuso do exercício do direito de voto quando do interesse conflitante do acionista com a companhia. A análise desta quarta e última tipificação é o objeto magno deste trabalho, pois, indo na contramão dos três primeiros casos, a hipótese de interesse conflitante dá margem a duas interpretações distintas sobre a sua aplicação.

Carvalhosa (2014), por exemplo, acredita se tratar de uma hipótese objetiva, como as outras três primeiras, o que ensejaria a aplicação formal do impedimento do voto. Já Lamy Filho e Pedreira (1997) e Eizirik (2021), acreditam se tratar de um *standart* subjetivo, ao contrário das três primeiras, o que ensejaria, por sua vez, a aplicação substancial do

impedimento do voto, isto é, seria necessário analisar cada caso concreto a fim de se verificar se houve ou não um conflito de interesse entre o acionista e a companhia.

A análise dessas duas vertentes interpretativas serão objeto das próximas páginas, que buscarão, na doutrina e na jurisprudência administrativa da CVM, compreender as razões pela qual os afiliados às teorias defendem a aplicação de suas vertentes. Analisaremos primeiro a chamada teoria formal do conflito de interesse.

2.2 O Artigo 115, §1º, da Lei n.º 6.404/76 e a Teoria do Conflito Formal de Interesse

Conforme visto anteriormente, a Lei n.º 6.404/76 trouxe, no artigo 115, §1º, quatro hipóteses taxativas de exercício abusivo do direito de voto, em que o acionista estaria, então, impedido de exercer o seu direito de voto nas assembleias gerais da companhia. As três primeiras hipóteses tratam de vedações claras e objetivas, relativas a deliberações ligadas ao laudo de avaliação de bens com que o acionista concorre para a formação do capital social, à aprovação de contas do administrador que seja acionista e a deliberações que beneficiem o acionista de forma particular, em detrimento dos demais.

A quarta hipótese, entretanto, relacionada às deliberações em que o acionista tiver “interesse conflitante” com o da companhia, vem sendo alvo, por muito tempo, de um extenso debate quanto à sua interpretação. Isto porque, enquanto alguns acreditam que o “interesse conflitante” é, também, uma hipótese clara, concreta e objetiva, que ensejaria, na mão dos demais hipóteses, uma vedação formal ao voto, outros acreditam, na realidade, tratar-se de uma hipótese subjetiva, circunstancial, que tentaria, mediante análise do caso concreto, uma posterior anulabilidade do voto. À primeira corrente interpretativa é dado o nome de teoria do conflito formal de interesse.

2.2.1 Teoria do conflito formal de interesse: uma análise doutrinária

A corrente interpretativa da teoria do conflito formal de interesse é minoritária na doutrina especializada. Não são muitos os que a defendem, mas os que a fazem, fazem com fundadas razões, que estudaremos a seguir.

O maior expoente doutrinário da teoria do conflito formal de interesse é Modesto Carvalhosa. Carvalhosa (2014) entende que quando a lei fala em interesse conflitante com o da companhia, ela se refere especificamente às situações em que há um negócio jurídico em

que uma das partes é o acionista interessado, enquanto a outra parte é a própria companhia. É o que Eizirik (2014), por sua vez, chama de negócio entre “partes relacionadas”.

Carvalhosa (2014) entende que, nestes negócios contratuais, o acionista interessado estaria impedido de formar, ao mesmo tempo, a vontade da companhia e a dele próprio, em razão das posições contratuais contrastantes ocupadas. Vejamos:

A quarta tipificação – ‘interesse conflitante com o da companhia’ - trata especificamente da celebração de negócio jurídico em que é parte o acionista interessado, de um lado, e a sociedade, de outro. A tipificação, assim, é de natureza contratual, ou seja: ocorre a nulidade do voto no caso de celebração de contrato com a companhia, de natureza bilateral ou unilateral, por estar o acionista interessado legalmente impedido de formar, ao mesmo tempo, a vontade da companhia e a dele próprio, nas posições contrastantes de alienante e comprador, ou vice-versa. (CARVALHOSA, 2014, online).

Justificando a sua posição, Carvalhosa (2014) leciona que a expressão utilizada “interesse conflitante”, utilizada no artigo 115, §1º, tem um sentido diferente da expressão “conflito de interesses”, comumente utilizada. É que, segundo o doutrinador, “interesse conflitante” teria uma carga semântica específica, relativa a negócios jurídicos de natureza obrigacional, como os contratos unilaterais e bilaterais.

Interesse conflitante de que fala a norma é restrito aos negócios jurídicos de natureza obrigacional constantes do Código Civil (contratos unilaterais ou bilaterais) que serão celebrados entre o acionista interessado e a companhia. Já “conflito de interesses” é expressão abrangente que não se confunde com o interesse conflitante ou contrastante, adotado pelo §1º e cujos efeitos são previstos no §4º. (CARVALHOSA, 2014, online).

Contudo, atendo-se à semântica das palavras, da mesma forma que Carvalhosa faz, é interessante notar o que diz exatamente o artigo 115, §4º, citado pelo autor no trecho abaixo.

In verbis:

§ 4º A deliberação tomada em decorrência do voto de acionista que tem interesse conflitante com o da companhia é anulável; o acionista responderá pelos danos causados e será obrigado a transferir para a companhia as vantagens que tiver auferido. (CARVALHOSA, 2014, online).

Pode-se notar que o dispositivo legal acima traz a expressão “interesse conflitante”, a mesma que é empregada no artigo 115, §1º, da Lei n.º 6.404/76, e não “conflito de interesses”. Ademais, a ordem trazida pelo artigo 115, §4º, é que as deliberações tomadas nesta hipótese de interesse conflitante são “anuláveis” e não nulas de fato, como ocorre nos três primeiros *standarts* legais do artigo 115, §1º. Essa expressão, portanto, parece favorecer a ideia de que

as situações de interesse conflitante merecem ser analisadas caso a caso, a fim de se verificar se houve ou não a configuração do ato ilícito, o que ensejaria a anulação do voto *a posteriori*.

Por conseguinte, um outro doutrinador que adota a corrente interpretativa da teoria do conflito formal de interesse é Mendonça (1959, p. 64):

(...) interesse oposto ao da companhia dá-se quando o administrador é parte em negócio que a sociedade está para concluir com ele, ou com outros juntamente com ele; em negócio no qual tenha vantagem ou interesse.

Pode se aferir que a opinião de Mendonça (1959) vai de encontro com a opinião de Carvalhosa (2014), vez que, o primeiro autor, também compreende que o conflito de interesse, que ele chama, no trecho acima, de interesse oposto ao da companhia, estaria configurado quando há um negócio contratual a ser firmado entre uma parte interessada que é diretamente ligada à sociedade, figurante do outro polo da relação contratual.

Nesse sentido, pode-se concluir que a teoria do conflito formal de interesse se fundamenta, principalmente, na ideia de que uma parte interessada, seja ela acionista ou administrador de uma companhia, não poderia firmar uma relação obrigacional com a companhia na qual ela é relacionada, pela razão de ser impossível aferir uma imparcialidade na relação jurídica existente, uma vez que a parte interessada estaria impedida de formar, ao mesmo tempo, a vontade da companhia e a vontade de si próprio.

Um outro argumento levantado pelos adeptos à teoria do conflito formal é que da mesma forma que os três primeiros *standarts* legais do artigo 115, §1º, da Lei n.º 6.404/76 trazem hipóteses objetivas, que ensejam uma vedação formal e antecipada do exercício do voto, o quarto *standart* também deveria ser uma hipótese objetiva, que ensejaria uma vedação formal, relacionada à posição contratual contrastante entre a parte relacionada com a companhia e a própria companhia, em negócios jurídicos obrigacionais.

2.2.2 Teoria do conflito formal de interesse: uma análise da jurisprudência administrativa da CVM

No que pese a teoria do conflito formal ser minoritária na doutrina especializada, há julgados administrativos da CVM que a aplicaram em casos concretos. Alguns deles, inclusive, ficaram bastante famosos.

Um destes casos é o Inquérito Administrativo n.º TA RJ 2001/4977, julgado em 19 de dezembro de 2001, que contou com a manifestação da Diretora Relatora Norma Parente no sentido de que o conflito de interesse presente no caso seria formal.

O caso se trata de um inquérito, proposto pela SEP, com o objetivo de averiguar se houve um exercício abusivo do direito ao voto, em razão de conflito de interesse, por parte da empresa Tele Celular Sul Participações S/A, uma vez que ela votou, em assembleia geral extraordinária da CTRM Celular S/A, pelo pagamento de 1% da receita líquida da CTRM Celular S/A à Telecom Italia Mobile, a título de *royalties* pelo uso da marca TIM. O alegado conflito de interesse estava no fato de que a Tele Celular Sul Participações S/A, além de ser a controladora CTMR Celular S/A, era controlada, então, pela Telecom Italia Mobile.

O julgamento analisou, também, se a celebração de contrato com a controladora indireta teria ocorrido sem a comprovação de que ele seria efetuado em condições equitativas com terceiros, o que é pressuposto legal para autorizar este tipo de negócio entre “partes relacionadas” (esse é um tema que será analisado no próximo capítulo).

Nesse sentido, conforme se pode verificar nos autos do processo administrativo, a Diretora Relatora Norma Parente defendeu a aplicação, ao caso concreto, da teoria do conflito formal de interesse. Vejamos um trecho do voto da Relatora:

10 Na presente hipótese, é inquestionável, a meu ver, que o benefício do controlador decorre do próprio contrato por figurar ele nos dois lados, razão pela qual deveria abster-se de votar independentemente de o contrato ser ou não equitativo. Trata-se de negociação consigo próprio

11 Ao referir-se a deliberações que puderem beneficiar o acionista, a lei não pressupõe que o acionista está contratando com a companhia contra o interesse social. Por outro lado, o conflito de interesses não pressupõe que os interesses sejam opostos mas que o acionista tenha duplo interesse.

12 O conflito de interesses, na verdade, se estabelece na medida em que o acionista não apenas tem interesse direto no negócio da companhia mas também interesse próprio no negócio que independe de sua condição de acionista por figurar na contraparte do negócio. Não precisa o conflito ser divergente ou oposto ou que haja vantagem para um e prejuízo para o outro. A lei emprega a palavra conflito em sentido lato abrangendo qualquer situação em que o acionista estiver negociando com a sociedade. (RIO DE JANEIRO, 2001).

Pode-se notar, portanto, que a Relatora se afilia à teoria defendida por Carvalhosa (2014), de que a vedação legal existente no artigo 115, §1º, seria uma vedação formal, em razão do acionista interessado estar impedido de formar, ao mesmo tempo, a vontade da companhia e a dele próprio, uma vez que este ocupava duas posições contratuais contrastantes.

Neste caso, a Relatora, entendendo haver configuração então, do conflito de interesse, propôs a aplicação de penalidade aos indiciados, com pena de multa de R\$ 100.000,00 (cem mil reais) à Tele Celular Sul Participações S/A, e pena de multa de R\$ 20.000,00 (vinte mil reais), e advertência, a Álvaro Pereira de Moraes Filho, representante legal da Tele Celular Sul Participações S/A.

Um outro caso importante, julgado pela CVM, foi o da Tractebel Energia S.A, que também ficou bastante conhecido na época.

O objeto deste inquérito foi averiguar a existência de um possível conflito de interesse em razão da aprovação, pelo Conselho de Administração da Tractebel Energia S.A., da proposta de aquisição da totalidade das ações ordinárias de emissão da Suez Energia Renovável S.A., que eram detidas pela GDF Suez Energy Latin America Participações Ltda., que é controladora da Tractebel. Neste caso, a SEP recebeu uma reclamação, encaminhada por e-mail, solicitando esclarecimentos sobre o Fato Relevante, publicado pela Tractebel Energia S.A, que trouxe, à luz, a aprovação da matéria pelo seu referido conselho de administração.

Em tratativas diretas com a Tractebel, a SEP manifestou seu entendimento no sentido de que o acionista controlador deveria abster-se de votar nas deliberações que potencialmente possam beneficiá-lo de modo particular ou em que tiver interesse conflitante com o da companhia. Entretanto, como a Tractebel contestou o parecer da SEP, a SEP submeteu o caso, então, à apreciação do colegiado da CVM.

Nesse ínterim, o Diretor Relator do caso, Alexsandro Broedel Lopes, conclui seu julgamento aderindo à teoria do conflito formal de interesse, sob o argumento de que este restaria configurado quando da existência de um contrato bilateral entre a companhia e o acionista interessado. Vejamos o seguinte trecho do voto:

68. Resumindo tudo que foi dito até o momento, o conflito de interesses, em maior ou menor grau, será inerente a uma situação que envolva contrato bilateral entre a companhia e o acionista. Portanto, nessas situações, presume-se que os acionistas contratantes não podem votar na assembléia geral que vá deliberar sobre o contrato de que são parte. (RIO DE JANEIRO, 2009).

Mais uma vez, uma das justificativas apresentadas é relativa à impossibilidade de o acionista segregar o seu interesse particular e o interesse social da companhia quando de deliberações relacionadas a estes negócios obrigacionais.

Todavia, um ponto interessante no caso da Tractebel, é que a empresa propôs a criação de um Comitê Especial Independente para Transações com Partes Relacionadas, nos moldes

preconizados pelo Parecer de Orientação CVM nº 35, com o objetivo de resolver a questão do potencial conflito de interesses do caso concreto.

Algumas das características deste comitê, segundo a descrição feita no próprio relatório do Diretor Alessandro Broedel Lopes, foram as seguintes:

- i. o Comitê seria criado pelo Conselho de Administração e seria composto exclusivamente por administradores da Tractebel, em sua maioria independentes, incluindo membros do Conselho de Administração e da Diretoria da Companhia, "assegurando a participação de pessoas com a especialização e o conhecimento operacional do setor elétrico";
- ii. o Comitê "teria por atribuição analisar e negociar, dentre outras matérias, qualquer projeto ou proposta de aquisição, pela Companhia a uma parte relacionada, incluindo o acionista controlador, de novo empreendimento ou empresa, seja mediante fusão, cisão, incorporação, incorporação de ações, compra e venda de ativos ou de ações";
- iii. o Comitê asseguraria "a definição independente das condições da transação, eliminando qualquer conflito de interesse material nas deliberações finais de sua aprovação";
- iv. por outro lado, tendo havido a negociação e a recomendação pelo Comitê, seria imprescindível que todos os seus acionistas pudessem votar, sem qualquer exclusão;
- v. com a constituição do Comitê referido, não haveria razão para limitar os seus efeitos às hipóteses de fusão, incorporação ou incorporação de ações, regidas pelo artigo 264 da Lei 6.404/76, pois, conforme o Parecer de Orientação CVM nº 35, a independência na condução das negociações é o ponto fundamental para a conclusão de operações equitativas. (RIO DE JANEIRO, 2009).

Entretanto, a proposta de criação do comitê não foi o suficiente para convencer o diretor-relator de que a proibição formal do voto do acionista controlador deveria ser afastada. Isto porque o problema magno discutido no caso é o conflito de interesses que haveria entre o acionista controlador e o acionista minoritário, e o comitê não previa a mitigação desse conflito. Nas palavras do relator:

69. Por outro lado, eventuais soluções que visem à solução do problema do conflito não devem ser rechaçadas de plano. Admito, ao menos em tese, que é possível o desenvolvimento de mecanismos estruturais que mitiguem ou resolvam, na prática, o conflito de interesses. Em outras palavras, não acredito ser impossível a solução do problema do conflito, por meio de mecanismos de controle e alinhamento de incentivos.

(...)

71. É exatamente o que ocorre no presente caso. A Tractebel propõe que seja criado, pelo Conselho de Administração da companhia, um Comitê Especial Independente para Transações com Partes Relacionadas ("Comitê"), composto exclusivamente por administradores, em sua maioria independentes, incluindo membros do Conselho de Administração e da Diretoria da Companhia.

72. Porém, como visto, o conflito de interesses que gera maior preocupação é aquele entre o controlador e o minoritário. E a proposta da companhia, da maneira como foi feita, não prevê a mitigação direta desse conflito, sendo que só a presença de membros da administração da companhia, ainda que independentes, não assegurará a proteção aos minoritários, com relação à negociação dos termos do contrato a ser firmado com o controlador.

73. A solução proposta pode, potencialmente, mitigar o conflito de interesses. Deve ser considerada, ainda, um ato de governança válido, até porque em linha com o que dispõe o Parecer CVM nº 35.

74. Deve-se frisar, porém, que o próprio Parecer CVM nº 35 deixa expresso que a sua aplicação é direcionada, especificamente, para a hipótese do artigo 264 da Lei nº 6.404, de 1976, que "criou um regime especial para as operações de fusão, incorporação e incorporação de ações envolvendo a sociedade controladora e suas controladas ou sociedades sob controle comum", caso em que o controlador pode, via de regra, exercer seu direito de voto. Portanto, a situação prevista no Parecer não excepciona, em absoluto, a previsão do parágrafo 1º do artigo 115, ora em análise.

75. Assim, não obstante os esforços empreendidos, entendo que o Comitê proposto pela Tractebel não elimina, de maneira efetiva, o problema do conflito de interesses, razão pela qual não vejo a medida como suficiente para superar a proibição de voto prevista no parágrafo 1º do artigo 115 da Lei 6.404/76.

76. Nesse sentido, é preciso que as propostas visem, em casos como o presente, à efetiva proteção dos acionistas minoritários, incluindo, por exemplo, a participação ativa destes na negociação das condições dos contratos que gerem as situações de conflito. (RIO DE JANEIRO, 2009).

O Diretor Relator do caso concluiu, dessa forma, que o tratamento adequado seria a abstenção do voto do acionista controlador na deliberação que tratasse da aquisição das ações ordinárias da Suez Energia Renovável S.A. Ou seja, concluiu pela aplicação da teoria do conflito formal de interesses, em que o acionista diretamente interessado fica previamente proibido de votar.

Estes dois casos, o da Tele Celular Sul Participações S/A e o da Trectebel Energia S.A., não foram os únicos em que a CVM, por meio de seus diretores, manifestou entendimento de que a forma correta de interpretar o conflito de interesse seria segundo a teoria do conflito formal. Outros diretores já se manifestaram, também, pela aplicação da teoria do conflito formal de interesses, a exemplo de Pedro Oliva Marcilio de Sousa, conforme a seguir:

Para os administradores, vige o conflito formal. Esse tratamento diferenciado vem do próprio texto legal que, além de vedar a participação nos atos relativos à operação, determina que o administrador revele o conflito. Adicionalmente, ao contrário do acionista, que pode agir no interesse próprio, essa faculdade não é conferida ao administrador, que age, sempre, no interesse da companhia ou da coletividade de seus acionistas. O § 1º do art. 156 estabelece a necessidade de comutatividade (condições razoáveis e equitativas) e liga-a não só às condições de mercado, mas também às condições em que a companhia contrataria com terceiros. Estabelece, portanto, critérios semelhantes ao *entire fairness* (justiça integral) ou o *intrinsic fairness* (justiça intrínseca) (...). (RIO DE JANEIRO, 2005).

Wladimir Castelo Branco também explica que:

A Lei n.º 6.404/76, em seu art. 156, vedou aos administradores intervirem nas operações sociais em que tiverem interesse conflitante com o da companhia, bem como naquelas deliberações do conselho de administração que a esse respeito tomarem os demais administradores. (...), pode-se concluir que no caso dos

administradores é vedada a participação do administrador em qualquer tratativa ou deliberação referente a uma determinada operação em que figure como contraparte da companhia ou pela qual seja beneficiado. O disposto em tal § 1º deve ser lido, a meu juízo, como "ainda que o administrador não participe da deliberação, somente poderá contratar com a companhia...". (...) Conclui-se, portanto, que o conflito de interesses é, no caso do art. 156 da Lei 6.404/76, presumido, isto é, independe da análise do caso concreto a sua aplicação, restando os administradores da companhia impedidos participar de qualquer tratativa ou deliberação referente a uma determinada operação em que figure como contraparte da companhia ou pela qual seja beneficiado, independentemente se está a se perseguir o interesse social ou não. (RIO DE JANEIRO, 2004).

Logo, o que pode se verificar, pela análise da doutrina e da jurisprudência administrativa da CVM, é que a teoria do conflito formal de interesse é construída, principalmente, sobre a ideia de que em uma relação contratual entre partes relacionadas não há como garantir uma imparcialidade no exercício do direito de voto por parte do acionista que seja diretamente interessado, uma vez que este também é diretamente interessado pelo outro lado da relação contratual. Nessa hipótese haveria, portanto, uma vedação legal ao exercício do voto, da mesma forma que as três outras hipóteses do §1º do artigo 115, e o voto que tiver sido proferido em deliberações correlata a conflito de interesse, é um voto nulo e não posteriormente anulável.

Esta é a teoria do conflito formal de interesse, que prevalece entre a minoria da doutrina especializada do Direito Comercial. Doravante, abordaremos a chamada teoria do conflito substancial de interesses.

3 A TEORIA DO CONFLITO SUBSTANCIAL DE INTERESSE ENTRE O ACIONISTA E A COMPANHIA

Conforme abordado no capítulo anterior, a redação do art. 115, §1º, da Lei n.º 6.404/76 dá margem a duas correntes interpretativas quanto ao conflito de interesse entre o acionista e a companhia. A primeira, já analisada, é a teoria do conflito formal. A segunda, que estudaremos a seguir, é a chamada teoria do conflito substancial (ou material) de interesse.

Neste capítulo, abordaremos as lições doutrinárias sobre esta teoria, bem como a jurisprudência administrativa da CVM sobre o tema, com a finalidade de compreender, em toda sua amplitude, as razões nas quais os filiados a tal teoria a defendem como a forma correta de interpretar o dispositivo legal em comento.

3.1 Teoria do Conflito Substancial de Interesse: uma análise doutrinária.

A teoria do conflito substancial de interesse também pode ser chamada de teoria do conflito material de interesse, isto porque, segundo esta corrente interpretativa, quando acontece uma hipótese em que há um conflito de interesse entre o acionista e a companhia, o que importa analisar não é a relação contratual entre as partes relacionadas em si, sob uma perspectiva meramente formal, mas sim a matéria do caso, a substância e a subjetividade, que acarreta esta relação contratual.

No que pese a teoria do conflito formal ser defendida por doutrinadores renomados, como Modesto Carvalhosa, um fator a se considerar é que estes não compõem a maioria. A maior parte da doutrina especializada no tema, na realidade, defende a teoria do conflito material como sendo a forma correta de interpretar a legislação societária.

É o caso de Nelson Eizirik, cuja doutrina exprime que a aplicação da teoria formal do conflito de interesse prejudicaria toda e qualquer hipótese de negócio entre partes relacionadas, o que confrontaria a própria legislação societária (EIZIRIK, 2021). Entretanto, para compreender o raciocínio de Eizirik, devemos, primeiro, retomar o conceito de negócio entre partes relacionadas.

O doutrinador, ao lecionar sobre o artigo 115 da Lei n.º 6.404/76, começa falando destes negócios entre partes relacionadas, que nada mais seriam do que relações contratuais firmadas entre acionistas e a companhia ou entre administradores e a companhia, ou seja, são negócios em que as partes contratuais estão diretamente relacionadas, mas que figuram em polos distintos na relação contratual (EIZIRIK, 2021). Eizirik, destaca a validade destas

relações contratuais, bem como o fato de que elas podem acabar, por razões práticas, sendo mais lucrativas do que se realizadas com terceiros. Vejamos:

Atualmente, são consideradas válidas tais negociações por razões de ordem prática: em muitos casos, os controladores e administradores são os únicos com quem a companhia pode negociar (particularmente se for um pequeno empreendimento), ou porque eles podem melhor avaliar a companhia ou porque negociar acontecer os implicaria a revelação dos segredos comerciais. Desse modo, tais operações podem ser mais lucrativas do que as que seriam realizadas com pessoas que não conhecem bem o negócio e, conseqüentemente, não estão informadas sobre o seu real valor. (EIZIRIK, 2021, p. 240).

Todavia, a validade destes negócios não é absoluta. Existe uma substância que garante a validade destas relações, justamente como um contrapeso ao fato de serem relações firmadas entre partes envolvidas. Esta substância, que pode ser enxergada, portanto, como um requisito de validade, é a existência de uma condição equitativa para ambos os lados do negócio. Dessa forma, havendo condições equitativas para ambas as partes, não haveria o que se falar, logo, chegando-se à invalidade de negócios firmados entre partes relacionadas.

Se observarmos alguns dispositivos legais, é possível verificar que a Lei n.º 6.404/76 coaduna com esta linha de raciocínio. Vejamos, por exemplo, o artigo 117, §1º, alínea “f”, que trata das modalidades de responsabilidade do acionista controlador quando da prática de atos com abuso de poder:

Art. 117. O acionista controlador responde pelos danos causados por atos praticados com abuso de poder.

§ 1º São modalidades de exercício abusivo de poder:

[...]

f) contratar com a companhia, diretamente ou através de outrem, ou de sociedade na qual tenha interesse, em condições de favorecimento ou **não equitativas** (grifo nosso); (BRASIL, 1976).

Analisando o dispositivo acima, nota-se que a prática do abuso de poder por parte do acionista controlador se dá quando a contratação com a companhia é feita em condições de favorecimento a uma das partes ou não equitativas. Isto é, fazendo-se presentes condições equitativas no negócio contratual, não haveria o que se falar em ato praticado com abuso de poder.

Um outro exemplo é o do artigo 245, que determina que os administradores da companhia, pertencente a um grupo de sociedades “de fato”, devem zelar para que os negócios firmados entre estas sociedades observem condições “estritamente comutativas”.

Art. 245. Os administradores não podem, em prejuízo da companhia, favorecer sociedade coligada, controladora ou controlada, cumprindo-lhes zelar para que as operações entre as sociedades, se houver, observem condições **estritamente comutativas**, ou com pagamento compensatório adequado; e respondem perante a companhia pelas perdas e danos resultantes de atos praticados com infração ao disposto neste artigo. (BRASIL, 1976, grifo nosso).

Pode-se falar, ainda, do artigo 156, §1º, que garante ao administrador da companhia a possibilidade de contratar com a companhia, desde que observada, segundo o dispositivo legal, “condições razoáveis ou equitativas, idênticas as que prevalecem no mercado ou em que a companhia contrataria com terceiros”. (BRASIL, 1976). Observemos abaixo:

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

§ 1º Ainda que observado o disposto neste artigo, o administrador somente pode contratar com a companhia em **condições razoáveis ou equitativas**, idênticas às que prevalecem no mercado ou em que a companhia contrataria com terceiros. (BRASIL, 1976, grifo nosso).

Sendo assim, é evidente que a legislação societária brasileira permite a negociação entre partes relacionadas, desde que seja observada condições equitativas, “(...) idênticas as que prevalecem no mercado ou em que a companhia contrataria com terceiros”. (BRASIL, 1976).

Aqui, já é possível notar uma diferença quanto à teoria do conflito formal de interesse que, como explanado anteriormente, entende a tipificação trazida pelo artigo 115, §1º, como uma tipificação caracterizada em todo negócio jurídico bilateral em que o acionista e a companhia figurem como partes contratantes, o que significaria que o voto do acionista interessado em toda e qualquer matéria relativa a negócios entre partes relacionadas seria, portanto, proibido.

Eizirik (2021) firma o seu entendimento de que esta aplicação interpretativa do §1º contrariaria, logo, a própria legislação societária ante as previsões expressas da lei, citadas acima, que garantem os negócios entre partes relacionadas como legítimos, desde que apresentem o requisito de terem sido firmados em condições equitativas. Leiamos a seguir:

Em princípio, não faz sentido proibir-se, em termos absolutos, o voto quando há de conflito de interesses. Tal acarretaria a proibição de voto em todo qualquer negócio jurídico entre a companhia e o acionista, sob a presunção de sua ilegitimidade, que contraria o legal de que companhia pode contratar com o acionista, inclusive o dor, em equitativas (artigo 117, § 1º, alínea "f"). Consequentemente, deve ser

demonstrado que o interesse do acionista apresenta um conflito efetivo com o interesse social, não meramente hipotético ou eventual.

Ademais, o acionista pode, em situação de conflito de interesses, votar no interesse da sociedade, ou por razões altruístas, ou porque, dada a relevância de sua participação acionária, obterá maior benefício privilegiando o interesse da companhia do que seu individual. Em tal hipótese, evidentemente, o voto é regular. que, então, vedá-lo previamente à sua manifestação? (EIZIRIK, 2021, p. 254).

Nesse sentido, é que o autor supracitado defende a correta interpretação do artigo 115, §1º, da Lei n.º 6.404/76, sobretudo quanto ao interesse conflitante, que seria sob a ótica substancial ou material, devendo-se, portanto, analisar cada caso concreto a fim de verificar se os negócios entre partes relacionadas foram firmados em condições não equitativas, ou seja, em que o acionista tenha, portanto, exercido o seu direito de voto, privilegiando o seu interesse em detrimento do interesse social da companhia.

Seria, dessa forma, o fato de o acionista votar visando a obter vantagem individual a que não faça jus, aliado ao dano atual ou potencial para a companhia, que caracterizaria o conflito de interesses capaz de determinar o impedimento de voto do acionista (FRANÇA, 2002).

Esta análise do caso concreto só poderia se dar posteriormente à deliberação, o que significa que o voto do acionista em interesse conflitante seria anulável, e não nulo. Ainda, para comprovar o ato ilícito, seria necessário demonstrar o conflito de interesse, a prova do dano e a prova de que o voto do acionista interessado tenha sido determinante para a aprovação da matéria, conforme destaca Eizirik (2021, p. 255):

Portanto, o ato ilícito fica caracterizado quando o acionista exerce o direito de voto em situação de conflito substancial com a companhia, o que somente pode ser apurado mediante um exame do conteúdo da deliberação e das suas consequências para a sociedade.

Para a anulação da deliberação, é indispensável a demonstração (i) do conflito de interesses; (ii) da prova do dano, atual ou potencial, sofrido pela companhia; e (iii) de que o voto do acionista com interesse conflitante tenha sido determinante para a formação da maioria.

Outro expoente importante da teoria do conflito substancial de interesse é a obra de Lamy Filho e Pedreira (1997). Segundo estes doutrinadores, o conflito de interesse consubstanciado no artigo 115, §1º, só estaria configurado quando houvesse, no caso concreto, uma coexistência danosa entre dois interesses distintos, de forma que um precisaria ser sacrificado em detrimento do outro. Dessa maneira, na ausência desta coexistência danosa,

não restaria configurado o conflito de interesse de que trata o artigo. Nas palavras de Lamy Filho e Pedreira (1997, p. 308):

O conflito de interesses existe quando o interesse particular do sócio e o interesse social, este entendido como o interesse comum dos sócios, estão em situação contraposta ou antagônica. Na opinião de BATALLER (1977, p. 262), esse contraste de interesses deve ser real e não meramente hipotético, uma vez que é situação cuja existência se deduz de feitos exteriores e será necessário que tais feitos existam de forma inquestionável.

A expressão "contraposta ou antagônica" é usada porque, caso exista a possibilidade de coexistência não danosa entre os dois interesses dispares, não há que se falar em conflito de interesses. O interesse distinto pode ser complementar, não excludente. O conflito nasce no momento em que os interesses são mutuamente excludentes (ainda que em parte), em que um necessariamente prejudica o outro, e em que o acionista se volta para fora do círculo societário, no qual está intimamente ligado a seus pares e aos destinos do empreendimento comum, para decidir o conteúdo do seu voto. Exerce, pois, seu direito de voto para satisfazer a esse interesse externo, estranho. A existência do conflito ameaça o comando genérico, contido na LSA, de que o acionista deve exercer seu direito de voto no interesse da companhia, à medida que adiciona, ao processo de convencimento e de formação de vontade do acionista, elementos estranhos à comunhão. O resultado é que o voto, que deveria ser exercido com a finalidade de atender o interesse comum, é exercido para satisfazer interesse particular do acionista ou de terceiro. Desse exercício viciado do direito de voto configura-se o conflito proibido pela LSA.

Lamy Filho e Pedreira (1997) também destacam o fato de que, no que pese o artigo 115, §1º, relacionar o conflito de interesse como uma suposta proibição de voto, o artigo 115, §4º, conforme dito anteriormente, dispõe que a deliberação tomada em decorrência do voto em conflito de interesse é anulável, e não nulo, o que demonstra que a lei dá a entender que o voto possa ser proferido, mesmo em conflito de interesse. Vejamos, então:

O§ 1º do artigo 115 relaciona o conflito de interesses como caso de proibição de voto. No entanto, o § 4º do mesmo artigo dispõe que a deliberação tomada em decorrência do voto em conflito é anulável. Apesar da aparência de proibição e de discrepância entre as normas, pressupõe a LSA que o acionista possa exercer o voto mesmo em conflito. (LAMY FILHO; PEDREIRA, 1997, p. 309).

A corrente interpretativa do conflito substancial de interesse é o entendimento majoritário da doutrina especializada, podendo-se citar, ainda, exemplos como Teixeira e Guerreiro (1979, v. 1, p. 278), que concordam que, devido à larga abrangência da última parte do §1º do artigo 115, a identificação da circunstância de conflito de interesses realmente só pode se dar à vista do caso concreto. A lei trata, nesse particular, do conflito substancial, não do conflito formal.

Tanto é assim que a sanção legal, conforme dito, é a anulabilidade do voto, tal qual o abuso do direito de voto, e não a nulidade, como nas três primeiras hipóteses de conflito de interesse formal.

3.2 Teoria do Conflito Substancial de Interesse: uma Análise da Jurisprudência Administrativa da CVM

Analisando a jurisprudência da CVM, é possível anotar alguns casos em que a autarquia adotou a teoria do conflito substancial, em contrapartida aos julgados citados no capítulo anterior, o que demonstra a falta de estabilidade nessa concorrência interpretativa, que vem mudando continuamente.

Um destes casos é o Inquérito Administrativo CVM n. TA RJ 2002/1153, julgado em 06 de novembro de 2002. O objeto deste inquérito instaurado pela SEP, foi a aprovação de um Acordo de Prestação de Serviços Gerenciais, por parte da Tele Norte Leste Participações S/A, a ser celebrado entre a Telemar Participações S/A, sua controladora, e as companhias concessionárias.

Ocorre que, segundo o relatório do inquérito, a aprovação do acordo, feita em assembleia geral, contou com os votos da Fundação SISTEL de Seguridade Social e Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil (PREVI) e dos Fundos Mútuos de Investimento em Ações – Carteira Livre I e Carteira Livre BB Guanabara, sendo que a PREVI e a SISTEL eram os únicos cotistas deste fundo.

A participação, em conjunto, desses acionistas representava cerca de 9,5% do capital social da Tele Norte Leste. Ademais, a PREVI e a SISTEL detinham, conjuntamente, 77,84% do capital social do fundo FCF – controlador da Fiago Participações S/A, que, por sua vez, possuía 19,90% do capital da Telemar Participações, a controladora da Tele Norte. Individualmente, a Fiago era a segunda maior acionista da Telemar Participações.

Foi então que, em razão da participação indireta na Telemar, através da Fiago, identificou-se um possível conflito de interesses nos votos dos representantes da PREVI e da SISTEL, tendo em vista que, para elas, o acordo teria um impacto menor do que para os demais acionistas e a deliberação não seria aprovada sem os seus votos e dos fundos por elas controlados. Nas palavras da relatora:

4. Em função de participação indireta na TELEMAR, através da Fiago, a Superintendência de Relações com Empresas – SEP identificou um possível conflito de interesses nos votos dos representantes da PREVI e da SISTEL, tendo em vista

que para elas o acordo teria um impacto menor que para os demais acionistas e a deliberação não seria aprovada sem os seus votos e dos fundos por elas controlados.

5. Diante desses fatos, a SEP propôs a abertura de inquérito administrativo para a apuração completa dos fatos e a imputação de eventuais penalidades a seus responsáveis por eventual conflito de interesses, em desrespeito ao parágrafo 1º do artigo 115 da Lei nº 6.404/76 (fls. 01 a 05). (RIO DE JANEIRO, 2002).

No caso em epígrafe, venceu a corrente interpretativa da teoria do conflito substancial, por meio do voto do diretor Luiz Antonio Sampaio Campos, que entendeu não ter se configurado o conflito de interesse. É que, para o diretor, o conflito de interesses deve necessariamente constituir um conflito substancial, inconciliável, estridente, colidente e em convergência com a doutrina de Nelson Eizirik e Lamy Filho e Pedreira.

Em seu voto, o diretor reafirma a sua posição na defesa da aplicação da teoria do conflito material. Ele começa apontando a divergência que deve ser feita no conceito de conflito de interesse, fazendo uma análise preliminar semântica da questão, em que conclui ser da essência da palavra conflito o choque, a divergência acentuada, a oposição e o antagonismo.

7. A divergência principal está no conceito de conflito de interesse e a forma de examiná-lo.

8. O entendimento preconizado no voto da Diretora Relatora seria no sentido de que "não precisa o interesse ser divergente ou oposto ou que haja vantagem de um e prejuízo para o outro" (cf. item 32 do voto vencido) e que "o conflito de interesses não exige que os interesses sejam opostos, mas que o acionista tenha duplo interesse" (cf. item 62 do voto vencido) e, finalmente, que "a lei emprega a palavra conflito em sentido lato".

9. Começamos, então, pelos léxicos:

Aurélio Buarque de Holanda Ferreira:

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

Antônio Houaiss:

"Conflito (...) 1 profunda falta de entendimento entre duas ou mais partes (...) 2 p.ext. choque, enfrentamento (...) 4 p.ana. ato, estado ou efeito de divergirem acentuadamente ou se oporem duas ou mais coisas (...) c. de direitos jur convergência de direitos antagônicos de dois ou mais indivíduos, que obriga a que nenhum deles tenha exercício pleno ou exerça gozo exclusivo do direito do qual se arroga titular: colisão de direitos (...)" (grifou-se)

10. Vê-se, de início, que a lição dos léxicos não socorre a tese defendida no voto vencido, pois que, mesmo "no sentido lato", denota ser da essência do termo vernacular conflito o choque, a divergência acentuada, a oposição, o antagonismo. (RIO DE JANEIRO, 2002).

Por conseguinte, o diretor Sampaio Campos complementa a sua fundamentação, no sentido de que o conflito de interesse é: (i) um conflito "extrasocial", que não decorre da situação de sócio do acionista e é (ii) substancial, que não permitiria uma convergência ou conciliação. Logo, o diretor destaca o seu posicionamento de que o conflito de interesse,

previsto no §1º do artigo 115, de fato é um conflito absolutamente inconciliável, em que não há, em qualquer hipótese, uma possibilidade de convergência entre as partes. É um conflito que, em tese, choca-se, colide e diverge, sacrificando um interesse, seja o interesse próprio ou o interesse social, em prol do outro.

12. Nessa linha, primeiramente, deve ficar dito que o interesse em conflito há de ser extrasocial, não decorrente da situação de sócio do acionista. Este interesse extrasocial, estranho mesmo à relação social, é que deve se contrapor ao interesse social. A contraposição entre interesses de acionistas não autoriza a aplicação do parágrafo 1º do artigo 115 da Lei nº 6.404/76.

13. Mais ainda, esta contraposição, este conflito, deve ser substancial (e não apenas formal), efetivo e inconciliável. Seria aquele conflito de interesse que não permitiria a convergência ou a conciliação, mas que, para o atendimento do interesse de uma das partes, necessariamente se exigiria o sacrifício da outra parte. Para se alcançar um interesse, ter-se-ia invariavelmente que prejudicar o outro.

14. 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. (RIO DE JANEIRO, 2002).

O diretor conclui o seu voto entendendo que no caso não estaria comprovada a ocorrência do conflito de interesses, com fundamento na necessidade de se demonstrar um real sacrifício de interesse, o que não haveria sido feito pela Comissão de Valores Mobiliários durante o inquérito. Justificativa que rememora a lição doutrinária de Eizirik (2021), que aduz ser necessário, para comprovar o conflito de interesses, que se demonstre a prova do dano causado, além do conflito de interesse em si e da prova de que o voto do acionista interessado tenha sido determinante para a aprovação da matéria.

89. Por todas estas razões acima expostas é que entendo que, no caso, não está, pelo menos por ora, comprovada a ocorrência de conflito de interesses, nem que o contrato aprovado seria lesivo ao interesse social. De fato, o voto da Diretora Relatora expressamente reconhece que não faz qualquer juízo de valor sobre a lesividade ou não dos votos proferidos ao interesse social.

90. Como dito, a meu ver, para entender que haveria proibição de voto e que, portanto, o voto proferido teria sido ilegal, a CVM deveria ter comprovado que efetivamente o interesse social havia sido sacrificado, e isso, com vantagem de estar falando já após os fatos.

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

92. Em decorrência disto, divirjo da Diretora Relatora, e voto no sentido da absolvição dos Defendentes das acusações que lhes foram imputadas, abstendo-me de fazer qualquer juízo de valor a respeito de contratos como os da espécie.

Um outro caso analisado pela CVM, em que se adotou o posicionamento do conflito material de interesse, foi o relacionado ao Processo Administrativo CVM SEI 19957.005749/2017-29, julgado em 26 de setembro de 2017, com destaque para o voto do diretor Gustavo Machado Gonzalez. Neste caso, coube ao colegiado da autarquia analisar um recurso interposto pelo Estado de São Paulo contra o entendimento da Superintendência de Relações com Empresas – SEP, de que o Estado de São Paulo não poderia votar na assembleia geral extraordinária da Empresa Metropolitana de Águas e Energia S.A. (EMAE), sob o fundamento de haver interesse conflitante na deliberação da matéria relacionada a uma proposta de acordo entre a EMAE e a Companhia de Saneamento Básico de São Paulo, que regulava o encerramento de litígios entre a Companhia de Saneamento Básico de São Paulo e EMAE decorrentes da captação de água, pela primeira, de reservatórios da segunda, sem a devida contraprestação.

Logo na introdução de seu voto, o diretor Gustavo Machado Gonzalez divergiu dos demais diretores por entender que a Lei das Sociedades por Ações adota a teoria do conflito material como a forma correta de interpretar o conflito de interesse, destacando, ainda, a característica divergente dos interesses em análise e o fato de só ser possível exercer um juízo sobre o conflito posteriormente ao exercício do direito de voto, cabendo, caso seja comprovado o conflito, a anulação do voto, e não o impedimento do acionista de votar. Nas palavras do diretor:

4. Com relação ao conflito de interesses, divirjo dos demais Diretores por entender que a Lei das Sociedades por Ações regula as hipóteses de conflito de interesse a partir de uma análise substancial. Nessa perspectiva, as situações de conflito de interesses dizem respeito somente àquelas situações em que o acionista possui um interesse conflitante com o da companhia e vota em sacrifício do interesse social. Como tal juízo somente pode ser feito a posteriori, à luz das circunstâncias específicas do caso, entendo que, em nosso regime, o conflito de interesses não autoriza o impedimento de voto, mas sim a anulabilidade do voto proferido em prejuízo da companhia. (RIO DE JANEIRO, 2017).

Ademais, o diretor destaca, ainda, que as outras três hipóteses de proibição de voto, trazidas pelo artigo 115, §1º, da Lei das Sociedades por Ações, de fato, são claramente fundamentadas na mera formalidade, o que ensejaria que a quarta hipótese, a do conflito de interesse, também a fosse, conforme defendem os adeptos da teoria do conflito formal. Entretanto, a interpretação formal da hipótese de proibição de voto, quando do interesse conflitante, segundo o diretor Gustavo Machado Gonzalez, levaria a conclusões incompatíveis com o sistema da lei societária brasileira, contradizendo a intenção do legislador.

17. Um dos principais argumentos jurídicos utilizados para defender a tese do conflito formal é que o texto da lei é claro ao estabelecer a proibição de voto em situações em que o acionista tem um interesse conflitante com o da companhia. Nesse sentido, ressalta-se o artigo 115, §1º, da Lei nº 6.404/1976 lista quatro situações sem fazer qualquer distinção entre elas, e que a tese do conflito substancial subverteria o texto da lei.

18. De fato, a tese do conflito substancial presume a adoção de tratamentos distintos para hipóteses abarcadas no mesmo dispositivo legal. O método léxico ou gramatical é, todavia, um ponto de partida da atividade hermenêutica, mas nem sempre a interpretação meramente gramatical oferecerá elementos definitivos para o deslinde da controvérsia. Segundo Tércio Sampaio Ferraz Júnior, a interpretação gramatical obriga o jurista a tomar consciência da letra da lei e estar atento às equívocos proporcionadas pelo uso das línguas naturais e suas imperfeitas regras de conexão léxica. No caso do conflito de interesses nas assembleias gerais, a interpretação literal do dispositivo leva a conclusões incompatíveis com o sistema da lei societária e que contradizem a intenção do legislador. (RIO DE JANEIRO, 2017).

Nesse sentido, é possível verificar que os defensores da teoria do conflito material são adeptos da ideia de que esta hipótese de proibição de voto deve ser vista e interpretada de forma diferente das três primeiras, que comportam uma análise meramente formal. É que a própria legislação societária permite, em diversas hipóteses, que existam negócios entre partes relacionadas, desde que esses sejam firmados em condições equitativas entre as partes. Proibir o acionista de votar nestas matérias, sob um fundamento de ilegalidade, seria contradizer a permissibilidade que a própria Lei n.º 6.404/76 garante a estes negócios, além da própria intenção legislativa.

Assim sendo, para a teoria do conflito material, a configuração do conflito de interesse requer três requisitos, como bem pontuados por Nelson Eizirik: a existência formal do conflito, a prova do dano causado e a prova de que o voto proferido pelo acionista interessado foi fator determinante para a aprovação da matéria (EIZIRIK, 2021). Sem esta análise do caso concreto, que deve ser feita *a posteriori*, não se pode falar em proibição de voto.

4 O CONFLITO DE INTERESSE NOS CASOS DA LIVRARIA SARAIVA E DA SPRINGER, E A MAIS RECENTE ALTERAÇÃO DE ENTENDIMENTO DA CVM

É possível concluir, a partir da análise da doutrina e dos precedentes acima, que a interpretação do conflito de interesse, sob a ótica material ou substancial, goza de fortes argumentos, sem prejuízo aos fundamentos da teoria formal. Para tal, é possível extrair divergências da própria CVM. Todavia, no que pese o passar de mais de quarenta anos desde a edição da Lei n.º 6.404/76, a discussão sobre a correta interpretação do artigo 115, §1º, ainda é um problema extremamente atual, gerando um cenário de insegurança jurídica, pois a CVM alterna, frequentemente, o seu entendimento sobre a questão.

Os casos mais recentes foram os relacionados à Livraria Saraiva e à Springer, cuja análise faremos agora.

4.1 O Conflito de Interesse no Caso da Livraria Saraiva (PAS CVM nº 19957.003175/2020-50)

O PAS CVM nº 19957.003175/2020-50 teve como objetivo apurar eventuais irregularidades em um processo de aumento de capital social da Livraria Saraiva, já que três membros do conselho de administração da Companhia, Jorge Eduardo Saraiva (que também é o acionista controlador da companhia), Jorge Saraiva Neto e Olga Maria Barbosa Saraiva, aprovaram, em reunião do conselho, uma proposta de aumento de capital social e outra de atribuição de poderes ao conselho de administração da companhia para, dentro do limite do capital autorizado, emitir bônus de subscrição.

Foram imputados aos acusados, no caso, a responsabilidade por ter havido uma diluição injustificada e um conflito de interesse, por parte de Jorge Eduardo Saraiva, em razão de ser acionista controlador da companhia e ter votado favoravelmente às matérias, sendo que estas estavam diretamente relacionadas com a capitalização de AFAC de sua titularidade. Vamos nos atentar a analisar aqui somente a acusação relativa à suposta infração de Jorge Eduardo Saraiva ao artigo 115, §1º, da Lei n.º 6.404/76, pois este é o nosso objeto de pesquisa.

O Relator do caso, Diretor Alexandre Costa Rangel, destacou que a acusação foi formulada com fundamento em três institutos jurídicos distintos, o abuso de direito de voto (caput do art. 115), benefício particular (art. 115, §1º) e conflito de interesses (art. 115, §1º, *in fine*), todavia, o relator contestou cada um destes fundamentos da acusação, pelas razões a seguir.

Em primeiro lugar, sobre o abuso do direito de voto, objeto do artigo 115, *caput*, da Lei n.º 6.404/76, o Relator entendeu que esta hipótese não se fez presente no caso concreto, uma vez que não restou comprovada a intenção do acionista em causar dano ou obter vantagem indevida a si mesmo. Vejamos:

82. Entendo que a Acusação não logrou êxito em identificar o abuso do direito de voto neste Processo, conforme previsto no art. 115, *caput*, da Lei nº6.404/1976.

83. Para a configuração do exercício abusivo do direito de voto, como ensina a doutrina⁶⁰, o elemento da intenção do acionista em causar dano ou obter vantagem indevida ocupa lugar de destaque para a identificação da irregularidade. No voto proferido pelo acionista⁶¹, é preciso que exista a finalidade, o objetivo ou nas palavras da lei (i) “o fim de causar dano à companhia ou aos acionistas”; ou (ii) o intuito 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”.

84. É irrelevante, para fins da conformação do instituto do abuso de direito de voto previsto no *caput* do art. 115, a presença de interesses outros, contrapostos, colidentes ou conflitantes com os da companhia. O voto abusivo pode ocorrer independentemente dos interesses envolvidos no resultado da deliberação.

85. No caso concreto, analisando as provas nos autos, não vislumbrei esse elemento volitivo relacionado à finalidade da provocação de dano ou da obtenção de vantagem indevida na conduta de Jorge Eduardo Saraiva. (RIO DE JANEIRO, 2022a).

O Relator continua, sua fundamentação, ao dizer que:

88. De forma transparente, as informações necessárias às deliberações da AGE foram disponibilizadas a todos os acionistas, em atenção ao que manda a lei do anonimato. A Acusação reconheceu esse fato ao pontuar que “[e]m primeiro lugar, a capitalização do AFAC não era matéria a ser deliberada em assembleia. Compete ao conselho de administração das companhias abertas fornecer os documentos pertinentes às matérias a serem debatidas na AGE, por ocasião da publicação do primeiro anúncio de convocação do conclave, o que foi feito pela Saraiva, em linha com o disposto no art. 135, § 3º, da Lei Societária”.

89. Em complemento, tenho dificuldade em identificar, no voto proferido pelo acionista na AGE, a finalidade de causar dano a quem quer que seja ou de obter alguma forma de vantagem indevida – que são os elementos necessários para a configuração do tipo do abuso de direito de voto, como dito acima. Ora, o acionista se posicionou na AGE a favor do cumprimento de medidas expressamente previstas no Plano, que impôs à Companhia, no âmbito da recuperação judicial, a obrigação de implementar o Aumento de Capital por meio da capitalização do AFAC, observado o Preço de Emissão.

90. Cumpre ressaltar, como demonstrado no Processo, que o PRJ não foi definido unilateralmente pelo acusado. Nem poderia ser. A combinação complexa das manifestações de vontades que se materializam no Plano são fruto de intensas negociações, nas quais os credores, usualmente, gozam de maior relevância ou preponderância. Assim, não me parece abusivo o voto do acionista proferido nesses termos, ainda que seja o acionista em questão o titular do AFAC. (RIO DE JANEIRO DE 2022a).

Dessa forma, ante seu entendimento de que não restou comprovado o elemento finalístico de causar dano à companhia ou aos acionistas, nem o de obter para si ou para

outrem vantagem a que não faça jus, o Relator votou por afastar a hipótese de existência de abuso do direito de voto, consubstanciado no artigo 115, *caput*, da Lei n.º 6.404/76.

Por conseguinte, quanto às acusações relativas à existência de benefício particular e conflito de interesses, ambas constantes no artigo 115, §1º, da Lei n.º 6.404/76, o Relator fundamentou o seu voto, de que estas também não estariam configuradas no caso concreto, no seu entendimento de que estes *standarts* deveriam ser interpretados sob a ótica do conflito substancial de interesses.

A fundamentação do voto se deu em razão, principalmente, de dois argumentos. O primeiro, é de que, por meio de uma interpretação sistemática mais ampla da Lei n.º 6.404/76, seria possível denotar a intenção do legislador de que deve haver uma avaliação da essência e da substância do benefício particular e dos interesses do acionista em conflito com a companhia, o que só poderia ocorrer depois do exercício do direito ao voto. Segundo o relator, a legislação societária brasileira, de certo modo, já espera que, em maior ou menor grau, haja uma divergência entre o interesse do acionista e o da companhia.

101. Situação distinta se verifica a partir da análise das terceira e quarta hipóteses do §1º do art. 115 (benefício particular e interesse conflitante com o da companhia). Nesses casos, a lei lançou mão de um conceito aberto, elástico e propositalmente subjetivo, justamente para acomodar a dinâmica dos interesses dos acionistas e respectivas companhias. A interpretação sistemática da lei corrobora a conclusão de que deve haver, necessariamente, uma avaliação da essência e substância do benefício particular e dos interesses do acionista em conflito com os da companhia para que se avalie a regularidade do voto proferido na assembleia geral, nos termos da parte final do art. 115, §1º, da Lei n.º 6.404/1976 – o que só pode ocorrer depois de exercido o direito de voto. É o que demonstro a seguir.

102. Cumpre assentar a premissa de que o acionista pode ter um interesse próprio, diferente e, em alguma medida, conflitante com o que pode ser entendido como o interesse da companhia⁷³. Nada mais natural que existam diferentes visões sobre a melhor forma de conduzir os negócios sociais; opiniões opostas sobre distribuição maior ou menor dos resultados, mais ou menos reinvestimento; maior ou menor atenção às políticas de sustentabilidade; maior ou menor conservadorismo no enfrentamento das demandas judiciais e administrativas; e vários outros assuntos. Não é correto pressupor um constante e pleno alinhamento entre acionistas e companhia, sendo importante aqui reafirmar que interesses próprios, diferentes e conflitantes, em maior ou menor grau, poderão ocorrer com razoável frequência.

103. A Lei n.º 6.404/1976 captura corretamente essa premissa, estabelecendo diversos parâmetros com o intuito de compatibilizar os interesses dos acionistas com os da companhia, reconhecendo uma legítima e até mesmo esperada dissonância entre eles. São exemplos nesse sentido (i) o *caput* do art. 115, que se inicia com a disposição de que o “acionista deve exercer o direito a voto no interesse da companhia”; e (ii) o parágrafo único do art. 116, que dispõe que 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”. Tais dispositivos

seriam desnecessários caso os acionistas estivessem, sempre, com os interesses alinhados com os da companhia.

104. Diante da constatação de que o conflito de interesses entre acionistas e respectivas companhias, em maior ou menor grau, tende a ocorrer de forma constante, não parece fazer sentido que se impeça o exercício de voto, preventivamente. Sem que se proceda a uma análise de substância acerca dos interesses envolvidos (acionista e companhia) e, conseqüentemente, do teor do voto proferido, seriam proibidos votos perfeitamente regulares, justos e válidos. Como se viu, os conflitos de interesses podem ser esperados entre o acionista e a companhia. (RIO DE JANEIRO, 2022a).

Nesse sentido, o relator destaca, inclusive, que essa necessidade de se comprovar, substancialmente, o conflito de interesses, faz-se presente até mesmo na aplicação da teoria do conflito formal, pois, em algum grau, se faria necessário verificar o mérito dos interesses em jogo. Vejamos:

105. É interessante notar que até mesmo a tese do conflito formal – que advoga pelo impedimento ex ante do exercício do direito de voto – depende, em alguma medida, de uma avaliação de mérito sobre os interesses em jogo. Não fosse analisada a substância dos interesses, nem mesmo de forma superficial, o conflito formal geraria uma enxurrada injustificada de situações de impedimento de voto. Considerando que os acionistas têm interesses próprios, diferentes, opostos e, muitas vezes, conflitantes com os da companhia, 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. Mais grave ainda, a competência para definição dos impedimentos de voto seria detida pelos acionistas que não detêm a maioria do capital social votante, em uma subversão descabida do princípio majoritário, o que será aprofundado mais adiante. Obviamente, não é essa a intenção da lei. (RIO DE JANEIRO, 2022a).

Além disso, ao observar a aplicação de outros dispositivos da Lei n.º 6.404/76, como o já citado artigo 115, §4º, que dispõe que as deliberações aprovadas em situações de conflito de interesse seriam anuláveis, poder-se-ia confirmar que, sistematicamente, a Lei n.º 6.404/76 estipula que, estes casos, sejam analisados caso a caso, sob uma ótica substancial ou material.

O segundo argumento trazido pelo relator é que, observando a Lei n.º 6.404/76 sob a ótica do princípio majoritário e da presunção da boa-fé, não restaria configurado o conflito substancial de interesse.

O relator traz a ideia do princípio majoritário como sendo o direito do titular da maioria das ações da companhia de direcionar as atividades sociais e, observando os parâmetros legais e normativos existentes, fazer prevalecer, em assembleia geral, as suas opiniões, manifestações e decisões sobre os mais variados assuntos, ao passo que, como legítima contrapartida, a este titular da maioria das ações é imputada a responsabilidade e os deveres coerentes com a sua posição de controlador.

115. Como tive a oportunidade de me manifestar em precedente⁷⁶, entendo que o princípio majoritário consiste na espinha dorsal de todo o sistema da Lei nº 6.404/1976. Confere-se ao titular da maioria das ações de emissão de uma companhia não apenas o direito e a possibilidade de efetivo direcionamento das atividades sociais, mas também, como legítima contrapartida, a incidência de um regime jurídico próprio, com deveres e responsabilidades coerentes com a posição de controlador.

116. O princípio majoritário ostenta destacada relevância para a interpretação do direito societário e do mercado de valores mobiliários. Caberá à maioria ditar os principais rumos da companhia, podendo fazer prevalecer em assembleia geral suas opiniões, manifestações e decisões sobre os mais variados assuntos, respeitados os contornos estabelecidos na lei. Nesse sentido é que devem ser observados os direitos dos demais acionistas, conforme os parâmetros legais e normativos existentes, com especial atenção para as soluções previstas em lei para casos extremos.

117. É importante lembrar que os poderes de comando não surgem por acaso. Existe uma contrapartida antecedente – de suma importância, mas frequentemente relativizada – que justifica a própria existência de direitos tão amplos. A capacidade de controlar as atividades da companhia, a rigor, depende do efetivo cumprimento das respectivas obrigações e deveres de integralização e aporte da maioria do capital. (RIO DE JANEIRO, 2022a).

Quanto à boa-fé, o relator destaca, ainda, que a tese do conflito substancial ganhou força com o advento da Lei nº 13.874/2019, conhecida como a Lei da Liberdade Econômica, que diz que deverá, sempre, ser privilegiada a interpretação em favor da liberdade econômica e da boa-fé.

O relator conclui seu voto no sentido de que as acusações imputadas aos acusados não mereceram prosperar, pois não restaram comprovados os requisitos para a configuração do exercício abusivo do direito de voto, bem como em razão de o conflito de interesse ter que ser analisado sob a ótica substancial que, sob esta, não demonstrou cabimento. O voto do relator, Alexandre Rangel, foi seguido pelo diretor Otto Lobo e pelo presidente da autarquia, diretor João Pedro Nascimento.

4.2 O Conflito de Interesse no Caso da Springer (PAS CVM nº 19957.004392/2020-67)

O segundo caso que analisamos neste capítulo é o relacionado à companhia Springer S.A., também de relatoria do Diretor Alexandre Costa Rangel.

O processo administrativo teve origem em outro caso coligado, em razão de uma reclamação apresentada por um acionista minoritário, alegando irregularidades em operação de alienação societária, para a Phoenix Corporate Global International S.A, da participação que a Springer possuía na Metro Eastwest LLC.

Walter Sacca e a sociedade empresária Afam Empreendimentos e Negócios Comerciais Ltda., na qualidade de acionistas controladores da Springer, foram acusados de

terem atuado em conflito de interesses, em infração ao artigo 115 da Lei n.º 6.404/76, por terem votado e aprovado em assembleia geral a ratificação da operação de alienação, mesmo sendo acionistas controladores tanto da Springer, quanto da Phoenix Global.

Neste julgamento, todavia, no que pese os diretores da CVM terem reiterado seus posicionamentos quanto à adoção da teoria do conflito substancial de interesse, o relator votou por condenar os acusados, por entender que, de fato, configuraram-se prejuízos à companhia, uma vez que não foi observado o requisito de haver uma equidade no negócio entre as partes relacionadas.

É possível extrair essa ideia do voto do diretor-presidente, João Pedro Barroso do Nascimento. *In verbis*:

d) O fato de tratar-se de operação entre partes relacionadas, por si só, não seria capaz de demonstrar a infração ao artigo 115, §1º da Lei nº 6.404/1976, todavia, por meio de uma análise detalhada dos fatos acostados aos autos, verifica-se que os Acusados estruturaram e efetivaram a Alienação da Metro em termos e condições que se mostraram desfavoráveis aos interesses da Companhia. (RIO DE JANEIRO, 2022b).

O diretor-presidente lista, por conseguinte, alguns dos elementos do caso concreto que contribuíram para a configuração do conflito de interesse:

e) o prejuízo aos interesses da companhia pode ser verificado, por, dentre outros elementos:

(a) inexistência de justificativa e/ou fundamentação capaz de demonstrar que os interesses sociais da Companhia estavam sendo atendidos com a Alienação da Metro;

(b) ausência de justificativa para os termos e condições envolvidos (inclusive os valores do preço e a forma de pagamento); e

(c) falta de esforços ou diligências na busca pela preservação dos interesses sociais da Companhia na Alienação Metro, inclusive, por exemplo, pela tentativa de realização da Alienação da Metro com outras contrapartes e/ou terceiros de forma mais ampla; (RIO DE JANEIRO, 2022b).

Ao finalizar as fundamentações do seu voto, o diretor-presidente conclui que foi demonstrado que o caso concreto se tratava de uma decisão em nítido benefício próprio dos acusados, em detrimento da companhia, a Springer. Dessa forma, conjugado, ainda, com as responsabilidades relativas a questões de falhas informacionais e ao dever de diligência destes, o diretor-presidente vota, acompanhando o voto do relator, pela condenação dos acusados por ter se configurado hipótese de conflito de interesse.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Ao analisar as lições da doutrina especializada e as opiniões adotadas pelos diretores da CVM em relação à forma correta de interpretar e aplicar o abuso no exercício do direito ao voto em razão de conflito de interesses, é possível notar que os argumentos apresentados por ambos os lados são, em maior ou em menor grau, bem fundamentados, inclusive na própria legislação brasileira. O que nos ocorre é verificar qual corrente interpretativa goza de uma quantidade maior de fundamentos, dando um peso maior à sua aplicação.

Ao lado dos adeptos à teoria do conflito formal de interesse, é possível extrair uma legítima preocupação com o interesse social da companhia, vocacionado pelos acionistas, coibindo, para tanto, a menor possibilidade de haver prejuízos à companhia. A argumentação feita, de que a parte interessada nunca será capaz de exercer o seu voto de forma absolutamente isenta quando de matérias relacionadas à companhia e a si próprio, é uma argumentação, em determinado nível, legítima. Ademais, soa estranho, de fato, que, havendo quatro *standarts* legais, que definem as hipóteses de exercício abusivo do direito ao voto, somente três destes sejam encarados sob a ótica formal, e o último sob a ótica substancial. É uma quebra interpretativa de um mesmo dispositivo legal que o legislador não deixou claro se de fato assim o é.

Entretanto, por outro lado, ao analisar as argumentações dos adeptos à teoria do conflito substancial de interesse, o que se extrai é uma fundamentação, em parte, sistemática da própria Lei n.º 6.404/76, destacando exemplos claros da legislação societária que permite a celebração de negócios entre partes relacionadas, e, até certo ponto, é prática, sob a ótica de que, em nenhuma deliberação, mesmo as que não sejam relacionadas a negócios entre partes relacionadas, os acionistas deixariam de manifestar, de certa forma, o seu interesse particular, de forma que somente sob uma análise concreta de cada caso é que se poderia extrair se houve ou não uma hipótese de voto abusivo, configurado no sacrifício de um interesse pelo interesse da outra parte, no caso, do acionista, da parte interessada.

Analisando ambas as teorias, em toda a fundamentação abordada, o que nos parece é que a linha interpretativa do conflito substancial de interesse goza de uma maior quantidade de fundamentos. Citando alguns exemplos: (i) a própria legislação societária permite a celebração de negócios entre partes relacionadas, desde que celebrados em situações equitativas para ambas as partes, de forma que a proibição antecipada do voto do acionista significaria que este não poderia votar, sob uma presunção de ilegitimidade, inclusive em hipóteses em que a lei expressamente permite; (ii) os autores do projeto da Lei n.º 6.404/76,

Lamy Filho e Bulhões Pedreira, deixam claro a adoção à teoria do conflito substancial de interesse, o que dá voz ao legislador; (iii) o interesse do acionista, em algum grau, sempre existirá; (iv) o artigo 115, §4º, cita, expressamente, que a deliberação aprovada em conflito de interesse é anulável, o que dá margem à interpretação de que se deve fazer necessária uma análise do caso concreto; e (v) nada impede que o acionista vote sacrificando o seu interesse próprio, de forma benéfica à companhia, em um voto altruísta.

Contudo, mesmo sob a defesa da maior parte da doutrina, que fundamenta seu entendimento, de certo modo, pelas razões acima expostas, ainda assim não é possível compreender que o artigo 115, ao tratar do conflito de interesse, o trata de forma substancial e, muito menos, formal. Todos concordam que há uma urgência na reforma do dispositivo legal para que o legislador deixe claro, logo, qual teoria deve ser aplicada.

Esta falta de clareza da legislação, consolidou um histórico de insegurança jurídica no Brasil, ante os exemplos de jurisprudência administrativa da CVM, citados no decorrer da pesquisa, que denotam a frequente alternância da autarquia na interpretação do artigo 115, §1º, da Lei n.º 6.404/76, ora aplicando a teoria do conflito formal, ora aplicando a teoria do conflito substancial. A realidade é que, enquanto não houver uma reforma no dispositivo, a insegurança jurídica sempre existirá, ainda mais havendo discussão na própria doutrina especializada, com bons argumentos para ambos os lados.

Por fim, concluímos que a reforma do artigo 115, §1º, da Lei n.º 6.404/76, é urgente ante a necessidade de garantir a segurança jurídica, pondo fim à frequente mudança de entendimento da CVM, e que a teoria a ser aplicada ao quarto *standart*, em detrimento dos três primeiros, é a teoria do conflito substancial, ou material, por ser mais coeso com o espírito empregado pela Lei n.º 6.404/76, tão elogiada pela doutrina, garantindo uma maior permissibilidade e confiabilidade nas operações realizadas entre partes relacionadas, sempre tendo como premissa a boa-fé dos acionistas da companhia.

REFERÊNCIAS

- BRASIL. **Lei n. 2.848, de 7 de dezembro de 1940.** Código Penal. Rio de Janeiro, 1940. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/del2848compilado.htm. Acesso em 14 out. 2022.
- BRASIL. **Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976.** Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Brasília, 1976. Disponível em: www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm. Acesso em: 26 out. 2022.
- BRASIL. **Lei n.10.406, de 10 de janeiro de 2002.** Institui o Código Civil. Brasília, 2002. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406compilada.htm. Acesso em: 20 out. 2022.
- CAMPINHO, S. **Curso de Direito Comercial: sociedade anônima.** 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2017.
- CARVALHOSA, M. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas.** 6. ed. São Paulo: Saraiva, 2014.
- CUNHA, R. F. P. da. O Exercício de Voto na Sociedade Anônima. In: Rodrigo R. Monteiro de Castro e Leandro Santos de Aragão (Coord.). **Direito Societário.** Desafios Atuais. São Paulo: Quartier Latin, 2009. p. 249.
- EIZIRIK, n. **A Lei das S/A Comentada.** 3. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2021.
- FRANÇA, E. V. A. e N. Conflito de Interesses: Formal ou substancial? Nova decisão da CVM sobre a Questão. In: **Revista de Direito Mercantil, industrial, econômico e financeiro.** São Paulo: Malheiros, 2002.
- FRANÇA, E. V. A e N. O Conceito de ‘Benefício Particular’ e o Parecer de Orientações 34 da CVM. In: **Temas de Direito Societário, Falimentar e Teoria da Empresa.** 2009.
- LAMY FILHO, A.; PEDREIRA, J. L. B. **A Lei das S.A.** 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1997.
- MENDONÇA, J. X. C. de. **Tratado de Direito Comercial Brasileiro.** S.l.: Livraria Freitas Bastos, 1959.
- RIBEIRO, R. V. **Direito de Voto nas Sociedades Anônimas.** São Paulo: Quartier Latin, 2009.
- RIO DE JANEIRO. Comissão de Valores Mobiliários. **Inquérito Administrativo CVM n. TA/RJ2001/4977.** Relatora Diretora Norma Jonssen Parente. DJ.: 19 dez. 2001. Rio de Janeiro, 2001. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2001/20011219_PAS_RJ20014977.pdf. Acesso em: 17 out. 2022.
- RIO DE JANEIRO. Comissão de Valores Mobiliários. **Inquérito Administrativo CVM n. TA-RJ2002/1153.** Relatora Diretora Norma Jonssen Parente, DJ.: 06 nov. 2002. Rio de Janeiro, 2002. Disponível em:

conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2002/20021106_PAS_RJ20021153.pdf. Acesso em: 22 out. 2022.

RIO DE JANEIRO. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador n. RJ 2004/5494**. Relator Diretor Wladimir Castelo Branco. Dj.: 16 dez. 2004. Rio de Janeiro, 2004. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/deciso/es/anexos/0002/4483-2.pdf>. Acesso em: 18 out. 2022.

RIO DE JANEIRO. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador n. RJ 2005/4825**. Relator Diretor Pedro Oliva Marcilio de Sousa. Dj.: 21 mar. 2005. Rio de Janeiro, 2005. Disponível em: d1ao0r2iuz522v.cloudfront.net/db17187cf13b967668c0b3ec1806e687.pdf. Acesso em: 18 out. 2022.

RIO DE JANEIRO. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo n. RJ 2009-13179**. Relator Diretor Alexsandro Broedel Lopes. Rio de Janeiro, 2009. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/deciso/es/anexos/0007/7190-4.pdf>. Acesso em: 17 out. 2022.

RIO DE JANEIRO. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo CVM SEI 19957.005749/2017-29**. Diretor Gustavo Machado Gonzalez. DJ.: 26 set. 2017. Rio de Janeiro, 2017. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/deciso/es/anexos/2017/20170926/0728__DGG.pdf. Acesso em: 24 out. 2022.

RIO DE JANEIRO. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador CVM 19957.003175/2020-50**. Relator Diretor Alexandre Costa Rangel. Rio de Janeiro, DJ: 16 ago. 2022. Rio de Janeiro, 2022a. 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. Acesso em: 22 out. 2022.

RIO DE JANEIRO. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador CVM 19957.004392/2020-67**. Relator Diretor Alexandre Costa Rangel. DJ: 15 ago. 2022. Rio de Janeiro, 2022b. 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. Acesso em: 22 out. 2022.

SÃO PAULO. Superior Tribunal de Justiça. **Recurso Especial 1.692.803-SP (2016/XXXXX-3)**. Relator Ministro Ricardo Villas Bôas Cueva, 3ª turma. DJ.: 23 fev. 2021. São Paulo, 2021. Disponível em: <https://www.jusbrasil.com.br/jurisprudencia/stj/1205160715/inteiro-teor-1205160728>. Acesso em: 14 out. 2022.

TEIXEIRA, E. L.; GUERREIRO, J. A. T. **Das Sociedades anônimas do Direito Brasileiro**. São Paulo: J. Bushatsky, 1979.