

**UNIVERSIDADE FUMEC
FACULDADE DE CIÊNCIAS HUMANAS, SOCIAIS E DA SAÚDE**

Francisco Noronha Neto

**A REPRESENTAÇÃO DAS ENTIDADES FECHADAS DE PREVIDÊNCIA
COMPLEMENTAR NOS CONSELHOS DE ADMINISTRAÇÃO E FISCAL DE
COMPANHIA PATROCINADORA – o problema referente ao exercício do direito de
voto**

Belo Horizonte

2016

Francisco Noronha Neto

**A REPRESENTAÇÃO DAS ENTIDADES FECHADAS DE PREVIDÊNCIA
COMPLEMENTAR NOS CONSELHOS DE ADMINISTRAÇÃO E FISCAL DE
COMPANHIA PATROCINADORA – o problema referente ao exercício do direito de
voto**

Dissertação apresentada ao Mestrado em Direito,
da Faculdade de Ciências Humanas, Sociais e da
Saúde, da Universidade FUMEC, como requisito
parcial para obtenção do título de Mestre.

Área de concentração: Instituições Sociais, Direito
e Democracia

Linha de Pesquisa: Direito Privado – Autonomia
privada, regulação e estratégia

Orientador: Prof. Dr. Sérgio Mendes Botrel
Coutinho

Belo Horizonte

2016

Dados Internacionais de Catalogação na Publicação (CIP)

N852r

Noronha Neto, Francisco, 1977-

A representação das entidades fechadas de previdência complementar nos conselhos de administração e fiscal de companhia patrocinadora: o problema referente ao exercício do direito de voto / Francisco Noronha Neto. - Belo Horizonte, 2016.

116 f. ; 29,5 cm

Orientador: Sérgio Mendes Botrel Coutinho

Dissertação (Mestrado em Direito), Universidade FUMEC, Faculdade de Ciências Humanas, Sociais e da Saúde, Belo Horizonte, 2016.

1. Acionistas minoritários - Brasil. 2. Interesses coletivos - Brasil. 3. Previdência privada - Brasil. I. Título. II. Botrel, Sérgio. III. Universidade FUMEC, Faculdade de Ciências Humanas, Sociais e da Saúde.

CDU: 347.72.031



UNIVERSIDADE
FUMEC/FCH

FACULDADE DE CIÊNCIAS
HUMANAS, SOCIAIS E DA SAÚDE

PROGRAMA DE MESTRADO EM DIREITO EM INSTITUIÇÕES SOCIAIS, DIREITO E DEMOCRACIA

NOTA FINAL DA DEFESA DE DISSERTAÇÃO DE MESTRADO

BANCA EXAMINADORA:

ASSINATURAS:

Prof. Dr. Sérgio Mendes Botrel Coutinho _____

Prof. Dr. Alexandre Bueno Cateb _____

Prof. Dr. Marcelo Andrade Féres _____

MESTRANDO: FRANCISCO NORONHA NETO

TÍTULO DA DISSERTAÇÃO:

“A Representação das Entidades fechadas de Previdência Complementar nos Conselhos de Administração e Fiscal de Companhia Patrocinadora - o problema referente ao exercício do direito de voto”

NOTA: (85) *Ditanda e cinco* _____

ASSINATURA ORIENTADOR: _____

DATA DA DEFESA: 13/04/2016

À Leticia, Bernardo e Guilherme dedico este trabalho, pelo sacrifício mútuo de privação da
companhia familiar.

AGRADECIMENTOS

Agradeço aos professores do Curso de Mestrado em Direito da Faculdade de Ciências Humanas, Sociais e da Saúde da Universidade FUMEC, pelo altruísmo com que desempenharam seus respectivos papéis.

RESUMO

Às Entidades Fechadas de Previdência Complementar, como acionistas minoritários ou preferencialistas de companhias patrocinadoras – contratantes de planos de benefícios de caráter previdenciário –, são asseguradas, na forma da lei, vagas nos Conselhos de Administração e Fiscal, por meio de votações separadas (das demais vagas). Embora tais entidades sejam objetivamente acionistas minoritários ou preferencialistas, sofrem influência do controlador da própria companhia, pelo fato de a contratação do plano de benefícios também implicar sua representação no órgão de deliberação máxima das entidades. Dessa estrutura surge a possibilidade de a entidade de previdência votar segundo os interesses do controlador da companhia, em detrimento de seus próprios e legítimos interesses, o que configura, genericamente, conflito de interesses ou problema de agência. Estudadas as espécies de conflitos de interesses, identificaram-se duas soluções normativas: (i) abuso do direito de voto, verificável *a posteriori*, mediante a análise da formação do voto proferido; e (ii) impedimento de voto, regra aplicável *a priori*, uma vez confirmado que a entidade de previdência é também acionista controlador, pelo fato de ser controlada da própria companhia.

Palavras-chave: Acionista minoritário. Preferencialista. Conflito de interesses. Abuso.

ABSTRACT

The Pension Funds while minority shareholders and preferred shareholders of sponsoring companies – contractors pension character of benefit plans – are ensured, pursuant to the law, vacancies on board and audit committee, through separate elections (to the other members). Although these entities are objectively minority or preferred shareholders, they are influenced by the company's own controller, because the executed contract of the benefit plan also imply their representation in the highest decision-making body of the Pension Funds. This structure arises the possibility of the pension fund to vote in the interests of the company's controller, to the detriment of their own and legitimate interests, which sets, generally, conflict of interest or agency problem. Studied the kinds of conflicts of interest, it identified two normative solutions: (i) the abuse of the right to vote, verifiable *a posteriori* by analyzing the formation of the votes cast and; (ii) voting impediment rule applicable *a priori*, when the pension fund is also the controlling shareholder, because it is controlled by the company itself.

Keywords: Minority shareholder. Preferred shareholder. Conflict of interest. Abuse.

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	10
2 DOS JULGADOS OBJETO DE ANÁLISE.....	13
1.1 Caso Petrobras	13
1.2 Sobre os demais casos	23
1.2.1 Caso Fundação Sudameris: PAS CVM RJ2001/9686, julgado em 12/08/2004, de relatoria do ex-Diretor Luiz Antonio de Sampaio Campos	23
1.2.1.1 Quadro fático	23
1.2.1.2 Principais fundamentos constantes dos votos.....	24
1.2.1.3 Conclusão.....	25
1.2.2 Caso PREBEG: PAS CVM RJ2002/4985, julgado em 08/11/2005, de relatoria do ex-Diretor Pedro Marcílio de Souza.....	25
1.2.2.1 Quadro fático	25
1.2.2.2 Principais fundamentos constantes dos votos.....	26
1.2.2.3 Conclusão.....	27
1.2.3 Caso Mendesprev I: PAS CVM No 07/2005, julgado em 24/04/2007, de relatoria do ex-Presidente Marcelo Trindade.....	27
1.2.3.1 Quadro fático	27
1.2.3.2 Principais fundamentos constantes dos votos.....	27
1.2.3.3 Conclusão.....	30
1.2.4 Caso Mendesprev II: PAS CVM RJ 2009/4768, julgado em 13/04/2010, de relatoria do ex-Diretor Otavio Yazbek	31
1.2.4.1 Quadro fático	31
1.2.4.2 Principais fundamentos constantes dos votos.....	31
1.2.4.3 Conclusão.....	33
1.2.5 Caso Sergus: PAS RJ CVM 2010/10555, julgado em 05/09/2011, de relatoria do ex-Diretor Otavio Yazbek	34
1.2.5.1 Quadro fático	34
1.2.5.2 Principais fundamentos constantes dos votos.....	34
1.2.5.2 Conclusão.....	35
3 PRESSUPOSTOS CONCEITUAIS NECESSÁRIOS À COMPROVAÇÃO DA HIPÓTESE	36
3.1 Conceito das companhias	36

3.2 Natureza jurídica das companhias (contrato ou instituição).....	37
3.3 O sistema jurídico das companhias	40
3.4 Os acionistas	40
3.4.1 Conceito de acionista	40
3.4.2 Obrigações e deveres.....	41
3.4.3 Direitos dos acionistas	42
3.4.3.1 Direito de voto.....	43
3.4.3.2 Suspensão do direito de voto.....	43
3.4.3.3 Direito essencial de fiscalização.....	44
3.5 Estrutura das companhias	46
3.5.1 Assembleia geral	46
3.5.2 Princípio majoritário	47
3.5.3 Acionista controlador	48
3.5.4 Acionistas minoritários.....	51
3.5.5 Conselho de Administração.....	52
3.5.5.1 Conceito	52
3.5.5.2 Competência.....	52
3.5.5.3 Da representação dos minoritários.....	55
3.5.6 Conselho Fiscal.....	56
3.5.6.1 Conceito	56
3.5.6.2 Competência.....	58
3.5.6.3 Da representação dos “minoritários”	58
3.6 Interesse da companhia	58
4 CONFLITO DE INTERESSES.....	60
4.1 Conflito de interesses na Lei de Sociedades por Ações.....	60
4.2 A abordagem econômica do conflito de interesses.....	62
4.2.1 Os problemas econômicos de agência.....	62
4.2.2 Estratégias legais para lidar com os problemas de agência.....	66
4.2.3 As estratégias regulatórias.....	67
4.2.3.1 Regras e cláusulas abertas.....	67
4.2.3.2 Condições de afiliação – entrada e saída	73
4.2.4 As estratégias de governança	78
4.2.4.1 Seleção e remoção.....	78
4.2.4.2 Iniciativa e veto	81

4.2.4.3 <i>Em função do status e recompensa</i>	84
4.3 Da identidade entre os conflitos de interesse e os problemas de agência	87
4.4 Conflitos em espécie – art. 115 da LSA	90
4.4.1 <i>Abuso do exercício do direito de voto</i>	92
4.4.2 <i>Hipóteses de proibição do exercício do direito de voto</i>	94
4.4.3 <i>Benefício particular</i>	95
4.4.4 <i>Conflito de interesses stricto sensu ou simplesmente interesse conflitante</i>	96
4.5 Das correntes interpretativas da LSA em matéria de conflito de interesses	97
4.5.1 <i>Teoria formalista</i>	98
4.5.2 <i>Teoria materialista ou substancial</i>	99
4.5.3 <i>Das divergências sobre a apuração do voto proferido na hipótese</i> <i>de interesse conflitante</i>	100
5 DA SOLUÇÃO DO PROBLEMA PROPOSTO	103
6 CONCLUSÕES	116
REFERÊNCIAS	117

1 INTRODUÇÃO

A Lei das Sociedades por Ações, Lei nº 6.404/76 (LSA), por meio de seus artigos 141, § 4º, e 161, § 4º, reserva aos acionistas titulares de ações com direito a voto ou preferenciais sem esse direito, segundo os percentuais por ela definidos, a faculdade de eleger em votação separada um conselheiro de administração e um fiscal para cada um desses dois grupos.

É de se observar que a LSA deixou de prever outros critérios para habilitar os aludidos acionistas a participarem do conclave ao não excluir, por exemplo, no caso do Conselho Fiscal, os acionistas detentores de ações ordinárias e preferenciais, integrantes do bloco de controle ou acionistas não integrantes do bloco de controle, mas vinculados¹ à pessoa do controlador ou dos próprios administradores – acionistas esses, em tese, em posição de conflito de interesses.

Casos concretos enfrentados pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) em Processos Administrativos Sancionadores (PAS) têm desafiado a autarquia a proibir acionistas de exercer o direito de participar da votação em separado, para a eleição de membros dos Conselhos de Administração e Fiscal de companhias abertas, mesmo diante da expressa previsão contida nos arts. 141, § 4º, e 161, § 4º, da Lei nº 6.404/76.

As Entidades Fechadas de Previdência Complementar (EFPC) – investidoras qualificadas por natureza – são autorizadas a aplicar até 10% (dez por cento) dos recursos de seus planos em valores mobiliários emitidos por companhias patrocinadoras, nos termos da Resolução do Conselho Monetário Nacional (CMN) nº 3792 (art. 41), o que pode resultar em posições minoritárias ou preferencialistas. Para essas posições acionárias, a lei garante a eleição em separado para vagas do Conselho de Administração e Fiscal (art. 141 e 161). Nesse contexto, a participação das EFPC na eleição de Conselheiros Fiscais é vista como deturpadora do ordenamento jurídico pela CVM, que as sujeita a multa.

Por meio de processos administrativos sancionadores, a CVM vem entendendo que o fundo de pensão que participa da eleição de membro do Conselho de Administração e Fiscal de companhia patrocinadora, da qual é acionista minoritário ou preferencialista, contraria o

¹ Termo empregado pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) para identificar acionistas que não podem participar da eleição em separado para o Conselho Fiscal de Companhias Abertas. Cf. OFÍCIO-CIRCULAR/CVM/SEP/Nº004/2011, “o entendimento da SEP, em consonância com o disposto no Parecer de Orientação nº 19/90, é de que, da eleição em separado para o conselho fiscal pelos acionistas preferencialistas (artigo 161 da Lei nº 6.404/76), não devem participar (elegendo) quaisquer acionistas que não se insiram no conceito de minoria que a lei buscou proteger, ou seja, além dos controladores, também não devem participar pessoas vinculadas a eles” (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2011, grifo acrescido).

espírito da Lei nº 6.404/76. Para a autarquia, essa situação se concretiza quando a vontade política da entidade é constituída ou controlada pela vontade política da companhia.

Posteriormente, em 2011, ao fixar orientações para companhias abertas, a CVM, por meio do OFÍCIO-CIRCULAR/CVM/SEP/Nº004/2011 (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2011), passou a exigir a divulgação de informações sobre os candidatos, assim como a relação de subordinação de seus administradores com pessoas controladas, controladoras diretas ou indiretas; fornecedor, cliente, devedor ou credor da companhia, de sua controlada ou controladoras ou controladas de alguma dessas pessoas, por ocasião das eleições para os Conselhos de Administração e Fiscal, se mostrando ainda mais rigorosa ao proibir a participação de acionistas preferencialistas que forem *vinculados* aos controladores, na eleição de conselheiro fiscal em separado.

Nesse contexto, esta dissertação tem como objetivo central, nos termos da legislação em vigor, verificar a existência *a priori* de impedimento de participação de Entidade Fechada de Previdência Complementar na votação para eleição de conselheiro de administração e fiscal, representante de minoritários e preferencialistas, quando o acionista – a Entidade – é patrocinado pela própria companhia.

Para tanto, seguiu-se um plano de trabalho que consistiu, em primeiro lugar, no estudo da jurisprudência administrativa da CVM acerca do tema. Essa pesquisa empírica atendeu a dois objetivos principais: (i) levantar as circunstâncias fáticas registradas pela autarquia, por meio de suas decisões, enquanto órgão fiscalizador do mercado de capitais; e (ii) identificar pressupostos conceituais e teorias aplicadas aos respectivos casos concretos. Por essa razão esse estudo, apresentado no Capítulo 2, precede aquele destinado à análise dos pressupostos conceituais, os quais foram abordados no Capítulo 3.

A análise de tais pressupostos (constante do Capítulo 3) teve por objetivo situar a Entidade Fechada de Previdência Complementar no âmbito do *sistema jurídico particular da companhia*, o que permitiu a identificação das indagações de ordem teórica, as quais pautaram a revisão da bibliografia a respeito do tema, observada a vertente metodológica jurídico-dogmática.

O Capítulo 4 destinou-se a estudar o problema do conflito de interesses, no âmbito da companhia, o que se revelou nuclear tanto pelos apontamentos dos julgados da CVM, como também dos próprios pressupostos conceituais, pois, como se afirmou, os mesmos delimitaram a pesquisa, ao revelarem as teorias que influenciaram o teste da hipótese suscitada pelo presente trabalho. A EFPC, no exercício do direito de voto para o preenchimento das vagas reservadas aos minoritários ou preferencialistas da companhia

patrocinadora de plano de benefício previdenciário por ela administrado, pode atender, em tese, a dois interesses distintos: (i) o do acionista controlador da companhia, o qual, por via da própria companhia, tem a prerrogativa de indicar a maioria dos assentos da instância máxima da entidade de previdência, o que lhe confere *controle* sobre a EFPC; ou (ii) livre de influência do controlador, exerça o direito de voto no interesse dos *participantes*, que contratam planos de benefícios previdenciários. Nesse capítulo, fez-se também uma abordagem econômica dos conflitos de interesses, a qual é denominada problema de agência. Tal abordagem é um meio útil de entender a lógica de jurisdições de diversos países no enfrentamento de conflitos de interesses, servindo, inclusive, de suporte teórico para a solução encontrada no presente trabalho. Analisaram-se, em seguida, os conflitos de interesses em espécie.

O Capítulo 5 foi reservado à solução do problema. A parte inicial teve por objetivo a problematização do tema, mediante a confrontação de entendimentos díspares identificados por ocasião da elaboração do projeto de pesquisa: de um lado a CVM, estendendo uma proibição do exercício de direito de voto, fundado no Parecer de Orientação CVM 19/90; e de outro a afirmação de Carvalhosa, ao comentar o art. 115 da LSA, no sentido de que “não cabe aqui nenhuma construção interpretativa ou extensiva a respeito, já que se trata de restrição do exercício de direito subjetivo essencial do acionista, o de votar” (CARVALHOSA, 2013, p. 382). Partindo desse referencial teórico, buscaram-se os demais expositores a respeito do tema.

Consignaram-se, no Capítulo 6, as conclusões da presente dissertação.

Apresentadas as linhas mestras que orientaram a presente pesquisa, passa-se ao seu mérito.

2 DOS JULGADOS OBJETO DE ANÁLISE

Entre as opções metodológicas que orientam os trabalhos científicos, considerou-se pertinente realizar uma pesquisa empírica de julgados de processos administrativos da Comissão de Valores Mobiliários (CVM),² os quais retratam de maneira completa e precisa toda “[...] a trama de relações de natureza econômica, política, ética e ideológica” (GUSTIN; DIAS, 2013, p. 2). Essas relações, segundo o raciocínio das referidas autoras, condicionam a realidade jurídica (*ibidem*).

O caso mais recente julgado pela referida autarquia envolve a votação para os Conselhos de Administração e Fiscal da Petrobras,³ havida nas assembleias ordinárias e extraordinárias de 2011 e 2012 (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2012, § 51). Referido julgado, além envolver um maior número de acionistas sob possível influência direta ou indireta da própria companhia e seu controlador, faz uma retrospectiva da jurisprudência da autarquia sobre os casos da espécie, razão por que foi eleito para uma análise mais alongada, em seção própria. Quanto aos demais casos, foram reunidos, a seguir, em única seção, a fim de que se pudesse ter uma avaliação da tendência jurisprudencial.

1.1 Caso Petrobras

Conforme voto da Diretora Relatora, Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes, o objeto do julgamento do Processo Administrativo Sancionador 11/2012, que envolveu a PREVI, a FUNCEF e a PETROS é o seguinte:

§ 51. [...]

4. Basicamente, o que se discute neste processo é se estas Entidades Fechadas de Previdência Complementar (“EFPC” ou “Fundo(s) de Pensão”) poderiam participar da eleição dos conselheiros de administração e dos conselheiros fiscais da PETROBRAS, nas votações em separado reservadas aos acionistas minoritários detentores de ações ordinárias e preferenciais. Esta dúvida existe, pois essas EFPC são patrocinadas por empresa pública (no caso da FUNCEF, patrocinada pela Caixa Econômica Federal - CEF) ou sociedades de economia mista (situação da PETROS e da PREVI, patrocinadas pela PETROBRAS e pelo Banco do Brasil S.A., respectivamente) e controladas pela UNIÃO. (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2012).

² A pesquisa fora realizada mediante consulta à seção de *Processos Administrativos Sancionadores Julgados*, constante da página da CVM, na Internet.

³ Cf. certidão de julgamento, havido em 02 de dezembro de 2014 (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2012.).

Após discorrer sobre a estrutura de governança das EFPC, Novaes reconhece a existência de influência política das empresas patrocinadoras – Banco do Brasil, CEF e Petrobras –, sobre os respectivos fundos de pensão, moderada pela possibilidade de seus dirigentes serem responsabilizados, caso não atuem no interesse dos participantes e assistidos – § 16 do voto da Relatora (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2012).

Em seguida, passa em revista os julgamentos da CVM acerca da participação de EFPC para a eleição em separado para o Conselho Fiscal, enumerando-os, *in verbis*:

18. Em cinco oportunidades o Colegiado da CVM julgou casos envolvendo a participação de EFPC na eleição de representantes de acionistas minoritários e preferencialistas para o conselho fiscal:
- a. PAS RJ2001/9686, julgado em 12/08/2004 (caso "Fundação Sudameris"), de relatoria do Ex-Diretor Luiz Antonio de Sampaio Campos;
 - b. PAS RJ2002/4985, julgado em 08/11/2005 (caso "PREBEG") de relatoria do Ex-Diretor Pedro Marcílio de Souza;
 - c. PAS CVM No 07/2005 julgado em 24/04/2007 (caso "Mendesprev I"), de relatoria do Ex-Presidente Marcelo Trindade;
 - d. PAS RJ 2009/4768, julgado em 13/04/2010 (caso Mendesprev II"), de relatoria do Ex-Diretor Otavio Yazbek; e
 - e. PAS RJ 2010/10555, julgado em 05/09/2011 (caso "BANESE"), de relatoria do Ex-Diretor Otavio Yazbek. (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2012).

Antes, porém, recorda que os referidos julgamentos foram norteados pelo Parecer de Orientação 19/90⁴. Registra que, a partir de 2004 – *pelo menos* –, a Superintendência de Relações com Empresas, baseando-se no mesmo parecer:

[...] entendia que na eleição em separado para o conselho fiscal pelos acionistas preferencialistas (art. 161 da Lei 6.404/76), 'não deveriam participar quaisquer acionistas que não se inserissem no conceito de minoria que a lei buscou proteger, ou seja, além dos controladores também não deveriam participar pessoas **vinculadas a eles**' (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2012, p. 37-38, destaque acrescido).

Segundo o referido parecer, para a eleição de conselheiro fiscal, cuja vaga é reservada aos acionistas preferencialistas, entende-se que os acionistas controladores, também detentores de ações preferenciais, não devem participar da respectiva votação.

⁴ Segundo a parte conclusiva do referido parecer: "8. Ressalte-se, ainda, que para não se tornar meramente nominal o direito atribuído por lei aos preferencialistas, deve-se entender que da votação em separado desses acionistas para a eleição de seu representante no Conselho Fiscal não poderão participar os acionistas controladores, ainda que portadores também de ações preferenciais. Tal participação, se admitida, redundaria em cerceamento efetivo do direito essencial de fiscalizar e em representação inequívoca dos interesses, não raramente contrários, que a lei buscou proteger. 9. Destaque-se, ademais, que a qualquer acionista, e em especial ao controlador, cumpre exercer o direito de voto no interesse da companhia, sendo qualificado de abusivo o voto exercido com o fim 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" (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 1990).

Por sua vez, a Superintendência de Relações com Empresas, órgão da CVM, por meio de Ofício-Circular 2/04 estendeu às pessoas ligadas ao controlador o entendimento do Parecer de Orientação 19/90, sem, contudo, indicar os fundamentos de sua conclusão. Para melhor entendimento do leitor, transcreve-se a parte da seção 11 do referido ofício, *in verbis*:

Ao interpretar o referido dispositivo [artigo 161, § 4º, letra 'a', da LSA], a CVM já expôs o seu entendimento, por meio do Parecer de Orientação CVM 19/90, no sentido de que para não se tornar meramente nominal o direito atribuído por lei aos preferencialistas, deve-se entender que, da votação em separado desses acionistas para a eleição de seu representante no Conselho Fiscal, não poderão participar os acionistas controladores, ainda que portadores também de ações preferenciais. Tal participação, se admitida, redundaria em cerceamento efetivo do direito essencial de fiscalizar e em representação não equitativa dos interesses, não raramente contrários, que a lei buscou proteger.

Nesse sentido, o entendimento da Superintendência de Relações com Empresas, em consonância com o disposto no Parecer de Orientação no 19/90, é de que, da eleição em separado para o conselho fiscal pelos acionistas preferencialistas (art. 161 da Lei 6.404/76), não devem participar (elegendo) quaisquer acionistas que não se insiram no conceito de minoria que a lei buscou proteger, ou seja, além dos controladores também não devem participar pessoas vinculadas a eles. (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2004).

Esse entendimento foi utilizado no PAS CVM 07/2005, julgado em 24/04/2007 (caso Mendesprev I), de relatoria do ex-Presidente Marcelo Trindade, citado no precedente ora analisado, *in verbis*:

33. Ao final de seu voto, o Ex-Presidente Marcelo Trindade propôs orientação sobre este assunto para definir a atuação do mercado e da própria CVM nos seguintes termos:

"O impedimento de voto do controlador de que trata o Parecer de Orientação 19/90 (e também o impedimento para o voto em preenchimento de outras vagas que devam ser preenchidas, segundo a lei, por votação dos acionistas minoritários) estende-se às entidades de previdência complementar patrocinadas pela companhia aberta ou por suas controladoras, desde que, cumulativamente: (i) a vontade política da entidade de previdência complementar, assim entendida a indicação da maioria de seus administradores máximos, caiba à patrocinadora ou seu controlador, equiparando-se a essa hipótese a de indicação paritária de tais administradores, quando o voto de desempate couber a administrador indicado pela patrocinadora ou seu controlador; (ii) não tenha sido adotado mecanismo que assegure que a deliberação de indicação de conselheiros fiscais ou de administração a serem eleitos seja adotada com a participação majoritária de administradores da entidade indicados pelos participantes. Em qualquer caso, será irrelevante a influência econômica da patrocinadora sobre a entidade de previdência complementar." (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2007).

Portanto, a Superintendência de Relações com Empresas (SEP,) por meio do Ofício Circular 2/04, bem como o Colegiado da CVM, por meio do referido PAS, de relatoria do Diretor Marcelo Trindade, estenderam o alcance do Parecer de Orientação 19/90. Ou seja,

além de impedirem o exercício do direito de voto do acionista controlador, também na condição de preferencialista, na eleição de vaga do conselho fiscal reservada aos acionistas desta classe, impediram também as pessoas ligadas aos controladores para as vagas reservadas aos minoritários – assim considerados os acionistas que “representem, em conjunto, 10% (dez por cento) ou mais das ações com direito a voto”, conforme o art. 161, § 4º, ‘a’, da Lei nº 6.404/76 (BRASIL, 1976).

Em seguida, Novaes passa em revista os cinco casos em que houve participação das EFPC nas eleições para o Conselho Fiscal, sendo que o caso PREBEG também envolveu a eleição de conselheiro de administração⁵. Em todos foram analisados aspectos de governança das referidas entidades.

Do exame dos citados precedentes, Novaes afirma que a CVM vem equiparando os fundos de pensão ao próprio acionista controlador da companhia, a fim de que o Conselho Fiscal sirva de instrumento efetivo de fiscalização dos acionistas minoritários, atendendo assim ao objetivo indicado pelos próprios autores da LSA, ao comentarem o respectivo projeto, *in verbis*:

“As modificações introduzidas pelo Projeto [da Lei 6.404/1976] no Conselho Fiscal baseiam-se na experiência da aplicação do Decreto-lei no 2.627. Na maioria das companhias existentes, todos os membros do Conselho Fiscal são eleitos pelos mesmos acionistas que escolhem os administradores. Nesses casos, o funcionamento do órgão quase sempre se reduz a formalismos vazios de qualquer significação prática, que justifica as reiteradas críticas que lhe são feitas, e as propostas para sua extinção. A experiência revela, todavia, a importância do órgão como instrumento de proteção de acionistas dissidentes, sempre que estes usam do seu direito de eleger em separado um dos membros do Conselho, e desde que as pessoas eleitas tenham os conhecimentos que lhes permitam utilizar com eficiência os meios, previsto na lei, para fiscalização dos órgãos da administração” (MINISTÉRIO DA FAZENDA, 1976, p. 20).

Feita essa exposição, a própria Relatora, ao mesmo tempo que formula perguntas sobre a situação em julgamento, levanta hipóteses para o enfrentamento do caso: (i) Em que categoria os fundos de pensão aqui acusados estariam?; (ii) Controlador ou pessoa a ele vinculada, por ser parte relacionada a este, ou, minoritário por serem entidades independentes de seus patrocinadores e controladores, com obrigações fiduciárias para com seus

⁵ Cf. §§ 41 e 42 do voto: “41. Dos casos acima, três pontos devem ser ressaltados:

- a. Todos os casos acima analisaram a governança da EFPC;
- b. Todos envolveram a eleição de conselheiros fiscais e, no caso PREBEG, também a eleição de conselheiros de administração; e
- c. Todos trataram de casos envolvendo a EFPC em votação para o conselho fiscal na vaga dos acionistas minoritários de sua patrocinadora.

42. É importante, portanto, analisarmos a governança dos Defendentes, ponto levantado pelas Defesas.” (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2012, p. 42).

participantes submetidos à legislação específica que, em tese, assegura esta separação? (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2014, p. 44).

Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes esclarece, a esta altura, sobre a equiparação da situação de fundo relacionada à votação para as vagas dos Conselhos de Administração e Fiscal, reservadas aos minoritários, pois, a Lei nº 10.303/01, em essência, replicou para o Conselho de Administração a garantia de assento da minoria originariamente prevista apenas para o Conselho Fiscal (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2014, p. 44).

Sintetizando o entendimento dos precedentes da CVM, em seu voto, a Relatora afirma que a EFPC sofre influência da companhia patrocinadora, já que, nos casos analisados, o órgão máximo de deliberação das entidades é composto paritariamente por representantes eleitos pelos participantes⁶ e patrocinadores, com previsão de voto de qualidade para um dos representantes indicados pela companhia patrocinadora (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2014, p. 45).

Ao avançar pelo julgamento, Novaes aponta outros quatro argumentos que reforçam dever ser aplicada ao caso da Petrobras a mesma conclusão havida nos precedentes anteriores: (i) embora sejam pessoas jurídicas distintas, o dever de fiscalização da companhia sobre a EFPC, por força do art. 25 da LC nº 108/01⁷ acarreta influência da primeira em relação a esta; (ii) o Conselho Deliberativo de uma entidade regulada pela LC nº 108/01 tem competência para alterar o seu estatuto e regulamentos dos planos de benefícios, bem como deliberar sobre a implantação e extinção dos mesmos planos e sobre a retirada de patrocínio; (iii) desde a Deliberação CVM 26/86, revogada pela Deliberação CVM 642/2010, os fundos de pensão são considerados partes relacionadas,^{8 9} revelando as demonstrações financeiras da Petrobras uma

⁶ Participante é a pessoa física que adere ao plano de benefícios, conforme o art. 8º da LC nº 109/01.

⁷ A Lei Complementar nº 108/01, que “dispõe sobre a relação entre a União, os Estados, o Distrito Federal e os Municípios, suas autarquias, fundações, sociedades de economia mista e outras entidades públicas e suas respectivas entidades fechadas de previdência complementar, e dá outras providências”, por meio de seus artigos 24 e 25 imputa responsabilidade a um órgão externo de fiscalização das EFPC, sem prejuízo do dever de fiscalização da própria companhia patrocinadora, a qual deverá se reportar ao órgão externo (BRASIL, 2001a).

⁸ A preocupação do regulador do mercado de capitais (CVM), ao aprovar norma técnica contábil do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, é, conforme o objetivo expressado pelo Pronunciamento Técnico CPC 05, “[...] assegurar que as demonstrações contábeis da entidade contenham as divulgações necessárias para chamar a atenção dos usuários para a possibilidade de o balanço patrimonial e a demonstração do resultado da entidade estarem afetados pela existência de partes relacionadas e por transações e saldos, incluindo compromissos, com referidas partes relacionadas” (COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS, 2010, p. 2).

⁹ Cf. ainda, no referido pronunciamento, por Parte Relacionada entende-se: “Parte relacionada é a pessoa ou a entidade que está relacionada com a entidade que está elaborando suas demonstrações contábeis (neste Pronunciamento Técnico, tratada como “entidade que reporta a informação”). [...]”

(b) Uma entidade está relacionada com a entidade que reporta a informação se qualquer das condições abaixo for observada:[...]

(v) A entidade é um plano de benefício pós-emprego cujos beneficiários são os empregados de ambas as entidades, a que reporta a informação e a que está relacionada com a que reporta a informação. Se a

dívida da ordem de R\$ 5,08 bilhões com a Petros, além de apontar a ocorrência de contribuições para os planos de benefícios no valor de R\$ 1,1 bilhão em 2012. Essa relação de dependência econômica, *não deve ser desprezada* [para fins de determinação de influência de uma entidade sobre a outra], segundo a julgadora do caso sob exame; (iv) em conformidade com os outros precedentes da CVM, o voto demonstra que a estrutura de governança da Petros não a torna imune de influência da Petrobras ou de seu controlador, para fins de escolha do seu candidato para concorrer às eleições dos Conselhos de Administração e Fiscal da patrocinadora, em relação às vagas reservadas aos minoritários. O fato de o processo de escolha não ser de competência do Conselho Deliberativo da EFPC, cujos membros são, em sua maioria, determinados pela própria patrocinadora, não foi suficiente para comprovar a ausência de influência no caso concreto. Ao contrário, o depoimento do próprio indicado ao Conselho Fiscal demonstra que o convite para integrar o órgão partiu do presidente do Conselho de Administração da companhia patrocinadora (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2014, p. 45-47).

Expostos esses argumentos, a Revisora, Luciana Dias, os reforça ao afirmar que a escolha de candidatos para as vagas reservadas aos minoritários deve ser conduzida por minoritários ou preferencialistas não vinculados ao controlador, conforme há décadas preconiza o Parecer de Orientação de 19/90, que buscou não tornar vazias as normas que asseguram vagas aos minoritários (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2014, p. 48).

A Revisora ressalta inexistirem ilegalidades na articulação havida entre controlador e minoritários, a fim de chegarem a indicações para as vagas reservadas a estes, mas que proporcionem uma *gestão mais colaborativa*. Por outro lado, a posição ativa do controlador no sentido de buscar votos minoritários para eleger indicações que lhe interessam pode levantar suspeitas, devendo o eventual desvio do controlador ser considerado abuso de poder de controle, previsto pelo art. 117 da LSA (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2014, p. 48).

Ao examinar, contudo, os votos da PREVI e FUNCEF, Novaes destaca estar-se diante de uma situação diversa do precedente PAS 07/2005 (caso Mendesprev I), uma vez que nesse julgamento estendeu-se a restrição de voto (do Parecer de Orientação 19/1990) apenas às EFPC patrocinadas pela companhia aberta ou suas controladoras – Petros e Petrobras

entidade que reporta a informação for ela própria um plano de benefício pós-emprego, os empregados que contribuem com a mesma serão também considerados partes relacionadas com a entidade que reporta a informação; [...]” (COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS, 2010, p. 3).

respectivamente. Embora Petrobras, Banco do Brasil e Caixa Econômica Federal tenham controlador comum, a União, tais empresas não foram consideradas partes relacionadas para fins de determinar que o Banco do Brasil e a Caixa Econômica Federal, por orientação da União, tenham influenciado as respectivas entidades PREVI e FUNCEF, na condição de acionistas minoritárias da Petrobras a se alinharem com a PETROS. Por outro lado, não houve indícios de prova de que PREVI e FUNCEF tenham se valido do voto de qualidade atribuído às companhias patrocinadoras – Banco do Brasil e Caixa Econômica Federal – nos respectivos Conselhos Deliberativos, ou tenham agido no interesse da União, quando apoiaram o mesmo candidato da Petros (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2014, p. 50).

Tal apoio, a propósito, além de ser comum entre as EFPC, revela uma articulação saudável entre minoritários, pois, segundo a Relatora, nesse aspecto, as entidades estariam buscando coesão a fim de ganharem força para defenderem seus interesses em assembleia (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2014, p. 51).

Ao concluir, a Novaes, reconhecendo o grau de complexidade do caso, afirmou que a orientação firmada pelo PAS 07/2005, incorporada pelo Ofício Circular SEP 01/2013, é recomendável para as EFPC. Contudo, a verificação de violação da lei societária somente poderá ser apurada mediante a análise do caso concreto, independentemente de a EFPC observar ou não a referida orientação, sob pena de criarem-se presunções, expostas pela própria Relatora, *in verbis*:

92. Estender de antemão a interdição de voto do Parecer de Orientação 19/1990 para o caso das EFPC que não estejam votando na eleição de sua própria patrocinadora significaria criar, no caso concreto, uma presunção tripla na qual: (i) o controlador, no caso a UNIÃO, estaria agindo contra a lei societária, (ii) a EFPC não teria mecanismos tal como preconizado pelo PAS 07/2005 para blindá-la desta influência quando ela estivesse votando numa eleição que não é nem de sua patrocinadora, e (iii) a EFPC sempre colocaria os interesses do controlador de sua patrocinadora na frente de seus próprios interesses na eleição de conselheiros minoritários e preferencialistas de companhia que não é sua patrocinadora, em clara afronta aos seus deveres fiduciários previstos em lei (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2014, p. 51).

É importante ainda registrar o posicionamento da Relatora de que a regra geral de proibição de direito de voto, que, pelo contexto, conclui-se estar se referindo ao art. 115 da LSA, é dirigida ao próprio acionista. Nesse sentido, destaca-se trecho do voto condutor do acórdão analisado, *in verbis*:

94. A proibição de voto nas assembleias é dirigida aos acionistas. Cabe a eles julgarem se estão aptos ou não a votar, diante da situação fática concreta. Aliás, a própria SEP assim entendeu ao responder à consulta apresentada pela própria PREVI, constante das fls. 2353 e 236026. Esse também foi o entendimento do Colegiado da CVM nos Processos CVM n°s RJ2012/14312 e RJ2012/14317, apreciados em 30/11/2012 envolvendo impedimento de voto por conflito de interesse (Caso “Eletrobras”). Contudo, esta avaliação interna de cada acionista está sujeita a questionamentos por parte de terceiros, e em especial da CVM, tal como ocorreu no caso em tela¹⁰. (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2014, p. 51).

Ao final, o voto da Relatora absolve a PREVI e FUNCEF e imputa multa de R\$ 800.000,00 (oitocentos mil reais) à Petros, pelo fato de participar das votações em separado para cargos do Conselho de Administração e Fiscal.¹¹

A Revisora, Luciana Dias, contudo, embora fazendo referência ao caso Mendesprev I, ressaltando a possibilidade de a entidade de previdência participar de eleições em separado, mediante a análise do caso concreto, descreve todo o seu raciocínio com base na presunção de influência determinante que a companhia patrocinadora exerce sobre a formação da vontade política do fundo de pensão, e o faz por meio da análise dos dispositivos legais da LC n° 108/2001,¹² que fixam a prevalência da vontade dos patrocinadores no âmbito do Conselho Deliberativo das EFPC que estão sob seu comando e estabelecem o dever de fiscalização das mesmas companhias sobre as respectivas entidades (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2014, p. 56-57).

¹⁰ Os citados julgados remetem à impossibilidade prática de a CVM analisar a posição da União, na Deliberação sobre contratos de concessão da Eletrobrás, sujeitos aos efeitos de Medida Provisória.

¹¹ Cf. parte dispositiva do voto: “96. Com base no acima exposto e considerando não só a situação específica de cada um dos acusados, mas também a gravidade das condutas apuradas e das respectivas infrações, voto, com base nas provas dos autos: (iii)Pela absolvição da Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil – PREVI e da Fundação dos Economistas Federais – FUNCEF. (iv) Pela condenação da Fundação PETROBRAS de Seguridade Social – PETROS: a. À multa de R\$ 400 mil com fundamento no art. 11, inciso II, c/c o § 1o, inciso I da Lei 6.385/1976 por infração ao art. 141, § 4o, incisos I e II, c/c art. 239, ambos da Lei no 6.404/1976, ao participar de votação reservada a acionistas minoritários para escolha de membros do Conselho de Administração da PETROBRAS, nas Assembleias Gerais realizadas em 28/04/2011, 19/12/2011 e 19/03/2012, e de votação reservada a acionistas titulares de ações preferenciais para escolha de membros do Conselho de Administração da PETROBRAS nas Assembleias Gerais realizadas em 28/04/2011 e 19/03/2012; e b. À multa de R\$ 400 mil com fundamento no art. 11, inciso II, c/c o § 1o, inciso I da Lei 6.385/1976 por infração ao art. 161, § 4o, alínea “a”, c/c art. 240, ambos da Lei no 6.404/1976, ao participar de votação reservada a acionistas minoritários para escolha de membros do Conselho Fiscal da PETROBRAS, nas Assembleias Gerais realizadas em 28/04/2011 e 19/03/2012, e de votação reservada a acionistas titulares de ações preferenciais para escolha de membros do Conselho Fiscal da PETROBRAS, nas Assembleias Gerais realizadas em 28/04/2011 e 19/03/2012” (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2014, p. 52).

¹² Conforme já exposto, a LC n° 108/2001 regula a atividade das EFPC patrocinadas por entidades da Administração Pública, como bem destacou a Revisora Luciana Dias, *in verbis*: “20. Para conduzir a análise da governança no presente caso, é preciso ter como premissa que as entidades fechadas de previdência complementar cujas patrocinadoras sejam a União, os Estados, o Distrito Federal e os Municípios, inclusive suas autarquias, fundações, sociedades de economia mista e empresas controladas, direta ou indiretamente, são regidas pela Lei Complementar n° 108, de 2001” (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2014, p. 57).

Para não haver dúvidas sobre o posicionamento da Revisora, Luciana Dias, acerca da presunção de influência exercida pela companhia patrocinadora sobre a entidade de previdência, transcreve-se o § 27 de seu voto, *in verbis*:

27. Essa presunção de que quem controla ou patrocina exerce uma influência determinante sobre a companhia ou a entidade de previdência privada instituída por ente público me parece derivar do próprio arcabouço legal dessas entidades e ser inerente ao exercício do poder que os controladores e patrocinadores têm nos termos, respectivamente, da Lei nº 6.404, de 1976, e da Lei Complementar nº 108, de 2001 (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2014, p. 57).

Note-se que esse posicionamento está em linha com a decisão da Relatora, objeto de análise acima. A divergência é inaugurada quando a Revisora estende a presunção de influência que as companhias sob controle comum exercem sobre as respectivas entidades de previdência, como bem pontuado no § 46 de sua declaração de voto, *in verbis*:

46. Consequentemente, é possível inferir que os impedimentos ao exercício do direito de voto do controlador da patrocinadora se estendem às entidades que estejam em seu campo de influência dominante, inclusive, entidades de previdência patrocinadas por outras sociedades por ele controladas. No presente caso, as patrocinadoras de PETROS, PREVI e FUNCEF encontram-se sob controle comum da União e, portanto, é possível presumir a influência indireta desta última sobre as três Acusadas (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2014, p. 60).

Essa inferência sustenta-se ainda, nos termos do voto da Revisora, sobre o fato de a indicação para as vagas dos minoritários nos Conselhos da Petrobras partir de diretores indicados diretamente pelo Banco do Brasil e pela Caixa Econômica Federal, respectivamente investidos na PREVI e FUNCEF. No caso da PETROS, a indicação é feita pela Diretoria Executiva, que, por sua vez, é indicada por decisão majoritária do Conselho Deliberativo, esse, formado, em sua maioria, por decisão do controlador da Petrobras – a União (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2014, p. 63). Portanto,

[...] a presunção de que a União, na qualidade de controladora, tem uma influência determinante sobre a Petrobrás, o Banco do Brasil S.A. e a Caixa Econômica Federal, e que tais sociedades têm, na qualidade de patrocinadoras, uma influência determinante sobre a PETROS, PREVI e FUNCEF não foi afastada pela análise da estrutura de governança dessas Acusadas (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2014, p. 63).

A Revisora refuta a tese da Relatora, no sentido de que haveria necessidade de prova do exercício dessa influência determinante, ao afirmar que a orientação de voto pela União não é ilegítima *per se*, decorrendo da própria sistemática adotada pela legislação societária. A

prova, a rigor, seria inócua, pois, se ficasse caracterizada orientação de voto pela União, tal fato isoladamente não implicaria ilegalidade, já que ao controlador, em último grau, é conferido o direito de orientar os negócios de suas companhias (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2014, p. 63-64).

Por essa razão, a Revisora desloca sua fundamentação para a *legitimidade* de esses mesmos acionistas participarem das eleições para as vagas reservadas aos minoritários, porquanto as EFPC, cuja formação de vontade sofre influência determinante de companhias controladas pela União, não poderiam ser consideradas, em essência, minoritários (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2014, p. 64).

Ao aplicar as penalidades, a Revisora mitiga a responsabilidade da FUNCEF e PREVI, em síntese, por duas razões: (i) os precedentes da CVM até então se restringem a penalizar as EFPC, por participarem de eleições para membros colegiados, cujas vagas são reservadas aos minoritários, mas apenas nas próprias companhias patrocinadoras; (ii) há ausência de efeitos dos votos de ambas nas eleições em separado (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2014, p. 64-65).

Vale o registro de que, para os mais recentes conclaves, a PREVI formulou consulta à CVM por meio da qual demonstrou que a escolha dos candidatos indicados para as vagas reservadas aos minoritários não sofreu influência determinante do patrocinador ou da União.

Feitos os destaques que interessam à presente pesquisa, a Revisora concluiu seu voto pela aplicação da pena de advertência para PREVI e FUNCEF, acompanhando a Relatora para penalizar a Petros em R\$ 800.000,00 (oitocentos mil reais), posição essa que foi seguida pelos demais julgadores.¹³

¹³ Cf. certidão de julgamento: “O Colegiado da CVM, em Sessão de Julgamento do PAS CVM nº 11/2012 iniciada em 11 de novembro de 2014 e concluída no dia 02 de dezembro de 2014, por maioria de votos, decidiu:

1 Aplicar à Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil – PREVI e à Fundação dos Economistas Federais – FUNCEF a pena de advertência.

2 Aplicar à Fundação Petrobras de Seguridade Social – PETROS:

2.1 Multa de R\$ 400.000,00, por participar de votação reservada a acionistas minoritários para escolha de membros do Conselho de Administração da PETROBRAS, nas Assembleias Gerais realizadas em 28.04.2011, 19.12.2011 e 19.03.2012, e de votação reservada a acionistas titulares de ações preferenciais para escolha de membros do Conselho de Administração da PETROBRAS nas Assembleias Gerais realizadas em 28.04.2011 e 19.03.2012; em infração ao art. 141, §4º, incisos I e II, c/c o art. 239, ambos da Lei nº 6.404/1976; e

2.2 Multa de R\$ 400.000,00, por participar de votação reservada a acionistas minoritários para escolha de membros do Conselho Fiscal da PETROBRAS, nas Assembleias Gerais realizadas em 28.04.2011 e 19.03.2012, e de votação reservada a acionistas titulares de ações preferenciais para escolha de membros do Conselho Fiscal da PETROBRAS, nas Assembleias Gerais realizadas em 28.04.2011 e 19.03.2012, em infração ao art. 161, §4º, alínea “a”, c.c o art. 240, ambos da Lei nº 6.404/1976” (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2012).

1.2 Sobre os demais casos

Tendo em vista a abrangência de fundamentos trazidos pelo caso Petrobras, considerou-se desnecessário fazer o mesmo exercício realizado na seção anterior. Contudo, reputou-se importante destacar, quanto aos precedentes que antecederam o caso Petrobras, em síntese: (a) o quadro fático; (b) os principais fundamentos constantes dos votos; e (c) a conclusão.

Cronologicamente foram julgados os seguintes casos:

1.2.1 Caso Fundação Sudameris: PAS CVM RJ2001/9686, julgado em 12/08/2004, de relatoria do ex-Diretor Luiz Antonio de Sampaio Campos

1.2.1.1 Quadro fático

A Superintendência de Relações com Empresas (SEP) recebeu correspondência de um dos acionistas do Banco Sudameris, noticiando ter havido irregularidade na eleição para o Conselho Fiscal, havida na Assembleia Geral Ordinária (AGO) de 06/04/2001, uma vez que a Fundação Sudameris – indiciada –, juntamente com o espólio de outro acionista, teria elegido conselheiro para a vaga reservada aos minoritários. Segundo a missiva, isso somente foi possível em função de uma operação prévia de permuta de ações, havida entre esses acionistas minoritários e o controlador – Banque Sudameris.¹⁴

Por essa razão, a SEP lavrou Termo de Acusação, mediante o qual foram imputadas as seguintes condutas aos mencionados acionistas, conforme se extrai do relatório do julgamento, *in verbis*:

2. Pelo acima exposto, votei pelo acolhimento do Termo de Acusação proposto pela SEP, sugerindo a alteração da imputação de responsabilidades das pessoas envolvidas na forma descrita abaixo:

a. Banque Sudameris, acionista controlador, [...], pela prática de abuso de poder, tipificado no artigo 117, § 1º, c, da lei nº 6404/76, ao agir de forma a interferir no procedimento de eleição do Conselho Fiscal e evitar que acionistas minoritários

¹⁴ Cf. § 3º do relatório do voto do relator: “3. Em 28/05/00, o Sr. Manoel Moreira Giesteira encaminhou nova correspondência à SEP, desta vez na qualidade de acionista do Banco, dando conta de que impetrara, junto com outros acionistas, ação contra o Banco visando a declarar nula a eleição de membro do conselho fiscal representante dos acionistas minoritários preferencialistas realizada na AGO de 06/04/01, por ter essa eleição se concretizado com votos proferidos pela Fundação e pelo Espólio, os quais teriam obtido os votos necessários unicamente em razão da existência de permuta de ações ordinárias por preferenciais entre estes acionistas e o controlador do Banco (Banque Sudameris) efetuada nas vésperas da AGO e fora do mercado (fls. 06/09)” (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2004, p. 2).

preferencialistas da companhia elegessem o seu representante, o que acarretou em infração ao que dispõe o art. 161, § 4º, alínea a desta lei;

b. Fundação Sudameris, [...], por abuso do direito de voto, na forma prevista no artigo 115 da Lei nº 6404/76, em razão de ter proferido voto na AGO do Banco Sudameris Brasil S/A de 06/04/2001, com o fim de causar dano aos acionistas minoritários preferencialistas, que teriam direito a eleger membros do Conselho Fiscal, nos termos do dispõe o art. 161, § 4º, alínea a desta lei; e

c. Espólio de Remo Rinaldi Naddeo [...], por abuso do direito de voto, na forma prevista no artigo 115 da Lei nº 6404/76, em razão de ter proferido voto na AGO do Banco Sudameris Brasil S/A de 06/04/2001 com o fim de causar dano aos acionistas minoritários preferencialistas, que teriam direito a eleger membros do Conselho Fiscal, nos termos do dispõe o art. 161, § 4º, alínea a desta lei.

Vale o registro de que, à época do julgamento, a Fundação Sudameris não tinha entre os seus objetivos a administração de planos de previdência complementar, que a caracterizaria como Entidade Fechada de Previdência Complementar¹⁵.

1.2.1.2 Principais fundamentos constantes dos votos

Com o fim de investigar a existência ou não de abuso de direito de voto da Fundação Sudameris, o Relator verificou que: (i) a formação da vontade social da Fundação é dada por deliberação da maioria de membros do Conselho Administrativo, os quais são indicados, em sua maioria, pelos membros contribuintes, sendo o instituidor, portanto, minoritário nesse colegiado¹⁶; (ii) a soma das contribuições realizadas pelo instituidor, ou seja, pela própria companhia, representa algo em torno de 10% (dez por cento) das doações realizadas pelos contribuintes, o que afasta a caracterização de dependência econômica;¹⁷ e (iii) ao especular

¹⁵ Cf. § 12 do voto condutor do acórdão: “12. Da análise do estatuto social da Fundação Sudameris (fls. 397/401) pode-se verificar que se trata de entidade de direito privado, sem fins lucrativos, que, na forma de seu art. 2º, tem por finalidade (a) prestar assistência material, cultural, recreativa e desportiva aos funcionários do Banco Sudameris Brasil S/A e demais empresas do Conglomerado Sudameris; (b) promover e estreitar as relações de solidariedade e mútua compreensão, quer entre os funcionários das diversas empresas do Conglomerado Sudameris, quer entre estes e seus dirigentes; (c) trabalhar pela elevação do nível cultural de seus membros; (d) cooperar pelo bem estar deles e das respectivas famílias” (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2004, p. 11).

¹⁶ Cf. § 16 do voto condutor do acórdão: “Do exame da organização da administração da Fundação Sudameris pode-se concluir que: (i) a maioria dos membros do Conselho Administrativo é eleita em assembleia geral pelos membros contribuintes (os membros contribuintes elegem 05 membros enquanto o instituidor indica apenas 02 - art. 14 c/c arts. 10e 35 do estatuto social); (ii) o Conselho Administrativo delibera validamente com a presença mínima de 04 (quatro) membros – sendo portanto necessária a presença de, no mínimo, 02 (dois) dos membros eleitos pelos membros contribuintes -, sendo as deliberações tomadas por maioria absoluta de votos; e (iii) ao Conselho Administrativo compete, na forma do art. 16 do estatuto social, todas as decisões relativas à aplicação dos recursos da Fundação Sudameris, o que inclui, por óbvio, aquelas realizadas no mercado de valores mobiliários, tais como as ações de emissão do Banco Sudameris Brasil S.A” (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2004, p. 11).

¹⁷ Cf. § 22 do voto condutor do acórdão: “22. A meu ver não se pode considerar que determinada entidade de previdência privada fechada seja considerada vinculada ao seu instituidor por razões econômicas quando estas razões montam, em média, apenas 10% do valor que é arrecadado com base nas contribuições dos funcionários, sendo certo que, ano a ano, no período compreendido entre 1998 e 2002, a importância das

sobre ao alinhamento de interesses da Fundação Sudameris em relação ao controlador da companhia investida, é de se presumir sobre a sua ausência. Ao contrário, deve-se presumir que o indicado pela Fundação zele pelos interesses da entidade e de seus contribuintes¹⁸.

1.2.1.3 Conclusão

Por unanimidade, o colegiado da CVM absolveu os indiciados e afastou a ocorrência de abuso de direito de voto.

1.2.2 Caso PREBEG: PAS CVM RJ2002/4985, julgado em 08/11/2005, de relatoria do ex-Diretor Pedro Marcílio de Souza

1.2.2.1 Quadro fático

No caso PREBEG, a SEP lavrou termo de acusação para imputar, entre outros, à Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Estado de Goiás S.A. (PREBEG), infração aos arts. 239 e 240 da Lei nº 6.404/76, por ter indicado e votado nos membros do Conselho de Administração e do Conselho Fiscal nas eleições em separado reservadas aos acionistas minoritários do BEG, nas assembleias de 30/04/99, 31/05/99, 25/04/00 e 10/04/01.¹⁹ Referidos dispositivos estabelecem regras especiais para o funcionamento dos Conselhos de Administração e Fiscal das companhias de economia mista, bem como garantem assentos aos minoritários.

quantias doadas frente ao valor arrecado somente decresceu e, frise-se, vinha decrescendo substancialmente muito antes de haver qualquer discussão sobre a composição do conselho fiscal” (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2004, p. 12).

¹⁸ Cf. §§ 29 e 30 do voto condutor do acórdão: “29. A meu ver, em absoluto não se pode presumir que o interesse da Fundação — qualquer ela que seja — se confunde com o interesse do acionista controlador de sua instituidora. Isso porque, naturalmente, por trás da Fundação há uma enorme massa de beneficiários: os contribuintes dessa Fundação e seus beneficiários. Os contribuintes dessa Fundação muitas vezes — ou no mais das vezes — são empregados ou ex-empregados do instituidor. E presumir que a Fundação vai assistir passivamente o beneficiamento do acionista controlador em detrimento da companhia que é onde os seus empregados trabalham; que é onde estão os ativos que garantem o pagamento dos seus salários; que é onde o parcela relevante do investimento da Fundação está alocado, parece-me um contra-senso. 30. E, aliás, um contra-senso absoluto. Se tivesse na linha dos incentivos naturais, as probabilidades seriam de que um indicado pela Fundação zelaria para que a companhia se mantivesse da forma mais saudável possível (a companhia que a instituiu e que constitui parcela relevante do investimento da Fundação), porque quanto mais saudável fosse a companhia, em melhor situação estariam os beneficiários da Fundação. Isso me parece um ponto importante, quanto mais quando se procura incentivar o investimento de Fundações em valores mobiliários” (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2004, p. 13).

¹⁹ Cf. § 10 do relatório do acórdão (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2005, p. 4).

1.2.2.2 Principais fundamentos constantes dos votos

Nos termos do que foi registrado no voto do Relator, nas eleições de 1999, vigia para a PREBEG estatuto segundo o qual os membros de seu Conselho Deliberativo eram indicados e eleitos apenas pelos seus participantes, razão por que ficou afastada influência do controlador de sua patrocinadora.²⁰

Nas eleições do ano 2000, contudo, o referido colegiado era paritário, com voto de desempate em favor do representante da patrocinadora, o que poderia acarretar possível influência da PREBEG pelo BEG e seu controlador.²¹

Não obstante a existência de vinculação entre a PREBEG e o BEG, sua patrocinadora na eleição de 2000, o Relator afastou a imputação de violação aos arts. 239 e 240 da LSA, uma vez que o processo administrativo não apresentou provas de que o controlador e a administração do BEG, de fato, influenciaram a conduta da PREBEG.²²

Observou, finalmente, que a PREBEG foi vencida em relação aos demais minoritários, na indicação e eleição de seus candidatos.²³

Remetidos os autos ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (CRSFN), o Relator Darwin Corrêa afirmou que o fato de a PREBEG ser uma entidade de previdência patrocinada pelo BEG não lhe retira independência para exercer o direito de voto, ainda que seu presidente seja indicado pelo banco patrocinador e tenha voto de qualidade.²⁴

²⁰ Cf. § 41 do voto condutor: “41. Além disso, é de se notar que, a partir da leitura dos estatutos sociais da PREBEG constantes dos autos, nas assembléias do BEG analisadas neste processo ocorridas antes de maio de 2.000, a composição da administração da PREBEG era totalmente eleita pelo corpo social, sem a participação da Patrocinadora (art. 20), o que demonstraria a independência da PREBEG, até mesmo, com relação à Patrocinadora” (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2005, p. 7).

²¹ Cf. §§ 42 e 43 do voto condutor: “43. Na única assembléia, em que o estatuto social da PREBEG estava com outra redação, que é relevante para a solução deste processo (10.04.01), metade da administração era indicada pela Patrocinadora e a outra metade pelo corpo social (mas com voto de qualidade por membro indicado pela Patrocinadora) (art. 30). 44. Apenas nessa assembléia poderia se alegar que a administração de PREBEG estava sujeita à influência da administração do BEG, o que poderia justificar a impossibilidade de voto da PREBEG no caso concreto” (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2005, p. 7).

²² Cf. § 45 do voto condutor: “45. Em um processo administrativo sancionador contra a PREBEG baseado nesses fatos, como já se disse nos itens 38 e 39 acima, seria necessário comprovar a ligação entre o acionista controlador do BEG e a administração do BEG e entre esta última e a PREBEG. Não houve, no entanto, qualquer apuração ou acusação a esse respeito com relação à administração do BEG” (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2005, p. 7).

²³ Cf. § 46 do voto condutor: “46. Sem prejuízo do dito anteriormente, é de se notar, ainda, que nessa assembléia a PREBEG não logrou êxito em eleger seus indicados, tendo prevalecido o voto dos acionistas minoritários” (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2005, p. 7).

²⁴ Cf. trecho do voto do relator: “Observo que com respeito à eleição de membro do conselho fiscal do BEG pela CAIXA DE PREVIDÊNCIA DOS FUNCIONÁRIOS DO BANCO DO ESTADO DE GOIÁS - PREBEG, não se verificou qualquer irregularidade, na medida em que a PREBEG não integrava o bloco de controle do banco. Ademais, o fato de a PREBEG ser uma entidade patrocinada pelo BEG não caracteriza, à vista do exame dos estatutos da entidade, uma relação de subordinação com respeito ao patrocinador. Os membros dos órgãos de administração da entidade têm dever fiduciário para com a entidade, não para com o patrocinador, e o voto de

1.2.2.3 Conclusão

Com esses fundamentos, o colegiado da CVM, em relação à PREBEG, afastou a imputação e a absolveu.²⁵ No CRSFN, a decisão foi mantida nesse aspecto, mas com fundamento diverso.²⁶

1.2.3 Caso Mendesprev I: PAS CVM No 07/2005, julgado em 24/04/2007, de relatoria do ex-Presidente Marcelo Trindade

1.2.3.1 Quadro fático

Segundo a acusação, nas assembleias ocorridas em 2002, 2003 e 2006, a Mendesprev estaria impedida de exercer o direito de voto, com fundamento no § 4º do art. 161 da LSA e no Parecer de Orientação 19/90 da CVM, na eleição para a vaga reservada aos preferencialistas, no Conselho Fiscal da Mendes Júnior Engenharia SA, dada a sua dependência *organizacional* e *econômica* em relação ao acionista controlador, a Mendes Júnior Participações SA.²⁷

1.2.3.2 Principais fundamentos constantes dos votos

Integralmente acompanhado pelos demais julgadores, o Relator Marcelo Trindade estende a aplicabilidade do Parecer de Orientação 19/90 às EFPC,²⁸ mas afasta o impedimento

qualidade do presidente da entidade, eleito por indicação do patrocinador não descaracteriza juridicamente a independência formal do eleito em relação ao patrocinador” (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2005, p. 7).

²⁵ Cf. certidão de julgamento, o colegiado “[...] por unanimidade de votos, absolver: a) a Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Estado de Goiás S.A. da acusação de descumprimento dos artigos 239 e 240 da Lei nº 6.404/76” (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2005, p. 1).

²⁶ Cf. certidão de julgamento do Recurso 9611, proferido pelo CRSFN (CONSELHO DE RECURSOS DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL, 2011, p. 1).

²⁷ Cf. § 3º do relatório: “3. Segundo a acusação, a Mendesprev, entidade fechada de previdência complementar dos empregados das empresas do Grupo Mendes Júnior, estaria impedida de votar naquelas deliberações de eleição em separado dos conselheiros indicados por acionistas preferencialistas minoritários. Tal impedimento decorreria da norma do § 4º do art. 161 da Lei 6.404/76 (“Lei das S.A.”), pois a Mendesprev seria dependente, organizacional e economicamente, da sociedade controladora da Mendes Júnior Engenharia. Em tal caso, a Mendesprev deveria ser equiparada ao acionista controlador — a Mendes Júnior Participações S.A. (“Mendes Júnior Participações”), também acusada pelos mesmos fatos —, o qual, por sua vez, não poderia votar, segundo a interpretação da norma legal explicitada pela CVM no Parecer de Orientação 19/90” (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2007).

²⁸ Cf. § 45 do voto do relator: “O Parecer de Orientação 19 não trata de acionistas ligados ao controlador, ou agindo no interesse do controlador. Trata, exclusivamente, do acionista controlador. Contudo, segundo os precedentes do Colegiado antes citados, com os quais concordo, a CVM vem considerando que o impedimento

do exercício do direito de voto se a entidade, embora conte com a maioria de seus administradores indicados pelo controlador da companhia, adotar algum mecanismo que impeça esses mesmos administradores de participarem do processo decisório de indicação e votação.²⁹

Vale o registro de que o Relator afasta a necessidade de análise de dependência econômica, pois, segundo suas próprias palavras, seria “ir longe demais, quase para admitir uma modalidade de controle externo”, figura essa não considerada possível na LSA, pela maioria *esmagadora* da doutrina brasileira.³⁰

Com esse entendimento, o Relator propõe a seguinte orientação, para definir, inclusive, a atuação do mercado e da própria CVM, *in verbis*:

57. Mas a orientação que proponho seja adotada para definir a atuação do mercado e da própria CVM seria mais objetiva, e assim enunciada:
 "O impedimento de voto do controlador de que trata o Parecer de Orientação 19/90 (e também o impedimento para o voto em preenchimento de outras vagas que devam ser preenchidas, segundo a lei, por votação dos acionistas minoritários) estende-se às entidades de previdência complementar patrocinadas pela companhia aberta ou por suas controladoras, desde que, cumulativamente: (i) a vontade política da entidade de previdência complementar, assim entendida a indicação da maioria de seus administradores máximos, caiba à patrocinadora ou seu controlador, equiparando-se a essa hipótese a de indicação paritária de tais administradores, quando o voto de desempate couber a administrador indicado pela patrocinadora ou seu controlador; (ii) não tenha sido adotado mecanismo que assegure que a deliberação de indicação de conselheiros fiscais ou de administração a serem eleitos seja adotada com a participação majoritária de administradores da entidade indicados pelos participantes. Em qualquer caso, será irrelevante a influência econômica da patrocinadora sobre a entidade de previdência complementar." (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2007, p. 12).

Apresentados os requisitos necessários para autorizar a EFPC a exercer o direito de voto para a eleição acima indicada, Marcelo Trindade considera ter havido, no caso concreto, violação ao art. 161, § 4º, alínea ‘a’, da LSA, em razão da *ligação* da entidade com a própria

de voto do controlador, decorrente da interpretação adotada no Parecer de Orientação 19, pode em tese ser estendido às entidades de previdência complementar, quando detenham ações da sociedade patrocinadora, ou controlada pela Patrocinadora” (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2007).

²⁹ Cf. § 50 do voto do relator: “Assim, me parece, que seria perfeitamente razoável admitir, mesmo nos casos em que o comando político da entidade de previdência cabe a agentes nomeados pela patrocinadora, a inexistência de impedimento de voto se for adotado algum mecanismo que assegure que a indicação do conselheiro fiscal (ou de administração) não se dará por deliberação de tais agentes” (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2007).

³⁰ Cf. § 53 do voto do relator: “Um entendimento como o aqui proposto levaria à desconsideração de vinculações econômicas entre a patrocinadora ou sua controladora e a entidade de previdência complementar. Veja-se que, embora esse fator tenha sido considerado no Caso Sudameris, não o foi no Caso Beg. Na verdade, considerar aspectos de dependência econômica seria mesmo ir longe demais, quase para admitir uma modalidade de “controle externo” que gerasse impedimento de voto. Como se sabe, ao menos a maioria esmagadora da doutrina considera que a lei brasileira não admitiu a figura do controlador externo, isto é, não acionista direto ou indireto” (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2007).

companhia e sua controladora,³¹ afastando, contudo, a violação do art. 115 da mesma lei, por não se tratar de exercício de direito de voto abusivo.³²

Devolvida a matéria para a instância superior, o CRSFN, para o que interessa à presente pesquisa, analisou os recursos voluntário e de ofício, acerca da violação ao art. 161, § 4º, da LSA, bem como do art. 115.³³

A instância revisora, nos termos do voto do Relator, destinou um capítulo para o recurso voluntário – aquele manejado pela Mendesprev –, e outro para a apreciação do recurso de ofício.

Quanto ao recurso da Mendesprev, o Relator refutou suas razões pela confirmação dos fundamentos empregados na instância de origem, ao estender a aplicabilidade do Parecer de Orientação 19/90 às pessoas ligadas ao controlador, entre as quais o Fundo de Pensão.³⁴

Quanto à remessa oficial, restou a revisão da acusação de violação do art. 115 da LSA, que trata da vedação ao exercício de direito de voto abusivo ou em conflito de interesses.

Ratificando o entendimento do colegiado da CVM,³⁵ o Relator afastou a caracterização de abuso de direito de voto. Afirmou, por outro lado, que o caso se aproximava

³¹ Cf. § 59 do voto do Relator: “Assim, me parece configurado, no caso, o descumprimento da alínea (a) do § 4º do art. 161 da Lei das S.A., pois a Mendesprev, por sua ligação com a companhia aberta e a sua controladora, não poderia votar na eleição dos conselheiros fiscais a serem escolhidos pelos acionistas minoritários, em separado” (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2007).

³² Cf. § 60 do voto do Relator: “60. Por outro lado, não me parece que se possa falar, no caso, em violação do art. 115 da Lei das S.A., para considerar-se o voto da Mendesprev abusivo, especialmente por não se poder considerar a manifestação de entendimento anterior da CVM sobre o tema, emitida em processo administrativo afinal anulado judicialmente”. Vale o registro de que o referido processo não sancionador (Processo CVM RJ no. 2003/1956) foi julgado pelo Colegiado da CVM, em 13/05/2003, assentando-se, igualmente, em violação ao artigo 161, §4º, alínea (a) da LSA, ocasião em que o recurso da MendesPrev foi improvido” (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2007).

³³ Cf. § 1º do relatório constante do acórdão do CRSFN: “Trata-se de processo administrativo sancionador proposto pela Comissão de Valores Mobiliários – CVM em face de Mendesprev Sociedade Previdenciária; Eugênio Joé Bocchese Mendes; Jésus Murillo Valle Mendes; Sérgio Cunha Mendes (“Recorrentes”) e Mendes Júnior Participações S.A. (fls. 1413/1445), sob o fundamento de que: (i) Mendesprev Sociedade Previdenciária (“Mendesprev”) teria participado, nas assembleias da Mendes Júnior Engenharia S.A. (“Companhia”) ocorridas em 7.12.2002; 29.4.2003 e 2.5.2006, da votação em separado para a escolha do conselheiro fiscal representante dos minoritários preferencialistas da Companhia, com cujo grupo de controle possuía fortes vínculos administrativos e financeiros, de sorte a infringir o art. 115, caput e art. 161, par. 4o, alínea a, da Lei 6404/76 (“LSA”) [...]” (CONSELHO DE RECURSOS DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL, 2012, p. 1).

³⁴ Cf. § 27 do voto do Relator: “27. Não é difícil perceber qual é o bem jurídico que a norma procura tutelar: a representação equitativa dos interesses dos preferencialistas no Conselho Fiscal. Nesse sentido é que, nos termos da r. decisão recorrida e ao contrário do que alega a Mendesprev, tal Parecer de Orientação “pode, em tese, ser estendido às entidades de previdência complementar, quando detenham ações da sociedade patrocinadora, ou controlada pela patrocinadora” (fls. 1577). E a razão é evidente: tal extensão é justificável quando o exercício do direito de voto em separado da entidade previdenciária, por conta de sua eventual “ligação” organizacional ou financeira com a sociedade patrocinadora, puder colocar em risco o bem jurídico tutelado pelo artigo 161, parágrafo 4o, alínea a, da LSA; ou seja, quando puder, de alguma forma, comprometer os interesses dos preferencialistas da companhia” (CONSELHO DE RECURSOS DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL, 2012, p. 11).

da hipótese de conflito de interesses, prevista no § 1º do art. 115 da LSA, pois, nos termos do respectivo voto:

§ 50. [...] ao considerarmos que a Mendesprev não possuía efetivamente a independência necessária [porque havia um alinhamento de interesses entre a ela e a controladora da companhia] para indicar o conselheiro fiscal representante dos minoritários preferencialistas, ao exercer seu direito de voto nesse sentido estaria em conflito de interesses com a Companhia, violando, em tese, o art. 115, par. 1o da LSA. (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2007).

Prosseguindo, o conselheiro teceu ainda as seguintes considerações, *in verbis*:

50. No entanto, entendo que a racionalidade da legislação societária coíbe o “abuso de direito” e o “ato emulativo”, de sorte que o conflito de interesses deve estar interligado a esses conceitos relacionados ao caput do próprio artigo 115 da LSA. Nesse contexto, uma interpretação literal do §1º do art. 115 da LSA não me parece a mais acertada, pois o parágrafo deve ser interpretado em vista do conceito de abuso tratado no caput do artigo. É de se notar, a esse respeito, que a atual posição da CVM quanto ao conflito de interesse buscou justamente temperar a ideia de conflito formal de interesse nesse sentido, a fim de tornar imprescindível a observância do caráter abusivo do voto do acionista em suposto conflito, notadamente quando essa natureza de conflitualidade não se mostra evidente.

51. No caso concreto, pelos fatos e argumentos lançados nos autos, não me parece ter ocorrido qualquer espécie de abuso por parte da Recorrida, condição necessária para caracterizar a infração do art. 115 da LSA, ainda que seja inegável o alinhamento de interesses entre Mendesprev e controladora da Companhia. Por esse motivo, decido pelo não provimento do recurso de ofício nesse tocante, de maneira a preservar a r. decisão recorrida de absolvição da Mendesprev a respeito da imputação de infração ao art. 115 da LSA. (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2007).

Portanto, o CRSFN afastou a imputação de violação ao art. 115 da LSA, em face da ausência de caracterização do voto abusivo, embora fosse evidente o alinhamento de interesses entre a Mendesprev e a controladora da companhia, tendo em vista a influência determinante que esta exercia sobre aquela.

1.2.3.3 Conclusão

Com esses fundamentos o relator concluiu pela pena de advertência à Mendesprev, cuja mensuração foi abrandada, tendo em vista a complexidade jurídica do tema de

³⁵ Cf. §§ 47 e 48 do voto condutor: “47. Assim é que, a par da deliberação do Colegiado no mencionado PA, cuja decisão foi anulada pelo Poder Judiciário, considerando-se tão-somente os fatos e alegações destes autos, a CVM entendeu não ter sido configurada efetivamente a abusividade do voto da Mendesprev. 48. Parece-me correta a r. decisão recorrida nesse particular” (CONSELHO DE RECURSOS DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL, 2012, p. 16).

interpretação da norma violada. O voto do relator foi acompanhado na íntegra por seus pares.³⁶

Remetidos os autos ao CRSFN, a decisão, nos aspectos aqui estudados, foi mantida em sua integralidade.³⁷

1.2.4 Caso Mendesprev II: PAS CVM RJ 2009/4768, julgado em 13/04/2010, de relatoria do ex-Diretor Otavio Yazbek

1.2.4.1 Quadro fático

Novamente, a Mendesprev foi acusada de participar indevidamente da eleição para a vaga reservada aos acionistas “minoritários [sic] preferencialistas”, no Conselho Fiscal da Mendes Júnior, companhia controlada pela principal patrocinadora daquela entidade de previdência, nas assembleias havidas em 2007 e 2008.³⁸

1.2.4.2 Principais fundamentos constantes dos votos

Ao refutar a defesa da Mendesprev, esta no sentido de que inexiste na LSA o conceito de pessoa *vinculada* capaz de impedir o exercício do direito de voto da entidade, o relator Otavio Yazbek deixou claro que o posicionamento da CVM decorria da interpretação da mesma lei, mais precisamente do art. 161, § 4º, da LSA.^{39 40}

³⁶ Cf. § 62 do voto do Relator (p. 12) e certidão de julgamento (p. 1) (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2007).

³⁷ Cf. proclamação de julgamento do Recurso CRSFN 11413.b (CONSELHO DE RECURSOS DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL, 2012, p. 19-20).

³⁸ Cf. § 11 do relatório e §§ 1º e 8º do voto do Relator (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2010).

³⁹ Cf. §§ 17 e 18 do voto do Relator: “17. Com o objetivo de desqualificar a pretensão punitiva, a Mendesprev explorou os conceitos de “coligada” e de “controlada”, extraídos da legislação acionária, procurando demonstrar que a expressão “vinculada”, adotada pela acusação, não passa de uma interpretação criativa, que não encontra guarida no texto legal. De fato, ela afirma que, em nenhum lugar da Lei Societária, se encontra “proibição objetiva correlacionada com a palavra ‘vinculada’, pois, permissa venia, não a encontramos no capítulo citado, tampouco na norma supostamente violada” (fls. 207). Neste sentido, inexistindo qualquer caracterização do que seria essa pessoa “vinculada” e, mais do que isso, inexistindo qualquer espécie de vedação para essas pessoas “vinculadas”, estas não estariam impedidas de votar para o preenchimento daquelas vagas do Conselho Fiscal referidas no art. 164, § 4, “a”, da Lei nº 6.404/76. 18. O fato, porém, é que a defesa procura, com esse argumento, promover uma mudança de foco. O referido dispositivo regulamenta o exercício de direitos por (i) titulares de ações preferenciais sem direito a voto ou com voto restrito e por (ii) acionistas minoritários. Trata-se de norma destinada a tutelar dois tipos de participantes que, de outra maneira, não teriam nenhuma capacidade de exercer os controles que a Lei entende necessários sobre a administração da sociedade, a saber, os preferencialistas e os acionistas minoritários. E é justamente para assegurar um mínimo de efetividade a essa norma que se impõe definir como são compostos esses grupos. Antecipo que se trata aqui, de fato, de uma atividade interpretativa, mas tendo em vista a preocupação dos defensores com a estrita

Segundo o relator, a referida interpretação tem como ponto de partida o Parecer de Orientação 19/90, no sentido de que, a restrição à atuação do controlador nas eleições para as vagas reservadas aos preferencialistas convida a pensar o que caracterizaria a figura do controlador. Nesse sentido, Yazbek afirma que tanto o art. 116 quanto o 243 da LSA, ao conceituarem o acionista controlador, o fazem remetendo ao conteúdo material do poder de controle, ou seja, “ao poder de eleger a maioria dos administradores”⁴¹.

Uma vez constatado que a instância máxima deliberativa da Mendesprev tem seus integrantes indicados pela companhia controladora da sociedade investida pela entidade de previdência e, sendo essa controladora a principal patrocinadora da entidade, não há como assegurar sua independência na eleição para as vagas reservadas aos minoritários⁴².

Afirma o relator que essa conclusão se coaduna com a interpretação sistemática da LSA, ao invocar a suspensão do direito de voto, previsto no § 2º do art. 244, da LSA, para a sociedade controlada, nas deliberações da sociedade controladora, da qual detém ações⁴³.

legalidade, vale destacar que ela em nada inova o regime legal” (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2010).

⁴⁰ O dispositivo é o que reserva vagas para os preferencialistas e minoritários no Conselho Fiscal.

⁴¹ Cf. § 21 do voto do Relator: “21. O Parecer de Orientação nº 19/90 apenas trata da questão da possibilidade de voto pelos próprios controladores, apontando que tal voto tornaria inócua a disposição do art. 164, § 4º, “a”, da Lei nº 6.404/76. Em princípio, portanto, ele não se aplicaria ao caso em tela. No entanto, deve-se convir que, identificada a impossibilidade de voto do acionista controlador, cumpre pensar o que efetivamente caracteriza essa figura. E essa tarefa torna-se ainda mais importante quando se leva em conta que, tanto no art. 116, quanto no art. 243 da LSA, são usadas expressões que remetem ao conteúdo material do poder de controle, tais como “poder de eleger a maioria dos administradores”, uso efetivo daquele poder e “preponderância nas deliberações sociais”. Vale dizer, para a sistemática criada pela Lei das SA, importa não apenas uma condição formal, mas importam também os resultados que materialmente decorrem daquela condição. O tema já foi discutido por muitos autores e entendo que ele é, aqui, de alguma valia” (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2010).

⁴² Cf. § 23 do voto do Relator: “23. No caso em tela, o que se sustenta é que, sendo 2/3 dos membros do Conselho Deliberativo eleitos pela Patrocinadora Principal (e sendo o referido órgão formado, aliás, apenas por 3 membros) e sendo a Diretoria Executiva eleita pelo próprio Conselho Deliberativo, em qualquer hipótese, é a vontade da Patrocinadora Principal que tende a prevalecer. Os órgãos decisórios e de representação da Mendesprev não dispõem de nenhum mecanismo assecuratório da sua independência, estando diretamente vinculados à Patrocinadora Principal – e é claro o cuidado, nos estatutos vigentes, para assegurar essa situação. Desta maneira, por mais que haja responsabilidade dos administradores pelos seus atos, não se pode considerá-los como plenamente independentes. O fato de a Acusada estar instalada em prédio diferente do de suas Patrocinadoras, pagar seus custos administrativos e ser auditada e gerenciada por profissional especializado, não equivale a um sistema efetivo de salvaguardas institucionais e não tem nenhum conteúdo propriamente político, ao contrário dos elementos acima referidos (vale dizer, da “amarração” estatutária da eleição de membros do Conselho e da Diretoria Executiva)” (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2010).

⁴³ Cf. § 25 do voto do Relator: “25. Gostaria de deixar claro que tal interpretação se coaduna com a sistemática da Lei nº 6.404/76, havendo, inclusive, soluções similares no texto da Lei. Um exemplo disso reside, por exemplo, no seu art. 244, § 2º, em que, ao se tratar do regime das participações societárias recíprocas, se suspende o direito de voto das “ações do capital da controladora, de propriedade da controlada”. Ora, se aquelas ações tivessem mantido seu direito de voto, quem estaria votando na controladora não seria uma terceira sociedade, mera acionista, mas sim um ou mais administradores, eleitos pela administração da própria controladora e, em larga medida, presume-se, alinhados com as posições e com as políticas daquela” (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2010).

Por meio desse raciocínio, o relator acaba por concluir que, para os fins do art. 161, § 4º, da LSA, a entidade de previdência deve ser *equiparada* ao acionista controlador, a fim de que o mecanismo de proteção das minorias criado pela lei não se torne *vazio*,⁴⁴ embora reconheça que a mesma entidade não integra o grupo de controle.⁴⁵

Tendo em vista a interposição de recurso, a matéria foi reexaminada pelo CRSFN, que, ao manter a autuação, ressaltou a possibilidade de aplicação do Parecer de Orientação 19/90⁴⁶ como empregado pela instância de origem, ressaltando apenas que a situação, objeto de julgamento, bastava para identificar a violação do citado art. 161, § 4º, da LSA, na medida em que, havendo influência do controlador da companhia sobre o acionista preferencialista, ficaria caracterizada a infração.⁴⁷

1.2.4.3 Conclusão

Com base nesses fundamentos, o relator Otavio Yazbek aplicou multa de R\$300.000,00 (trezentos mil reais) à Mendesprev, por violação ao art. 161, § 4º, alínea ‘a’, da LSA, sendo acompanhado pelos demais julgadores.⁴⁸ Submetido o caso a julgamento pelo

⁴⁴ Cf. § 24 do voto do Relator: “24. Por esta razão é que se interpreta que para os efeitos do art. 164, § 4, “a”, da Lei nº 6.404/76, também a Mendesprev deve ser considerada como equiparada ao controlador e, por consequência, ser excluída da possibilidade de votar naquelas deliberações destinadas a preferencialistas e a minoritários. Observe-se que não se trata, aqui, da criação de uma nova vedação, que originariamente não se encontra presente na Lei, como a Acusada tenta fazer crer em sua peça, mas sim de uma decorrência natural da situação da Mendesprev. Na dicção da Exposição de Motivos da Lei nº 6.404/76, transcrita no Parecer de Orientação nº 19/90 e tomada como fundamento para o que ali se defende, permitir que aqueles administradores, eleitos pela Patrocinadora Principal, votem, efetivamente reduziria a norma do art. 161 a ‘formalismo vazio de qualquer significação prática’” (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2010).

⁴⁵ Cf. § 26 do voto do Relator: “26. Deste modo, não se trata de dizer que a Mendesprev faz parte do grupo de controle da Mendes Júnior ou de se criar regra nova, impedindo determinados acionistas de votar. Trata-se apenas de adotar uma interpretação que permita um mínimo de eficácia a uma garantia legal, assegurando que os destinatários daquela garantia possam dela fazer uso” (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2010).

⁴⁶ Cf. § 19 do voto do Relator: “19. Entendo que a *ratio* do Parecer de Orientação CVM 19/90 é plenamente aplicável ao presente caso, ainda que por óbvio não se trate de controladora e controlada. Isso porque o controle do qual ele trata pressupõe uma “relação de poder”. Na realidade, o exercício do “controle” não deixa de ser uma das vias de concretização do exercício do poder nas relações societárias. E, o próprio legislador societário identificou capacidade de fazer prevalecer sua vontade no órgão máximo de deliberação e de indicar os administradores como a vetor de identificação desse poder, que se encontra plenamente reconhecido neste caso: aos patrocinadores garante-se a indicação de 2/3 dos membros do Conselho Deliberativo e, por consequência, será essa maioria que indicará os demais diretores e afins. É nesse limite que se aproveita o conteúdo do Parecer de Orientação CVM 19/90” (CONSELHO DE RECURSOS DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL, 2013, p. 8).

⁴⁷ Cf. § 21 do voto do Relator: “21. Portanto, apesar de possível, é desnecessária a aplicação do Parecer de Orientação CVM 19/90 neste caso. A função da norma prevista no art. 161, § 4º, alínea “a”, da LSA, não está satisfeita quando há algum potencial de influência do controlador de uma companhia na indicação de membros representantes dos minoritários e preferencialistas no Conselho Fiscal” (CONSELHO DE RECURSOS DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL, 2013, p. 9).

⁴⁸ Cf. § 31 do voto do Relator (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2010).

CRSFN, o conselho confirmou a decisão do Colegiado da CVM, mas reduziu a penalidade para R\$ 150.000,00 (cento e cinquenta mil reais).⁴⁹

1.2.5 Caso Sergus: PAS RJ CVM 2010/10555, julgado em 05/09/2011, de relatoria do ex-Diretor Otavio Yazbek

1.2.5.1 Quadro fático

Novamente de relatoria do Diretor Otavio Yazbek, o caso versa sobre a participação do Instituto Banese de Seguridade Social (Sergus), para a vaga reservada aos preferencialistas, na eleição do Conselho Fiscal, havida em 2009, do Banco do Estado do Sergipe S.A. (Banese).⁵⁰

1.2.5.2 Principais fundamentos constantes dos votos

Fazendo remissão aos casos Mendesprev II e Mendesprev I, o relator constatou a ausência de independência do Sergus, diante da inexistência de mecanismos que assegurassem a não influência do controlador da companhia patrocinadora – o Banese –, na indicação e votação para a vaga reservada aos preferencialistas no Conselho Fiscal, de acordo com o entendimento que vem se consolidando na CVM.⁵¹

Vale o registro de que, novamente, Otavio Yazbek admitiu que o impedimento do direito de voto determinado pela CVM não tem previsão expressa no texto da lei. Afirmou, nesse contexto, que permitir que o controlador e *entidades sob sua influência determinante* participassem da referida eleição representava cerceamento do direito essencial de

⁴⁹ Cf. § 30 do voto do Relator e declaração de julgamento (CONSELHO DE RECURSOS DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL, 2013, p. 10-11).

⁵⁰ Cf. § 1º do relatório do voto: “Trata-se de Processo Administrativo Sancionador instaurado em face do Instituto Banese de Seguridade Social – Sergus (“Acusado” ou “Sergus”) com a finalidade de apurar suposta infração ao art. 161, § 4º, “a”1, da Lei n.º 6.404, de 15.12.1976, quando da sua participação na eleição destinada ao preenchimento da vaga de conselheiro fiscal reservada aos acionistas preferencialistas, que ocorreu na assembleia geral ordinária do Banco do Estado de Sergipe S.A. (“Banese”) de 31.3.2009” (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2011).

⁵¹ Cf. § 15 do voto do Relator: “Assim, julgo que, em 31.3.2009, o Sergus não dispunha de mecanismo apto a assegurar, pelo menos na votação objeto do presente Processo, uma efetiva independência em face do seu patrocinador. Pelo contrário, de acordo com o art. 42 do então vigente estatuto do Sergus, a sua representação extrajudicial caberia ao Diretor Superintendente que, nos termos do § 2º do art. 24 do estatuto, era nomeado pelo Conselho Deliberativo a partir de nomes indicados pelo Banese. Este mesmo procedimento, aliás, também se aplicava para todos os demais membros da Diretoria Executiva do Acusado” (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2011).

fiscalização, previsto abstratamente no art. 109, inc. III, da LSA, e materializado na regra que assegura vaga aos minoritários.⁵²

1.2.5.2 Conclusão

Por meio desses fundamentos, o colegiado, em unanimidade de votos, condenou o Sergus ao pagamento de multa no valor de R\$ 200.000,00 (duzentos mil reais).

⁵² Cf. § 15 do voto do Relator: “Como disse, a questão que ora está sob análise diz respeito à impossibilidade de o controlador (e das entidades sob sua influência determinante) participar da eleição para o preenchimento da vaga de conselheiro fiscal que cabe aos acionistas preferencialistas. E, muito embora neste particular não haja no texto da lei acionária impedimento expresso, a vedação nada mais é do que uma decorrência lógica da própria garantia outorgada pela lei. Digo isso porque, como já destaquei no voto que apresentei no Processo acima referido, admitir a participação do controlador nessas eleições representaria cercear o direito essencial de fiscalizar que a lei acionária não só previu abstratamente no seu art. 109, III, mas que também entendeu por bem concretizar quando da definição das regras relativas à composição dos conselhos fiscais” (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2011).

3 PRESSUPOSTOS CONCEITUAIS NECESSÁRIOS À COMPROVAÇÃO DA HIPÓTESE

Conforme breve análise dos julgados da CVM, realizada nas seções anteriores, verifica-se que, para concluir pelo impedimento ou não de voto das EFPC, para as vagas reservadas aos minoritários nos órgãos colegiados de administração e fiscalização, a autarquia ocupou-se de apurar a eventual existência de subordinação das mencionadas entidades, em relação à companhia patrocinadora, tanto em relação ao aspecto teórico, quanto aos respectivos casos concretos. Em seguida, os votos dos diretores da autarquia analisaram a conduta da EFPC, como acionista, no regime normativo que a Lei nº 6.404/64 encerra.

Revelada a trama de relações jurídicas travadas entre a EFPC e a companhia patrocinadora, pelos precedentes do órgão fiscalizador, reputou-se válido levantar os pressupostos conceituais⁵³ de natureza societária, com o intuito de assentar as bases da presente pesquisa e orientar a identificação das teorias aplicáveis – marcos teóricos – e suas possíveis interpretações.

3.1 Conceito das companhias

As companhias ou sociedades anônimas são definidas no art. 1º da LSA como sociedades cujo capital é dividido em ações, sendo a responsabilidade dos sócios ou acionistas limitada ao preço de emissão das ações subscritas ou adquiridas, dispositivo esse que foi reproduzido pelo art. 1.088 do Código Civil (BRASIL, 2002).

O referido código classifica as companhias como sociedades empresárias, por força de determinação expressa do art. 982, independentemente do objeto. São entendidas como empresárias as sociedades que tenham por finalidade o exercício de atividade própria de empresário.⁵⁴ A mesma norma, que define a natureza da companhia como sociedade empresária – *mercantil* – é reproduzida pelo art. 2º, § 1º, da LSA.

⁵³ De acordo com Gustin e Dias (2013, p. 37), “[...] pressupostos conceituais, por sua vez, não serão objeto de questionamento pela pesquisa”.

⁵⁴ Cf. art. 966 do Código Civil: “Art. 966. Considera-se empresário quem exerce profissionalmente atividade econômica organizada para a produção ou a circulação de bens ou de serviços” (BRASIL, 2002).

3.2 Natureza jurídica das companhias (contrato ou instituição)

A natureza do negócio jurídico sociedade, inclusive a anônima, é contratual, do gênero associativo ou de organização. Difere, portanto, do gênero de contratos de prestação, os quais pressupõem a troca de prestações de uma parte a outra, ainda que unilaterais (PEDREIRA; LAMY FILHO, 2009, v. I, p. 32).

Nos contratos do gênero associativo ou de organização, nos quais se enquadram os de sociedade, as partes comprometem-se reciprocamente, mediante combinação de esforços, a um fim comum, de caráter permanente ou de longa duração, mantendo posições jurídicas que lhes garantem os mesmos direitos e deveres – de contribuir e participar (do) (para o) resultado da ação coletiva e fiscalizar a administração (PEDREIRA; LAMY FILHO, 2009, v. I, p. 33).

As objeções ao enquadramento da natureza jurídica da companhia, como contrato, deram-se inicialmente no século XIX, sob os seguintes argumentos: (i) a companhia não tem natureza contratual, pois nos contratos há uma acomodação de interesses opostos, mediante o consentimento, enquanto nas sociedades anônimas há um ato *complexo* ou *coletivo*, mediante o qual os acionistas partem de um interesse comum; (ii) o surgimento de sistemas legais cogentes que suprimem em parte a autonomia da vontade – a liberdade de contratar é atenuada em relação a outras modalidades de contrato de prestação – e a intangibilidade dos contratos – possibilidade de alteração das bases contratuais mediante deliberação da maioria (princípio majoritário) (PEDREIRA; LAMY FILHO, 2009, v. I, p. 80-82).

Contudo, no século XX, essas objeções foram se reduzindo à medida que a frequência dos contratos de massa – denominados de adesão –, foi aumentando, o que exigiu uma intervenção cada vez maior do Estado, por meio da regulação de contratos de diversas espécies (PEDREIRA; LAMY FILHO, 2009, v. I, p. 80-82).

De acordo com a pesquisa de Botrel (2015, p. 329), as teorias anticontratalistas baseiam-se exatamente no fato de suporem a ausência de interesses opostos no ato de constituição da sociedade⁵⁵, o que deu origem às teorias *do ato coletivo*, *do ato complexo*, *do ato corporativo e da instituição*⁵⁶.

⁵⁵ Nas palavras do referido autor: “A difícil aplicação de algumas regras gerais dos contratos – elaboradas, em boa medida, para se aplicarem aos chamados *contrato de permuta* (ou de escambo), caracterizados pelo ‘cruzamento’ dos direitos e obrigações das partes – ao *contrato de sociedade* motivou o surgimento das teorias que negam a natureza contratual do ato constitutivo da sociedade [...]” (BOTREL, 2015, p. 329).

⁵⁶ Em rigor, à presente pesquisa não interessa apresentar as referidas teorias (à exceção da institucionalista, que acarreta contribuição à interpretação do papel dos administradores e do acionista controlador), mas apenas demonstrar que negam a natureza contratual pelo fato de não haver, em princípio, interesses contrapostos entre as partes no contrato de sociedade.

Por sua contribuição à compreensão do papel dos controladores e administradores, reputou-se válido dedicar algumas linhas à apresentação da teoria institucionalista. Essa teoria foi primeiramente defendida na Alemanha, por Rathenau, a qual dá origem à ideia de que o interesse da companhia (em si) transcende o interesse de seus sócios, para assumir responsabilidades coletivas, devendo, portanto, ser orientada para o interesse público (PEDREIRA; LAMY FILHO, 2009, v. I, p. 83).

Note-se que teoria institucionalista possui como objeto de preocupação as companhias de grande porte, aquelas cujas atividades, por reunirem um enorme conjunto de fatores de capital e de recursos humanos, assumem um papel fundamental no desenvolvimento da economia (PEDREIRA; LAMY FILHO, 2009, v. I, p. 84).

Embora a teoria institucionalista tenha fundamentado e inspirado a orientação da companhia segundo o interesse geral, da economia nacional ou da empresa, o fato é que não desenvolveu a *noção* capaz de estabelecer um regime jurídico segundo essa orientação, em substituição à teoria contratual (PEDREIRA; LAMY FILHO, 2009, v. I, p. 86). Os referidos autores são peremptórios ao afirmarem que “[...] não se conhece até hoje a formulação de regime jurídico a partir da análise sociológica, econômica e política das grandes empresas, que substitua a conceituação da companhia como contrato” (PEDREIRA; LAMY FILHO, 2009, v. I, p. 87).

Fato é que o fenômeno socioeconômico das macroempresas acarreta a institucionalização da empresa e não da companhia, que se torna elemento acessório na estrutura empresarial, a partir do momento em que, dada a dispersão de capital, o poder decisório é transferido para os administradores. A companhia permanece, nesse sentido e juridicamente, como contrato (PEDREIRA; LAMY FILHO, 2009, v. I, p. 87).

Com efeito, o fenômeno sociológico da macroempresa, que inspira a teoria institucionalista, não altera a natureza contratual que merece a companhia, porquanto a sociedade não tem aderência ao conceito de instituição jurídica.

Por instituição jurídica entende-se “[...] um conjunto orgânico que contém a regulamentação de um dado concreto e durável da vida social e que é constituído por um conjunto de regras jurídicas dirigidas para um fim comum” (ROUBIER *apud* PEDREIRA; LAMY FILHO, 2009, v. I, p. 88). A instituição jurídica regula tão completamente determinado fenômeno social, que não há espaço para a liberdade ou autonomia. São exemplos de instituições jurídicas a propriedade privada e os direitos reais, porquanto não passíveis de alteração pela vontade das partes.

Portanto, segundo Lamy Filho e Pedreira, embora a teoria institucionalista tenha levado as companhias, principalmente as macroempresas, a orientarem suas atividades de acordo com um fim social, não as desnatura essencialmente como contrato.

Nesse sentido, tem-se como mais sensata a posição de França (1993, p. 51), segundo o qual não há sentido em estabelecer-se uma rígida linha divisória, que excluiria a aplicação de uma e outra teoria ao caso concreto, dada a patente necessidade de tratar-se com regimes jurídicos distintos (COMPARATO, 1981 *apud* FRANÇA, 1993) as companhias fechadas e as abertas, cuja diferença reside exatamente na necessidade de capital intensivo e da presença de inúmeros acionistas. Não há dúvida de que as companhias abertas têm uma relevância social absolutamente maior que as empresas de menor porte.

França arremata a discussão, com as seguintes conclusões, *in verbis*:

É inegável, de um lado, que os interesses que gravitam em torno das sociedades anônimas não se limitam aos meros interesses particulares dos sócios, dizendo respeito também aos interesses dos trabalhadores, da comunidade e da própria economia como um todo. Não se afigura correto, entretanto, definir o interesse social como o interesse de um ente superior e distinto, como a pessoa jurídica ou a empresa em si. Muito mais coerente, nesse particular, é a teoria institucionalista do 'direito da empresa acionária', que identifica os distintos interesses que confluem em torno das companhias, procurando harmonizá-los. De outro lado, porém, acatada a figura do contrato plurilateral para explicar a natureza jurídica das sociedades, como sustentou Ascarelli, não há como descartar a aplicação de uma disciplina contratual para regular os interesses relativos aos sócios.

Se fosse lícito utilizar uma imagem, poder-se-ia dizer que o confronto entre os partidários das duas teorias sugere visões de observadores colocados em pontos distintos: um, o institucionalista, olhando a sociedade anônima de fora (*ab extra*), pelo que ela representa para a comunidade e para a economia, em termos de oferta de trabalho, produção de bens, e assim por diante; outro, o contratualista, vendo-a de dentro (*ab intus*), sob o ângulo exclusivo dos sócios. (FRANÇA, 1993, p. 51-52)

Portanto, a aplicação das duas teorias serviu para orientar o legislador, no sentido de impor aos administradores e ao acionista controlador deveres para com empregados, consumidores e economia nacional; transferir o poder dos acionistas para administradores profissionais para orientar os negócios da companhia não só em função do interesse dos sócios; subordinar os interesses dos acionistas aos interesses *superiores* da empresa; e possibilitar a modificação dos direitos dos acionistas, seja em função de alterações legislativas ou por deliberação dos órgãos sociais (princípio majoritário) (PEDREIRA; LAMY FILHO, 2009, v. I, p. 85).⁵⁷

⁵⁷ No mesmo sentido, França (1993, p. 53).

E para os fins deste trabalho, compreendido o papel da companhia, orientado pela teoria institucionalista (BOTREL, 2015, p. 331), toma-se como premissa a natureza de contrato plurilateral da sociedade.

3.3 O sistema jurídico das companhias

Definida a natureza jurídica da companhia, necessário se faz explicar como o contrato de sociedade se integra ao regime normativo, e que posições jurídicas encerram seus órgãos colegiados e sócios. Esta breve seção tem por fim situar a posição da EFPC como acionista minoritário da companhia e, portanto, com direitos políticos para eleger membro dos órgãos colegiados da companhia.

O registro dos atos constitutivos das sociedades, entre as quais se encontram as companhias, além de dotar a “entidade” de personalidade jurídica,⁵⁸ cria um sistema jurídico particular, integrado pelo sistema jurídico decorrente do Direito positivo, ainda que tais regras não sejam reproduzidas no contrato (PEDREIRA; LAMY FILHO, 2009, v. I, p. 38).

O sistema jurídico das sociedades encerra uma estrutura de posições jurídicas, ligadas por relações internas, mas que podem regular relações externas. Nas companhias, a estrutura compreende órgãos, que, por sua vez, encerram diversas posições jurídicas, como, por exemplo, as do membro do Conselho de Administração, Diretores, acionistas etc. (PEDREIRA; LAMY FILHO, 2009, v. I, p. 38).

Para o que interessa à presente pesquisa, a EFPC, como acionista, portanto, ocupa uma posição jurídica no âmbito do sistema jurídico da sociedade, sujeita ao Direito positivo aplicável e às normas estatutárias da companhia – o sistema jurídico particular da companhia.

3.4 Os acionistas

3.4.1 Conceito de acionista

Embora sem definição legal, os acionistas são os titulares de ações ou de participação societária que lhe conferem o *status* ou uma posição no sistema jurídico particular das

⁵⁸ Cf. art. 985 do Código Civil (BRASIL, 2002).

companhias – o contrato de sociedade –, e, como corolário, de direitos e obrigações no âmbito desse mesmo sistema (BARBOSA, 2009b, p. 277).⁵⁹

Não se confundem com a pessoa da sociedade e, portanto, os acionistas e a companhia são sujeitos de direito, havendo direitos e deveres atribuíveis e exigíveis a cada um, notadamente no âmbito das relações entre eles.⁶⁰

3.4.2 *Obrigações e deveres*

As obrigações e deveres dos acionistas constam do Capítulo X da LSA, sendo a Seção I destinada a tratar sobre a obrigação de realizar o capital, a Seção III, versando sobre o voto, dispondo sobre o dever de o acionista votar no interesse da companhia, e a Seção IV, reservada ao Acionista Controlador, dispondo sobre seus deveres de:

[...] usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, [e sobre seus] [...] 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 atender⁶¹. (BRASIL, 1976).

Sobre a natureza jurídica da realização do capital, do exercício do direito de voto no interesse da companhia e demais deveres do acionista controlador, a doutrina se divide⁶² entre classificá-los em obrigações – para a realização do capital – ou deveres para os demais casos.

Barbosa afirma ser a realização do capital a única obrigação, uma vez que a companhia é credora do negócio jurídico de subscrição do capital. O mesmo não ocorre com os *deveres*, em que não há um credor na relação jurídica. A lei impõe aos acionistas e, especialmente, ao acionista controlador o dever de votar no interesse da companhia e, para o segundo, no interesse social, criando assim uma norma de conduta que não atribui

⁵⁹ Segundo Barbosa, divergem alguns autores sobre a correta condição de sócio, se detentor de uma posição ou *status*. Contudo, esse debate não tem influência sobre a presente pesquisa (BARBOSA, 2009b, p. 277).

⁶⁰ Nesse sentido, Marcelo Barbosa: “Observou ASCARELLI (1947, p. 127) que a relação jurídica entre o acionista e a companhia não se produziria entre dois sujeitos independentes e contrapostos, uma vez que um de tais sujeitos - o acionista - poderia ser considerado quase como parte do outro. Entretanto, na realidade a relação companhia/acionista não parece se afastar das demais relações jurídicas da forma vislumbrada pelo jurista italiano. É total a separação entre as pessoas da companhia e de seus acionistas. Existem prestações devidas de lado a lado, e expectativas legítimas tuteladas pela lei e pelo estatuto que buscam garantir a exigibilidade de tais prestações. Como já advertira ESTRELLA (1973, p. 315), a sociedade é “um corpo à parte, com existência distinta da dos seus membros, suscetível até de lhes opor direitos próprios.” (BARBOSA, 2009b, p. 279).

⁶¹ Cf. parágrafo único do art. 116 da LSA (BRASIL, 1976).

⁶² Ao expor sua opinião sobre o assunto, Barbosa aponta uma *obrigação* para os sócios realizarem o capital, enquanto *deveres* de votarem no interesse da companhia, apontando, inclusive opinião diferente de Lacerda Teixeira e Tavares Guerreiro (1979, v. 1, p. 270), para quem há uma obrigação de votar no interesse da companhia (BARBOSA, 2009b, p. 282).

correspondente direito subjetivo de crédito a quem quer que seja.⁶³ Importa consignar que o dever de votar no interesse da companhia constitui um dos temas mais relevantes ao desenvolvimento das conclusões sugeridas neste trabalho, conforme será abordado nos Capítulos 4 e 5.

3.4.3 *Direitos dos acionistas*

São inúmeros os direitos dos acionistas, elencados pormenorizadamente na LSA, a depender da posição jurídica que ocupam no sistema jurídico particular da companhia, o qual é integrado pelo regime jurídico próprio imposto pela própria lei. Como exemplo, a Lei assegura a criação de classes de ações ordinárias nas companhias fechadas, o que dá direito ao preenchimento de determinados cargos de órgãos administrativos (cf. art. 16, inc. III da LSA). Ainda como exemplo, assegura diversas preferências ou vantagens aos acionistas preferencialistas (cf. art. 17, da LSA).

Para atender ao fim a que esta pesquisa se propõe, reputa-se mais adequado classificar os referidos direitos para, nas seções seguintes, enquadrar corretamente os direitos que envolvem o tema proposto.

Conforme Barbosa (2009b, p. 299), o gênero de direitos dos acionistas pode ser classificado em direitos subjetivos, poderes e garantias. Os primeiros configuram poderes, cujo exercício é facultado aos sócios segundo seus próprios interesses. Poderes são os deveres de um dado sujeito para o atendimento do interesse de outrem. E garantias, os meios, processos e ações que a lei assegura aos sócios para exercerem seus direitos.

Outra classificação de suma importância é a dada pela própria LSA, ao elencar no art. 109 os denominados direitos essenciais, que, nos termos do *caput* do dispositivo, não podem ser derogados pelo estatuto ou pela assembleia geral. É dizer que tais direitos não estão submetidos ao princípio majoritário.⁶⁴

⁶³ Segundo Barbosa: “Diversamente do que ocorre com as obrigações dos acionistas, no caso dos “deveres” não há um credor figurando no outro pólo de relação jurídica de crédito. Os deveres devem ser vistos, isto sim, como “normas de conduta” que ditam certas posturas que o acionista deve tomar, e, quase sempre, de que forma devem se manifestar tais posturas. Veja-se o caso do dever oriundo do direito de voto. Muito embora nenhum acionista seja, via de regra, obrigado a votar - não haverá um terceiro que poderá cobrar do acionista que vote, como se exigisse o atendimento a um direito subjetivo- ao votar, o acionista deverá fazê-lo no interesse da sociedade e não em interesse próprio” (BARBOSA, 2009b, p. 282).

⁶⁴ Nos dizeres de Barbosa, “os direitos essenciais e imutáveis se opõem, assim, aos chamados direitos não essenciais ou sociais, que podem ser modificados ou mesmo afastados por deliberação majoritária” (BARBOSA, 2009c, p. 300).

De acordo com a delimitação proposta para o tema, a participação das EFPC nas votações para eleição de vagas reservadas às minorias, tanto no Conselho de Administração quanto no Conselho Fiscal, remetem ao exercício do direito de voto pela entidade, enquanto na posição de acionista minoritária ou preferencialista, bem como do direito essencial de fiscalização.

Analisa-se, a seguir, o direito de voto e de fiscalização.

3.4.3.1 *Direito de voto*

Segundo Rego (2009, p. 377), “Direito de voto é o direito do acionista de manifestar 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”.

Para o referido autor, a doutrina é vacilante ao determinar a natureza jurídica do direito de voto, entre direito subjetivo e poder, pois, enquanto seja de todo evidente que ao acionista é facultado o exercício ou não do direito de voto, deve exercê-lo, em regra, no interesse da companhia, nos termos do art. 115 da LSA, ou seja, no interesse de outrem.

O enfrentamento desse dilema levou Rego a distinguir as matérias objeto de deliberação em assembleia. Se a deliberação remete ao contrato de sociedade, ou seja, às bases do negócio jurídico que levaram o acionista a decidir por subscrever e realizar o capital, estará o acionista autorizado a votar segundo seu próprio interesse, o que configuraria o voto como direito subjetivo. Por outro lado, se o acionista exerce o direito de voto como membro de órgão social, para formação da vontade coletiva, estará vinculado ao interesse da companhia; nesse caso, há, portanto, um poder ou direito-dever de votar no interesse da companhia (REGO, 2009, p. 378-379).

Assim, pode-se afirmar que o direito de voto é ao mesmo tempo direito subjetivo e poder-dever ou direito-dever.

3.4.3.2 *Suspensão do direito de voto*

Dispõe o art. 120 da LSA que a assembleia geral poderá suspender direitos dos acionistas – entre os quais o direito de voto – que deixarem de cumprir obrigação imposta pela lei ou pelo estatuto.

Veja-se que o art. 120 é expreso ao mencionar que o descumprimento de *obrigações* da lei ou do estatuto poderá dar ensejo a uma deliberação de suspensão, pelo que se entende

que uma eventual violação ao poder-dever de votar no interesse da companhia não é causa de suspensão de direitos pela assembleia, porquanto a hipótese do dispositivo é de descumprimento de obrigação legal ou estatutária, não se confundindo com as hipóteses de conflitos de interesses previstas no art. 115 da LSA (EIZIRIK, 2011, v. I, p. 732).⁶⁵

Registrem-se, a propósito, as posições contrárias de Carvalhosa (2013, p. 593-594), Comparato (1995, p. 91) e Lucena (2009, p. 1067), no sentido de que a assembleia estará autorizada a suspender o direito de voto do acionista, se exercido contra o interesse social, o que será visto com maior profundidade na seção 4.5.3, adiante.

Não obstante as posições em contrário, considera-se mais acertada a conclusão segundo a qual o direito de voto do acionista não poderá ser suspenso pela assembleia (art. 120 da LSA), se violado o poder-dever de exercê-lo no interesse da companhia (art. 115 da LSA).

3.4.3.3 *Direito essencial de fiscalização*

Conforme dispõe o art. 109, III, da LSA, o direito de fiscalização – exercido na forma da lei –, não está sujeito ao princípio majoritário, seja ele materializado por meio do estatuto social, ou, pela assembleia geral.

A LSA, ao longo de seus capítulos, estabeleceu os mecanismos de fiscalização, parte deles podendo ser exercida pelo próprio sócio, ou conjunto de sócios representando uma mínima fração do capital social, ou por meio do Conselho Fiscal – colegiado especializado.

Barbosa (2009c, p. 319) classifica o direito de fiscalização como instrumental, no sentido de o direito de fiscalização ser essencialmente uma garantia conferida aos sócios⁶⁶. Para Carvalhosa (2013, p. 313-315), o direito essencial de fiscalização implica também o dever da companhia e de seus administradores, inclusive o Conselho Fiscal, de prestar

⁶⁵ Por outro lado, chega-se à conclusão de que o *caput* do art. 120 remete exclusivamente a obrigações, por dedução ao raciocínio de Rego, segundo o qual se exige a constituição em mora do acionista, para fins de convocação da assembleia geral que deliberará a eventual suspensão de direitos. Nesse sentido, *in verbis*: “Para suspensão do direito de voto do acionista deve ser convocada Assembléia Geral Extraordinária com o fim de conhecer e discutir os fatos e atos relativos aos acionistas e de votar a necessidade da aplicação da pena de suspensão de direitos, de forma a dar ao acionista em mora o direito de defesa e aos demais acionistas a chance de tomar uma decisão informada sobre o assunto” (REGO, 2009, p. 409).

⁶⁶ Instrumental é a designação que Nelson Eizirk confere ao Conselho Fiscal e não ao direito de fiscalização. Segundo o referido autor, “a atuação do órgão é basicamente instrumental, posto que deve transmitir aos acionistas as informações de que necessitam para exercerem o direito de fiscalizar a gestão dos negócios sociais, com conhecimento de causa” (EIZIRIK, 2011, p. 599).

informações aos acionistas, e funda-se no princípio da verificação da legalidade e legitimidade dos atos praticados pelo controlador e pela administração⁶⁷.

Vistos como instrumentos, portanto, a LSA, confere aos acionistas os seguintes mecanismos: (i) acesso e cópia aos (dos) documentos da administração, incluindo as demonstrações financeiras (cf. art. 133 da LSA); (ii) Conselho Fiscal, órgão especializado na fiscalização dos atos da administração de funcionamento permanente ou instalado a pedido dos acionistas (cf. art. 161 da LSA); (iii) participação em assembleias gerais, para opinar e votar nas deliberações (PEDREIRA, 2009c, v. I, p. 364)⁶⁸ (cf. art. 110 da LSA); e (iv) exibição judicial dos livros da companhia, “[...] sempre que, a requerimento de acionistas que representem, pelo menos, 5% (cinco por cento) do capital social, sejam apontados atos violadores da lei ou do estatuto, ou haja fundada suspeita de graves irregularidades praticadas por qualquer dos órgãos da companhia” (cf. art. 105 da LSA).

Note-se que a orientação do legislador, ao estabelecer esses mecanismos, foi norteada pela ponderação de dois grandes interesses: o dos sócios, que desejam que a companhia exerça suas atividades em conformidade com a lei e os estatutos;⁶⁹ e o interesse da própria companhia, pois é preciso proteger a dinâmica dos negócios empresariais do exercício abusivo de pedidos de informação, seja em função do número de potenciais acionistas,⁷⁰ seja em função do direito de a companhia reservar para si informações sigilosas de eventuais acionistas minoritários, concorrentes da companhia.⁷¹

⁶⁷ No mesmo sentido, confira-se Lucena (2009, p. 999) e Eizirik (2011, p. 598).

⁶⁸ Entende-se pelo direito de voto não só o exercício de decidir com suas ações em determinado sentido na assembleia, como também o direito de opinar. Nesse sentido Pedreira (2009, p. 364), segundo o qual, ao constatar o absenteísmo nas deliberações, afirma, *in verbis*: “[...] as Assembleias Gerais são marcadas pelo absenteísmo, e [...] poucos acionistas comparecem às Assembleias Gerais para opinar e decidir sobre as mais importantes decisões da vida da companhia” (Grifos acrescentados).

⁶⁹ Valverde (1953, v. II, n. 381) afirma que “o acionista tem sempre o direito de exigir, quer para defender os seus próprios interesses, quer para defender os interesses comuns a todos os acionistas, que a sociedade funcione regulamente, dentro da lei e dos estatutos, para consecução do seu objetivo”.

⁷⁰ Nesse sentido são as palavras de Barbosa, segundo o qual, se fosse concedida a todos os acionistas das companhias a faculdade de fiscalizar individualmente os atos de gestão, tendo acesso a toda e qualquer informação pleiteada, a vida social estaria seriamente perturbada, com prejuízo ao atingimento dos objetivos sociais. O grande número de acionistas e a livre transferibilidade das ações tomariam o atendimento a tal prerrogativa, se fosse conferida como direito individual, de forma ampla e sem restrições, um dever a quenhuma companhia poderia se sujeitar de forma responsável (BARBOSA, 2009c, p. 319).

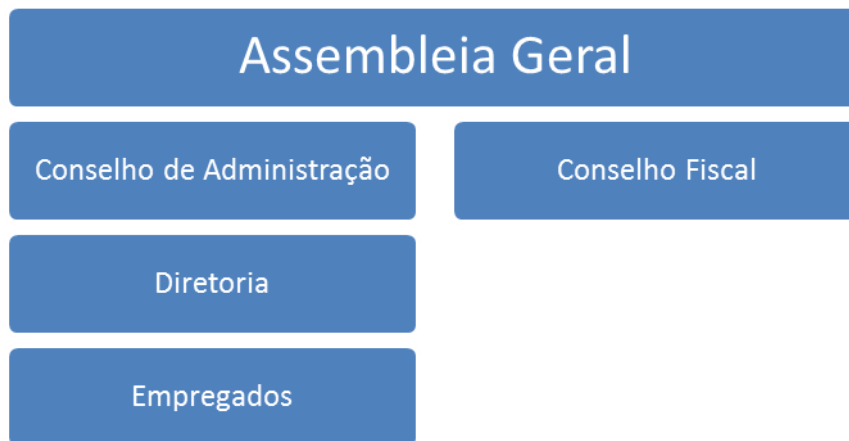
⁷¹ É o que destaca, por exemplo, Barbosa, ao comentar sobre o direito de pedir informações ao Conselho Fiscal: “O exercício de tal direito pode dar ensejo a expedientes por parte de concorrentes com a finalidade de acessar informações que de outra forma não seriam disponíveis. Se tal possibilidade existe, não se pode olvidar que o pedido de informações deve ser submetido ao Conselho Fiscal, e não a qualquer de seus integrantes. Assim sendo, necessariamente o pedido não poderá ser atendido sem que passe pelo juízo de admissibilidade do órgão. Evidentemente, não poderá tardar o Conselho Fiscal na apreciação e, se cabível, no atendimento ao pedido de informação. Por outro lado, uma vez que devem exercer suas funções em observância estrita ao artigo 165, § 1º, que impõe aos conselheiros atuar apenas no interesse da companhia, e ao caput do mesmo dispositivo, que os submete aos mesmos deveres dos administradores da companhia, em especial os deveres de lealdade e diligência, antes de fornecer qualquer informação ao acionista ou grupo de acionistas requerentes o Conselho

3.5 Estrutura das companhias

Por estrutura das companhias entende-se a organização ou disposição hierárquica dos seus órgãos e suas conseqüentes inter-relações, formando assim um sistema jurídico que, conforme já exposto, é resultado da integração do sistema legal e do sistema particular das companhias. Conforme ensinam os autores do projeto da Lei nº 6.404/76, o sistema das sociedades é inspirado na própria biologia, sendo o órgão um “[...] conjunto funcional do sistema” (PEDREIRA; LAMY FILHO, 2009c, v. I, p. 776).

Orientados por essa analogia, os referidos autores, ao darem redação aos dispositivos legais que instituem os órgãos da companhia, estabelecem claramente um sistema hierarquizado e inter-relacionado, que pode ser visualizado segundo o seguinte organograma (Figura 1).

Figura 1 – Estrutura das companhias



Fonte: Elaborada pelo autor.

A seguir, destina-se uma seção para cada órgão, que se relaciona diretamente com o tema central da presente pesquisa.

3.5.1 Assembleia geral

Segundo Tepedino (2009, p. 871), “a Assembleia Geral é o órgão social formado pelo conjunto de acionistas reunidos, devidamente convocado e instalado na forma da lei e dos estatutos, para deliberar sobre matéria de interesse da sociedade”.

Fiscal deverá, na medida do possível, se certificar de que não existe o risco mencionado” (BARBOSA, 2009c, p. 323-324).

Embora não tenha precisamente conceituado a assembleia como órgão e reunião de acionistas, o art. 121⁷² confirma ser ela a instância suprema⁷³ para a orientação dos negócios sociais, submetendo inclusive a atividade dos administradores, ainda que presente o Conselho de Administração.⁷⁴

A assembleia geral é a expressão da vontade da companhia, vontade essa resultante de manifestações de vontade da maioria,⁷⁵ no exercício do direito de voto, muito embora mesmo os acionistas com direito a voto possam participar do conclave.⁷⁶

Entre as matérias de competência privativa da assembleia geral, o art. 121 da LSA previu a eleição e destituição a qualquer dos administradores e fiscais da companhia, observada a competência do Conselho de Administração para a eleição e destituição de diretores, caso existente esse órgão.⁷⁷

3.5.2 Princípio majoritário

O *caput* do art. 129 da LSA prevê expressamente que as deliberações serão tomadas por maioria absoluta de votos, isto é, por mais da metade dos votos dos acionistas presentes à assembleia, não se computando os votos em branco.

⁷² A parte final do art. 121 da LSA não deixa dúvidas sobre esse aspecto: “[A Assembleia-Geral] tem poderes para decidir todos os negócios relativos ao objeto da companhia e tomar as resoluções que julgar convenientes à sua defesa e desenvolvimento” (BRASIL, 1976).

⁷³ Ao confirmar a supremacia da Assembleia-Geral, os autores do projeto da lei das sociedades por ações em vigor destacam também que o modelo brasileiro difere do de outros países. É o que se depreende das palavras de Pedreira e Lamy Filho (2009c, p. 806), *in verbis*: “Segundo o modelo da lei brasileira, o poder político na companhia - no sentido do poder supremo de qualquer unidade de organização social, que compreende o de alocar ou distribuir poder dentro dessa unidade - cabe à Assembléia Geral, e os órgãos administrativos não têm a autonomia que lhes é reconhecida nas leis alemãs, italianas e francesas em decorrência da definição legal taxativa das atribuições da Assembléia Geral”.

⁷⁴ Pedreira e Lamy Filho (2009c, p. 806-807) são peremptórios ao afirmarem indene de dúvidas a submissão da administração à Assembleia-Geral, não havendo antinomia entre os dispositivos que obrigam os administradores a agirem segundo a lei e o estatuto. E arrematam ao darem prevalência à Assembleia-Geral, em caso de divergência entre esse órgão e a administração sobre que decisão atenderia ou não o interesse da companhia: “Nesses casos, há de prevalecer o princípio da estruturahierárquica- de que o subordinado tem o dever de cumprir as ordens recebidas de seus superiores - porque se há opiniões diferentes sobre qual a deliberação ou o ato maisconveniente para a companhia, são os órgãos hierarquicamente superiores que têm competência para decidir”.

⁷⁵ Confira Tepedino (2009, p. 874), segundo o qual: “A Assembléia, como visto, exprime a vontade da companhia, e só dela, apesar de normalmente suas deliberações resultarem da fusão de diversas emissões volitivas, com a desconsideração das opiniões vencidas”.

⁷⁶ Cf. parágrafo único do art. 125 da LSA: “Os acionistas sem direito de voto podem comparecer à assembleia-geral e discutir a matéria submetida à deliberação” (BRASIL, 1976).

⁷⁷ Cf. ressalva do inc. II do art. 121, da LSA, que remete ao art. 142, II, da mesma lei. Este dispositivo indica a competência do Conselho de Administração para indicar membros da diretoria (BRASIL, 1976).

Como corolário, a manifestação de vontade da companhia, formada pela expressão do voto de seus acionistas, vincula os acionistas vencidos, ainda que não presentes no conclave.

Segundo Pedreira e Lamy Filho (2009c, v. I, p. 808), o princípio rege as deliberações de todos os órgãos colegiados da companhia, embora positivado apenas para as assembleias e reuniões do conselho de administração (cf. art. 140, IV, da LSA). Tanto o Conselho Fiscal quanto a diretoria, como órgãos colegiados, são submetidos ao referido princípio, por analogia.

3.5.3 Acionista controlador

O art. 116 da LSA conceitua o acionista controlador de acordo com a seguinte redação, *in verbis*:

Art. 116. Entende-se por acionista controlador a pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que:

a) é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembléia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e

b) usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia. [...] (BRASIL, 1976)

As instruções do referido dispositivo são claras ao atribuírem o *status* de acionista controlador.

Conforme registra Carvalhosa (2013, p. 427-428), o legislador pátrio afastou-se das demais legislações estrangeiras em matéria de sociedades anônimas, ao instituir a figura do acionista controlador, atribuindo a ele deveres (cf. parágrafo único do art. 116) e responsabilidades (cf. art. 117 da LSA).

Embora instituída a figura do controlador pela LSA, não se pode negar que a hipótese normativa do *caput* do art. 116 captura uma situação de fato do exercício do poder de dirigir os negócios da companhia. Nesse sentido, denomina-se *status* a posição do acionista controlador, tendo em vista que o controle é consequência de sua situação jurídica. A natureza jurídica do controle ou poder de controle parecem não se adequar à detenção, posse ou mesmo direito subjetivo. Conforme pesquisa de Botrel (2009, p. 77-82) e abstraindo-se do controle havido nas companhias, o controle, genericamente considerado, é tido por *situação jurídica*. Nesse sentido, são suas palavras, *in verbis*:

Nesse diapasão, é possível inserir o poder de controle na categoria *situação jurídica*, compreendida [...]. Afinal, aquele que detém o poder de controle está em posição de ascendência em relação a outras pessoas ou a bens alheios. Por isso, o poder de controle deve ser compreendido como a situação jurídica em que o sujeito (titular de controle) tem condições, por razões as mais variadas, de influenciar condutas alheias, ou de coordenar bens de outrem (no caso de controle societário, os bens que compõem o patrimônio social).⁷⁸

Já no âmbito societário, “o controle consiste, enfim, no conjunto de atos orientados por quem seja detentor de uma posição privilegiada que lhe permita coordenar ou influenciar a esfera jurídica alheia” (BOTREL, 2009, p. 82), no caso, a própria companhia, sujeitando os minoritários e órgãos sociais.

Certamente, a abrangência de meios, pelos quais se assume a condição de controlador, orientou o legislador a considerar a possibilidade de uma ou mais pessoas, titulares ou não de ações, serem tidas como tal (controlador).

Segundo a exegese do citado art. 116, atribui-se o *status* de controlador tanto às pessoas vinculadas por acordo de voto, quanto às pessoas sob controle comum, portanto, independentemente de serem ou não sociedades. Essa foi a razão da utilização da expressão “pessoas sob controle comum” e não “sociedades sob controle comum”. Nas palavras dos autores do projeto da LSA vigente, *in verbis*:

A referência da lei ao grupo de controle formado por pessoas "sob controle comum" visa a abranger a hipótese de pessoas jurídicas de direito público ou de direito privado que não tenham a forma de sociedade e não estejam, portanto, compreendidas na definição de sociedade controladora constante do § 2º do artigo 243. (PEDREIRA; LAMY FILHO, 2009c, v. I, p. 816).⁷⁹

Portanto, a LSA considera grupo controlador pessoas sob controle comum, ainda que não vinculadas por acordo de acionistas⁸⁰, devendo todas elas ser consideradas controladoras⁸¹.

Esclarecido esse aspecto relacionado às pessoas que podem ser acionistas controladores, passa-se a analisar as condições objetivas de sua configuração.

⁷⁸ No sentido de que o controle é uma situação de fato, ver Nelson Eizirik (2011, p. 668), segundo o qual: “o controle da sociedade anônima consitui um poder de fato, não um poder jurídico, visto que não há norma que o assegure”.

⁷⁹ Confirmando a explicação de Bulhões Pedreira e Lamy Filho, Carvalhosa (2013, p. 436) reconhece as diversas formas de se estabelecer o controle comum, a exemplo do que ocorre na *sociedade holding*. No mesmo sentido, confira-se Lucena (2009, p. 1.084).

⁸⁰ Como prevê expressamente o art. 118 da LSA, quando admite a celebração de acordo tendo como objeto o exercício do poder de controle.

⁸¹ Nesse sentido, confira-se Borba (2012, p. 367), segundo o qual, “quando várias pessoas exercem, em conjunto, o controle, todas serão consideradas controladoras e terão idênticas responsabilidades”.

Ao empregar a expressão “titular de direitos de sócio”, o legislador o fez com o propósito de confirmar que poderá ser controlador não apenas o titular das *ações* com direito a voto que assegure a maioria de votos nas deliberações, mas também o acionista ou a pessoa que, por disposição estatutária, mediante acordo de acionistas,⁸² pelo usufruto, penhor ou alienação fiduciária,⁸³ puderem impedir ou exercer o direito de voto.

Por fim, para ser controlador, o poder deve ser permanente e efetivamente utilizado, para excluir as hipóteses de maioria eventual nas assembleias gerais e situações em que dado acionista ou grupo de acionistas, embora sejam titulares da maioria de votos nas deliberações não exercem o direito de voto.⁸⁴

Vale o registro de que o requisito da utilização efetiva do poder de controle está ausente da definição de sociedade controladora, pois, segundo os autores do projeto da atual LSA, “[...] a sociedade existe para realizar seu objeto e, se este inclui a participação em companhias, ela exerce seus direitos de sócio” (PEDREIRA; LAMY FILHO, 2009c, v. I, p. 817).

A variedade de meios com que uma pessoa assume o controle de uma dada companhia, claramente detectada pelo legislador, levou também a doutrina a estudar esses meios classificando-os em categorias. Da referenciada obra de Berle e Means (1984, p. 85-98) extrai-se, apenas a título de ilustração, a tipologia de exercício do poder de controle: (i) controle através de propriedade quase total; (ii) controle majoritário; (iii) controle através de dispositivo legal sem propriedade majoritária; controle minoritário; e (v) controle administrativo.

Conforme se verá no Capítulo 5, que propõe uma resposta à hipótese levantada pela presente pesquisa, a correta identificação da posição de controle, ou seja, independentemente dos meios com que o controle é exercido, é uma das chaves para a solução do problema proposto.

⁸² Nesse sentido, Pedreira e Lamy Filho (2009a, p. 217), segundo os quais: "O requisito de que os votos assegurem, além da maioria nas deliberações na Assembléia Geral, o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia se explica porque o poder de controle se exerce na Assembléia Geral e sobre os órgãos da administração e é possível que, devido a disposições estatutárias ou estipulações de acordo de acionistas, um grupo de acionistas tenha a maioria nas deliberações da Assembléia Geral mas não eleja a maioria dos administradores".

⁸³ Pedreira e Lamy Filho (2009c, p. 815) explicam a razão da expressão ao usufruto, quando o direito de voto pode ser atribuído ao usufrutuário e não ao titular das ações, nos termos do art. 114, da LSA. Contudo, entende-se que também poderia ser considerado para o penhor e a alienação fiduciária, cujos contratos podem estabelecer orientação de voto em favor do credor que muito bem pode ser um acionista da companhia, conforme art. 113 da LSA.

⁸⁴ Cf. Pedreira e Lamy Filho (2009c, p. 816-817).

Por exclusão, os acionistas que não sejam controladores são denominados acionistas minoritários, titulares de ações ordinárias ou preferenciais sem direito a voto, conforme se verá na seção seguinte⁸⁵.

3.5.4 Acionistas minoritários

Nas palavras de Pedreira e Lamy Filho (2009c, v. I, p. 860), “a estrutura hierárquica da companhia e o princípio majoritário dão origem a um dos maiores problemas da legislação sobre companhias, que são as relações entre maioria e minoria”.

Para temperar o que os referidos autores denominaram de onipotência da assembleia geral sobre a companhia, a legislação brasileira criou alguns mecanismos de proteção às minorias, entre os quais se destacam: (i) a exigência de quórum mínimo para certas deliberações; (ii) direitos essenciais e, portanto, não sujeitos ao princípio majoritário; (iii) exercício do direito de voto no interesse da companhia, sob pena de anulabilidade da deliberação; (iv) direito de recesso ou retirada, diante da deliberação favorável a determinadas mudanças estruturais no contrato da sociedade; (v) regras de comportamento dos administradores e visando a evitar conflitos de interesses; (vi) representação da minoria nos órgãos de administração; (vii) auditoria, para as companhias abertas, e divulgação das demonstrações financeiras (PEDREIRA; LAMY FILHO, 2009c, v. I, p. 861-864).

Note-se que todos esses mecanismos criados pela lei, que se traduzem nos conceitos de conflito de interesses, prevalência do interesse da companhia, excesso de poder, entre outros, visam a evitar o abuso da maioria que, na essência, remetem à figura do abuso de direito.⁸⁶

⁸⁵ Nesse sentido, confira-se Carvalhosa (2013, p. 428-429), segundo o a qual, *in verbis*: “Temos assim, como referido, duas categorias de acionistas na lei de 1976: acionistas controladores, de um lado, e acionistas minoritários de outro. Estes, por sua vez, dividem-se conforme o critério de espécie, em minoritários ordinários e preferencialistas”.

⁸⁶ Nesse sentido, Pedreira e Pedreira (2009c, p. 868): “Como se evidencia das lições de direito comparado, a nomenclatura variada das figuras jurídicas com que se assegura a proteção da minoria não obscurece o fato de que são todas afins, buscando os mesmos efeitos. Assim, o abuso de direito, o excesso ou desvio de poder, a fraude contra o minoritário, o dolo, a prevalência do interesse da companhia, o conflito de interesses com a companhia, todos são remédios que visam a sancionar os excessos do princípio majoritário e tornar possível a existência jurídica de uma minoria. COPPENS (1995, p. 66) deixa nítido que ‘o abuso de direito se traduz numa ruptura da igualdade necessária entre os acionistas’, ou ‘numa lesão de todos os acionistas como tais’. A fraude contra a minoria, do direito inglês, ocorre quando a assembléia não delibera no interesse da sociedade como um todo. A fraude -prosegue COPPENS (ob. cit. p. 161-162), invocando a lição de DEMOGUE - em muitos casos não é senão um caso de abuso de direito, com o que concordam PLANIOL, RIPERT e ESMEIN: ‘dizer que um ato ilícito se esconde sob a aparência de um exercício do direito é um simples desenvolvimento da teoria da fraude’. O mesmo se há de dizer dos conceitos de fraude e dolo, que também estão próximos”.

3.5.5 Conselho de Administração

3.5.5.1 Conceito

Para Leão Júnior (2009, p. 1.029), “administração da companhia significa, no sentido de modo de ação, dirigir ou governar a organização social criada pelo contrato de companhia”. A fim de atender a esse mister, a LSA atribuiu a administração a dois órgãos, à Diretoria e ao Conselho de Administração, ou apenas ao primeiro, conforme dispuser o estatuto. Cabe apenas à Diretoria a competência exclusiva de representar a companhia.⁸⁷

O Conselho de Administração é órgão colegiado por expressa definição do § 1º do art. 138 e, portanto, submetido ao princípio majoritário (cf. art. 140, inc. IV, da LSA). Para Leão Júnior, o princípio majoritário decorre exatamente do fato de ser um órgão colegiado, cujas deliberações são formadas pela confluência das manifestações de seus integrantes em ato único, coletivo, onde prevalecerá, naturalmente, a vontade da maioria.⁸⁸

O Conselho de Administração é, em regra, facultativo. Torna-se obrigatório para as companhias abertas, as de capital autorizado⁸⁹ e as sociedades de economia mista⁹⁰.

Retomando a imagem da estrutura da companhia, que desenha a assembleia geral como seu órgão máximo e estabelecida a premissa, segundo a qual, a competência dos órgãos da administração (conselho de administração e diretoria) têm competência residual,⁹¹ resta entender que posição assume o conselho de administração, no âmbito dessa mesma estrutura.

3.5.5.2 Competência

A estrutura da LSA é definida como um corpo hierarquizado de órgãos, localizando-se no topo a assembleia geral; em sentido descendente o Conselho de Administração, quando o estatuto assim o dispuser (cf. art. 138, *caput*), ou quando se tratar de companhia aberta, de

⁸⁷ Cf. parte final do § 1º do art. 138 da LSA.

⁸⁸ Nas palavras de Leão Júnior, *in verbis*: “O que fundamenta a imputação da deliberação a todo o colégio é a natureza unitária do ato criado pelo procedimento de deliberação, que transforma a multiplicidade de atos individuais em ato coletivo – ato do colégio como todo porque resulta de ação comum dos seus membros. Esse procedimento justifica a determinação da vontade social pela maioria, e não pela unanimidade dos membros” (LEÃO JÚNIOR, 2009, p. 1.031).

⁸⁹ Cf. determinação expressa do § 2º do art. 138 da LSA.

⁹⁰ Cf. determinação expressa do art. 239 da LSA.

⁹¹ Nesse sentido, confira-se Tepedino (2009, p. 881), para quem, *in verbis*: “toma-se irrecusável reconhecer que nas matérias referentes à condução dos negócios sociais, a competência dos órgãos administrativos (o Conselho de Administração, quando houver, e hierarquicamente abaixo dele, a Diretoria) é residual em relação à competência da Assembléia”.

capital autorizado (cf. art. 132, § 2º) ou sociedade de economia mista (cf. art. 240); e, finalmente, a Diretoria e o conjunto de empregados. O Conselho Fiscal aparece em uma coluna distinta, ao lado do Conselho de Administração, mas submetido à assembleia geral.⁹² Poderá ter funcionamento permanente ou apenas nos exercícios em que sua instalação for requerida, sendo permanente nas sociedades de economia mista (cf. art. 240).

Localizado o Conselho de Administração, como órgão intermediário entre a Assembleia e a Diretoria, resta compreender suas competências quando introduzido na estrutura da companhia, seja por vontade dos acionistas (via estatuto), seja por determinação da LSA.⁹³

As grandes companhias foram a principal razão do surgimento do Conselho de Administração, em diversas legislações mundo afora. O porte e a conseqüente complexidade dos negócios das macroempresas demandam profissionais especializados e a necessidade de um órgão deliberativo que se reúna com maior frequência – que a assembleia geral –, a fim de orientar os negócios da companhia e fiscalizar a atuação da diretoria. É inviável, nesse cenário, esperar-se esse desempenho da assembleia geral, a qual se reúne ordinariamente apenas uma vez por ano e conta, por vezes, com membros incapazes de orientar os negócios da empresa, notadamente daquelas sem a figura do controlador ou do grupo de controle.⁹⁴

Essa digressão, realizada no sentido de esclarecer as razões de existência do Conselho de Administração, facilita a identificação das competências e sua acomodação no âmbito da estrutura da companhia.

As competências desse órgão são enumeradas pelos nove incisos do art. 142 da LSA, *in verbis*:

⁹² Cf. Pedreira e Lamy Filho (2009c, p. 776).

⁹³ As já citadas situações obrigatórias, para as companhias de capital autorizado, de capital aberto e sociedades de economia mista.

⁹⁴ Nesse sentido é a pesquisa de Leão Júnior (2009, p. 1.030), ao afirmar: “Sucedem as transformações por que passaram as grandes companhias ao longo do século XX, com a hipertrofia dos órgãos administrativos e o declínio da Assembleia Geral, sem condições de comandar as principais decisões da administração, que exigem, cada vez mais, conhecimentos especializados (LACERDA TEIXEIRA; TAVARES GUERREIRO, 1979, v. 1, p. 435), levou à reforma de várias legislações do anonimato com a distinção de dois órgãos de administração, um com funções deliberativas que supervisiona o outro, com funções executivas (ALFREDO LAMY FILHO, 1972, p. 123). [...] Uma das razões para a dualidade de órgãos de administração é a capacidade limitada da Assembleia Geral de exercer com eficiência as atribuições de orientar os negócios sociais e fiscalizar os administradores apenas em reuniões anuais ou esporádicas dos acionistas que são, na maioria, investidores, sem interesse, conhecimento ou experiência no acompanhamento dos problemas da administração dos negócios sociais, a não ser na companhia com poder de controle pré-constituído (v. § 238), ou seja, em que existe acionista controlador, ou sociedade controladora, que exerce permanentemente suas funções. A subordinação dos diretores ao Conselho de Administração com funções deliberativas composto, ao menos na maioria, por pessoas distintas, que são remuneradas pelo exercício do cargo e podem reunir-se com maior frequência, assegura fiscalização mais eficiente dos órgãos executivos”.

Art. 142. Compete ao conselho de administração:

I - fixar a orientação geral dos negócios da companhia;

II - eleger e destituir os diretores da companhia e fixar-lhes as atribuições, observado o que a respeito dispuser o estatuto;

III - fiscalizar a gestão dos diretores, examinar, a qualquer tempo, os livros e papéis da companhia, solicitar informações sobre contratos celebrados ou em via de celebração, e quaisquer outros atos;

IV - convocar a assembléia-geral quando julgar conveniente, ou no caso do artigo 132;

V - manifestar-se sobre o relatório da administração e as contas da diretoria;

VI - manifestar-se previamente sobre atos ou contratos, quando o estatuto assim o exigir;

VII - deliberar, quando autorizado pelo estatuto, sobre a emissão de ações ou de bônus de subscrição;

VIII – autorizar, se o estatuto não dispuser em contrário, a alienação de bens do ativo não circulante, a constituição de ônus reais e a prestação de garantias a obrigações de terceiros;

IX - escolher e destituir os auditores independentes, se houver. (BRASIL, 1976)

Embora essas competências não possam ser atribuídas a outros órgãos, criados por lei ou pelo estatuto (art. 139 da LSA), não significa que o referido conselho não esteja sujeito às orientações da assembleia, órgão máximo da companhia, como se expôs no presente trabalho.⁹⁵ As atribuições serão exercidas supletivamente, ou residualmente, à falta de manifestação ou orientação da assembleia ou mesmo do acionista ou grupo controlador, como no caso da fixação da orientação geral dos negócios da companhia, por exemplo.⁹⁶

⁹⁵ Cf. norma expressa pelo art. 121 da LSA, *in verbis*: “Art. 121. A assembléia-geral, convocada e instalada de acordo com a lei e o estatuto, tem poderes para decidir todos os negócios relativos ao objeto da companhia e tomar as resoluções que julgar convenientes à sua defesa e desenvolvimento.

Parágrafo único. Nas companhias abertas, o acionista poderá participar e votar a distância em assembleia geral, nos termos da regulamentação da Comissão de Valores Mobiliários. (Incluído pela Lei nº 12.431, de 2011)” (BRASIL, 1976).

⁹⁶ Nesse sentido, Leão Júnior (2009, p. 1.056), para o qual: “Compete ao Conselho de Administração fixar a orientação geral dos negócios da companhia, mas essa atribuição deve ser exercida de modo compatível com a competência da Assembléia Geral ‘para decidir todos os negócios relativos ao objeto da companhia e tomar as resoluções que julgar convenientes para a sua defesa e desenvolvimento’ (art. 121). A estrutura da companhia é hierarquizada (v. § 7º); e o Conselho de Administração está subordinado à Assembléia Geral. Não é usual entre nós que a Assembléia Geral defina políticas ou orientações para os órgãos administrativos: os negócios sociais em regra são orientados pelo Conselho de Administração ou, se inexistente, pela Diretoria; mas, se a Assembléia Geral exerce seus poderes e delibera sobre políticas ou orientações a serem observadas pelos órgãos administrativos, a competência que o inciso I do artigo 142 atribui ao Conselho Administrativo deve ser exercida dentro dos limites das deliberações da Assembléia Geral”.

3.5.5.3 Da representação dos minoritários

Conforme já exposto, a representação dos minoritários⁹⁷ no Conselho de Administração constitui um mecanismo para temperar o funcionamento do princípio majoritário, que implica a prevalência da maioria pela minoria.

Essa garantia se dá pelos regimes de votação em separado e pelo voto múltiplo.⁹⁸ A votação em separado ocorre em duas hipóteses: para classes de ações preferenciais definidas no estatuto (art. 18, da LSA);⁹⁹ e para os ordinaristas e preferencialistas que atinjam os percentuais de participação de 15% e 10%, respectivamente, em cada espécie (art. 141, §§ 4º e 5º, da LSA). Caso inexistente previsão estatutária que confira uma vaga para a classe de ações preferenciais (hipótese do art. 18, da LSA) e para aqueles acionistas que não exerceram as prerrogativas dos §§ 4º e 5º do art. 141,¹⁰⁰ será adotado o sistema de voto múltiplo, se houver deliberação favorável de um décimo do capital social, com direito a voto¹⁰¹. Em síntese, pelo voto múltiplo serão assegurados tantos votos quantas forem as vagas que compõem o Conselho de Administração, podendo os acionistas concentrar todos os votos em apenas um candidato ou distribuí-los entre tantos, conforme a sua conveniência.¹⁰²

⁹⁷ Por minoritários, o presente trabalho identifica aqueles acionistas que estão sujeitos à deliberação da maioria, entre os quais, os acionistas preferencialistas sem direito a voto ou com voto restrito e os proprietários de ações ordinárias não integrantes do bloco de controle.

⁹⁸ Sobre o voto múltiplo, Leão Júnior (2009, p. 1.045-1.046) destaca a sua função de assegurar vagas ao Conselho Fiscal na mesma proporção da participação dos acionistas, pelo o que decorre a maior probabilidade de as minorias assegurarem seus assentos.

⁹⁹ Não se está ignorando a possibilidade da criação de classe de ações ordinárias que confirmem direito a eleição em separado para cargos em órgãos da administração. Contudo, esse mecanismo é apenas possível para as companhias fechadas (cf. art. 16, inc. III, da LSA), que não é objeto de estudo da presente pesquisa.

¹⁰⁰ Essa interpretação decorre da vedação do exercício de voto plural constante do art. 110, § 2º, da LSA. Ou seja, os acionistas participarão das eleições em apenas em um único colégio eleitoral. Nesse sentido, Leão Júnior (2009, p. 1.040).

¹⁰¹ É o que se depreende pela lição de Leão Júnior (2009, p. 1.042), ao expor sobre a ordem de votação para as vagas do Conselho de Administração, *in verbis*: “Na Assembléia Geral em que for requerida a votação por voto múltiplo e houver votação em separado com fundamento, tanto no artigo 18 quanto no artigo 141, a ordem das votações deve ser a seguinte: a) em primeiro lugar deve ocorrer a votação em separado das ações preferenciais com direito conferido nos termos do artigo 18; b) em seguida serão efetuadas as duas votações em separado previstas no § 4º do artigo 141- das minorias de ações com direito de voto e das preferenciais sem voto ou com voto restrito; c) se não houver eleição de representantes de minorias nos termos do § 4º do artigo 141, será efetuada a eleição de todas as ações minoritárias de que trata o § 5º; d) por fim, será efetuada a eleição pelo processo de voto múltiplo dos membros restantes do Conselho de Administração pelo colégio eleitoral, composto pelos titulares das ações que não participaram de votações em separado”.

¹⁰² Cf. *caput* do art. 141 da LSA: “Art. 141. Na eleição dos conselheiros, é facultado aos acionistas que representem, no mínimo, 0,1 (um décimo) do capital social com direito a voto, esteja ou não previsto no estatuto, requerer a adoção do processo de voto múltiplo, atribuindo-se a cada ação tantos votos quantos sejam os membros do conselho, e reconhecido ao acionista o direito de cumular os votos num só candidato ou distribuí-los entre vários” (BRASIL, 1976).

Destaca-se, para os fins da presente pesquisa, que o § 4º do art. 142 veda expressamente a participação do acionista controlador, ainda que titular de ações preferenciais.

3.5.6 Conselho Fiscal

3.5.6.1 Conceito

O Conselho Fiscal é órgão da estrutura orgânica da companhia.¹⁰³ Seu conceito se confunde com sua principal competência: “fiscalizar, por qualquer de seus membros, os atos dos administradores e verificar o cumprimento dos seus deveres legais e estatutários” (cf. art. 163, inc. I, da LSA).

Em que pese ter havido alguma dúvida sobre a natureza colegiada do órgão na vigência da legislação revogada, a LSA em vigor afasta quaisquer questionamentos a respeito desse aspecto, porquanto o art. 163 define competências do órgão e não de seus membros e estabelece a responsabilidade solidária de seus membros por omissão.¹⁰⁴ Assim como os demais órgãos sociais, o Conselho Fiscal submete-se ao princípio majoritário, seja por analogia,¹⁰⁵ seja porque decorre exatamente de sua natureza colegiada,¹⁰⁶ embora sejam reconhecidas prerrogativas individuais dos membros do Conselho, conforme dispõe o § 2º do mesmo art. 163.

Ao longo de sua recorrência nos diversos sistemas jurídicos e nas leis que previram sua existência no Brasil, o Conselho Fiscal sofreu e ainda sofre severas críticas sobre a sua eficácia.¹⁰⁷ Por essa razão, a exposição de motivos do projeto da atual LSA dedicou tópico específico, *in verbis*:

¹⁰³ Nesse sentido, Lamy Filho (2009, p. 1.263).

¹⁰⁴ São as palavras de Lamy Filho (2009, p. 1.268): “Na vigência do Decreto-lei no 2.627/1940 essa natureza colegial foi contestada por alguns autores, que sustentavam que cada membro podia exercer individualmente as atribuições previstas no artigo 127 daquele decreto-lei, pois este definia atribuições dos membros do Conselho Fiscal, e não do órgão. A LSA não permite dúvida sobre a natureza colegial do Conselho, pois o artigo 163 define atribuições do órgão, e não de seus membros; o § 7º do artigo 163 dispõe que ‘as atribuições e poderes conferidos pela lei ao Conselho Fiscal não podem ser outorgados a outro órgão da companhia’; e o § 3º do artigo 165 prevê que ‘a responsabilidade dos membros do Conselho Fiscal por omissão do cumprimento de seus deveres é solidária, mas dela se exime o membro dissidente que fizer consignar sua divergência em ata da reunião do órgão e a comunicar aos órgãos da administração e à Assembléia Geral’”.

¹⁰⁵ Como defende Lamy Filho (2009, p. 1.268).

¹⁰⁶ Cf. Leão Júnior (2009, p. 1.031).

¹⁰⁷ Em sua pesquisa, Lamy Filho (2009, 1.265) registra parte dessas críticas.

As modificações introduzidas pelo Projeto no Conselho Fiscal baseiam-se na experiência da aplicação do Decreto-lei n° 2.627. Na maioria das companhias existentes, todos os membros do Conselho Fiscal são eleitos pelos mesmos acionistas que escolhem os administradores.

Nesses casos, o funcionamento do órgão quase sempre se reduz a formalismo vazio de qualquer significação prática, o que justifica as reiteradas críticas que lhe são feitas, e as propostas para sua extinção. A experiência revela, todavia, a importância do órgão como instrumento de proteção de acionistas dissidentes, sempre que estes usam do seu direito de eleger em separado um dos membros do Conselho, e desde que as pessoas eleitas tenham os conhecimentos que lhes permitam utilizar com eficiência os meios, previstos na lei, para fiscalização dos órgãos da administração.

Daí a solução do Projeto, de deixar ao estatuto da companhia discricção para dispor sobre o seu funcionamento permanente, ou apenas quando solicitado por minorias acionárias (art. 162). Quando não funcionar permanentemente, poderá ser instalado, em qualquer assembléia geral, a pedido de acionistas que representem, no mínimo, 1/10 das ações com direito a voto, ou 5% das ações sem direito a voto. Por essa via, seu funcionamento poderá ficar restrito às companhias ou nas épocas em que se justifica, pela existência de minoria acionária ativa.

Por outro lado, para assegurar a eficiência do seu funcionamento, a lei prevê requisitos de competência (presumida nos profissionais enumerados no artigo 153) para provimento no cargo- cujo desempenho supõe conhecimentos técnicos ou experiência profissional. Em contrapartida a tais requisitos, o § 3° do artigo 163 fixa a remuneração mínima a que devem fazer jus, para que possam se dedicar às suas funções e aceitar as responsabilidades que assumem com o seu desempenho.¹⁰⁸

Portanto, segundo os autores do anteprojeto da atual LSA, para que o Conselho Fiscal não tenha existência meramente formal, autorizou-se seu funcionamento permanente ou apenas nas situações em que for provocado pela base acionária mínima exigida pela lei, conforme disposição estatutária. Por outro lado, visando à eficácia de seu funcionamento, exige ainda capacitação técnica e remuneração de e para seus membros.

No âmbito da estrutura orgânica da companhia, o Conselho Fiscal submete-se à assembleia geral, porquanto seus membros são eleitos por esse órgão máximo (cf. art. 122, inc. II, da LSA), agindo como agente auxiliar da assembleia.¹⁰⁹

¹⁰⁸ O texto – Exposição Justitativa –, dos mesmos autores do anteprojeto integra a Exposição de Motivos 196, de 24 de Junho de 1976, do Ministério da Fazenda, com os seguintes dizeres; “[...] EXPOSIÇÃO JUSTIFICATIVA – O Projeto de Lei das S.A foi enviado ao Congresso Nacional acompanhado de exposição justificativa elaborada pelos autores do anteprojeto, na qual foram arroladas, por ordem dos capítulos e artigos, as inovações propostas e, de forma sumária, as razões de que as justificavam. O texto dessa exposição justificativa é o seguinte: [...]” (MINISTÉRIO DA FAZENDA, 1976, p. 20).

¹⁰⁹ Nas palavras de Lamy Filho (2009, p. 1.267): “Os órgãos administrativos são subordinados à Assembléia Geral; o Conselho Fiscal tem funções de órgão auxiliar na Assembléia e seus membros são eleitos e destituídos, a qualquer tempo, pela Assembléia Geral (LSA, art. 122, II). O Conselho Fiscal não é subordinado aos órgãos administrativos, mas está de fato sujeito ao poder hierárquico da Assembléia, que elege e destitui seus membros”.

3.5.6.2 Competência

Conforme ensina Lamy Filho (2009, p. 1.273), as atribuições do Conselho Fiscal podem ser reunidas em quatro grandes categorias: (i) fiscalizar e denunciar; (ii) opinar sobre documentos a serem submetidos à assembleia e demonstrações financeiras; (iii) convocar assembleia geral em caso de omissão dos demais órgãos de administração, nas hipóteses previstas pela LSA; e (iv) prestar informações a acionista ou grupo de acionistas que detenham 5% do capital.

3.5.6.3 Da representação dos “minoritários”

Dispõe o § 4º do art. 161 da LSA que os preferencialistas sem direito a voto, ou com esse direito restrito, e minoritários (ordinaristas), estes detentores de, no mínimo, isolada ou conjuntamente, 10% (dez) por cento do capital social, podem eleger para cada uma dessas classes um representante no Conselho Fiscal em votação em separado.

Até a presente seção, o estudo dos pressupostos conceituais teve por objetivo situar a EFPC como acionista minoritária de companhia aberta, razão pela qual esta pesquisa partiu da definição da natureza jurídica da sociedade, seguindo pela definição de acionistas e seus direitos, pela descrição sumária de sua estrutura, a identificação do acionista controlador e demais órgãos da companhia e a representação dos minoritários nesses mesmos órgãos.

Localizada a posição jurídica que ocupa a EFPC como acionista, passa-se, a seguir, ao estudo do *interesse da companhia*, que orienta o exercício do direito de voto.

3.6 Interesse da companhia

“O acionista deve exercer o direito a voto no interesse da companhia” é a exata redação da parte inicial do *caput* do art. 115, da LSA. Para os fins da presente pesquisa, a definição de um conceito para *interesse da companhia* é pressuposto lógico para que se possa discorrer sobre o conflito de interesses.

Superada a ideia de que seriam excludentes as teorias institucionalista e contratualista, como estudado na seção 3.2, supra, resta então definir o interesse da companhia.

Para Carvalhosa (2003, p. 457), o:

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

Leães (1980, p. 245), por outro lado assevera que, “[...] a esse interesse comum dos sócios, dá-se o nome de interesse social”.¹¹⁰

Para Botrel (2009, p. 129):

[...] o interesse da companhia é atingido mediante a concretização de seus direitos fundamentais, como a livre iniciativa, o direito de propriedade o direito de livre associação etc., evidenciando que a realização, preservação e respeito a esses direitos consistem nas finalidades a serem alcançadas quando da condução dos negócios sociais.

A interseção do interesse dos sócios, pois, dá origem ao interesse da companhia, que, por sua vez é titular de direitos fundamentais.

A legislação brasileira das companhias adotou como um de seus núcleos a figura do acionista controlador, a quem é atribuída a prerrogativa de definir o interesse da companhia, observadas as hipóteses de proibição do exercício do direito de voto, pois é o acionista que colocou em risco o seu capital, necessário para o funcionamento da companhia, ao empregá-lo na atividade empresarial.¹¹¹

Por essa razão, há que se conciliarem os interesses de acionistas controladores e minoritários. E tal conciliação é encontrada quando o acionista controlador, no exercício da empresa, observa os direitos¹¹², inclusive, fundamentais¹¹³, dos demais acionistas e daqueles com quem direta ou indiretamente se envolvem com a sociedade.

¹¹⁰ No mesmo sentido, Comparato (1990, p. 88), ao afirmar: “Ao falar em ‘interesse da companhia’, a lei se refere ao interesse comum dos acionistas, igual para todos, pois que corresponde ao modelo jurídico sobre o qual se elaborou o instituto”.

¹¹¹ Nas palavras dos autores do anteprojeto da atual LSA, “8. Competência para definir o que é de Interesse da Companhia. Na maioria das deliberações ou atos dos órgãos sociais da companhia não há questões de legalidade, mas de adequação ao interesse da companhia, ou de conveniência. Nesses casos, prevalece o princípio da estrutura hierárquica (v. § 4º-3). O que justifica a Lei legitimar o poder da maioria da Assembléia Geral e do acionista controlador para determinarem a orientação dos administradores da companhia é o fato de que os acionistas são os únicos que contribuem para o capital social indispensável ao funcionamento da companhia e da sua empresa e correm o risco de perder esse capital em caso de prejuízo” (PEDREIRA; LAMY FILHO, 2009c, p. 821). Nesse sentido, ver Botrel (2009, p. 129), para quem a definição do modelo de gestão integra o direito fundamental da livre iniciativa.

¹¹² Como determina o parágrafo único do art. 116 da LSA.

¹¹³ Nessa vertente teórica, ver Botrel (2009, p. 129-130).

4 CONFLITO DE INTERESSES

4.1 Conflito de interesses na Lei de Sociedades por Ações

Retomando a situação problema enfrentada pela presente pesquisa, tem-se que a EFPC, no exercício do direito de voto para o preenchimento das vagas reservadas aos minoritários ou preferencialistas da companhia patrocinadora de plano de benefício previdenciário por ela administrado, pode atender, em tese, a dois interesses distintos: (i) o do acionista controlador da companhia, o qual, por via da própria companhia, tem a prerrogativa de indicar a maioria dos assentos da instância máxima da entidade de previdência, conferindo-lhe *controle* sobre a EFPC; ou (ii) livre de influência do controlador, exerça o direito de voto no interesse dos *participantes*, que contratam planos de benefícios previdenciários.

Note-se que a verificação de que os interesses ora identificados são contrapostos e, portanto, conflitantes é de fácil explicação, pois de um lado está o interesse do controlador e de outro o interesse dos participantes da entidade de previdência, no exercício do direito de voto para eleger seus representantes nos órgãos colegiados da companhia.

Estabelecido o conflito, o presente capítulo é destinado a estudar o problema do conflito de interesses e suas espécies.

A LSA não define conflito de interesse. Dirige regras específicas para evitar a ocorrência do conflito de interesses: uma para os acionistas, contida no art. 115, e outra para os administradores, materializada no art. 116. É o estudo do conflito de interesses no plano dos acionistas o que interessa à presente pesquisa.

O § 1º do art. 115 proíbe o exercício do direito de voto nas deliberações sobre: (i) o voto do acionista acerca do laudo de avaliação do bem, por ele indicado, a ser realizado no capital; (ii) a aprovação de suas contas como administrador; (iii) em quaisquer outras em que puder se beneficiar de modo particular; e (iv) em que tiver interesse conflitante com o da companhia.

Configura-se o conflito de interesses pelo antagonismo ou contraposição entre, (i) de um lado, os interesses dos sócios, dirigidos por pretensões particulares ou de terceiros; e, (ii) de outro, o interesse comum dos sócios. Acrescente-se a esse requisito a necessidade de que os interesses devam ser excludentes entre si, ou seja, a coexistência não danosa afasta a ocorrência do conflito de interesses.¹¹⁴

¹¹⁴ Nesse sentido, registra-se a pesquisa de Rego (2009, p. 421-422), segundo o qual: “O conflito de interesses existe quando o interesse particular do sócio e o interesse social, este entendido como o interesse comum dos

Embora tratando de conflito de interesses entre o administrador e o interesse social, Campos (2009, p. 1156) define seu conceito como uma colisão de interesses irreconciliável, ou seja, um conflito tal que a prevalência de um acarretará prejuízo para o outro. Em outra oportunidade, enquanto Diretor da CVM, no Inquérito Administrativo CVM 1153/2002, o mesmo Campos cita os conceitos trazidos pelos coautores do anteprojeto da atual LSA, em parecer especialmente contratado pelos autuados do referido processo administrativo, o qual se transcreve, *in verbis*:

20. E, com a autoridade de co-autores do anteprojeto que se converteu na Lei nº 6.404/76, em pareceres elaborados para o caso específico:

Alfredo Lamy Filho:

"O conflito terá pois que ser caracterizado como "una relazione de incompatibilità assoluta", como diz SANTAGATA, para causar dano à sociedade, pois o que está em jogo é o interesse da sociedade, e não da minoria, na expressão de FERRI."

José Luiz Bulhões Pedreira:

"Interesse conflitante significa interesse oposto, contrário, incompatível ou colidente. Não é apenas interesse diferente, ou distinto, que pode ser, inclusive, coincidente com o da companhia, ou complementar a este: é válido o voto proferido pelo acionista no interesse da companhia, ainda que na deliberação tenha outro interesse próprio, distinto do da companhia, desde que não seja com este conflitante." (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2002, p. 16).

Lamy Filho e Pedreira, em obra por eles publicada, expressam ainda o conflito de interesses, nos seguintes termos, *in verbis*:

"A pessoa que é acionista desempenha, simultaneamente, diversos outros papéis sociais, nos quais busca fins e tem interesses que são estranhos aos da companhia,

sócios, estão em situação contraposta ou antagônica. [...], 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 díspares, 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". Nesse mesmo sentido, ver Campos (2009, p. 1156), que, embora faça uma análise do conflito de interesses entre administradores e a companhia, conceitua o tema e afirma a necessidade de o interesse de uma parte excluir o de outra. E ainda, Comparato (1982a, p. 145) *apud* Campos (2009, p. 1.157): "o conflito de interesses profligado pelo direito societário (...) ocorre quando o interesse pessoal do acionista ou do administrador choca-se com o interesse comum de um resultado lucrativo na exploração empresarial".

ou com eles conflitam. Pode, por exemplo, ser administrador ou empregado da companhia, fornecedor de bens ou serviços adquiridos pela companhia ou comprador dos seus produtos, empresário de empresa concorrente, parente de algum de seus diretores ou seu acionista controlador. Ao prescrever o exercício do direito de voto no interesse da companhia, a lei proíbe ao acionista colocar a serviço de qualquer outro papel que ocupe um poder jurídico que é conferido para o desempenho da função de membro da Assembléia Geral. A caracterização do direito de voto como "direito-função" e a distinção entre os atos do acionista enquanto sócio e como pessoa são outros modos de exprimir o mesmo princípio." (LAMY FILHO, A.; PEDREIRA, J. L. B. A lei das S.A. 1996. Rio de Janeiro: Renovar. p. 228/229 *apud* COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2002).¹¹⁵

A citada doutrina revela, pois, que a moldura fática que leva à caracterização do conflito de interesses é a existência de interesses antagônicos, contrapostos entre o acionista que está para exercer o direito de voto e o interesse da companhia, ou dos demais sócios. Essa é a conduta observada.

4.2 A abordagem econômica do conflito de interesses

4.2.1 Os problemas econômicos de agência

Como será confirmado no curso do presente trabalho, a análise econômica dos problemas de agência é um meio muito útil de entender as estratégias e mecanismos jurídicos para mitigar ou resolver os conflitos de interesses que podem emergir dos elementos de empresa.¹¹⁶

Tal metodologia de estudo tem sido praticada pela doutrina societária americana e inglesa, cujos mercados de capitais são notoriamente mais desenvolvidos que o brasileiro.

Basicamente, a proposição da teoria econômica sobre os problemas de agência os identifica sempre que o *bem-estar* de uma pessoa, assim designada principal, dependa da conduta de outra, denominada agente. Isso porque decorre dessa relação a possibilidade de o agente se comportar segundo seus próprios e exclusivos interesses, em detrimento dos

¹¹⁵ De acordo com a pesquisa de França (2014, p. 98), há conflito de interesses “[...] quando o sócio se acha na condição de portador, diante de uma determinada deliberação, de um dúplice interesse: do seu interesse como sócio e, além disso, de um interesse externo à sociedade, sendo essa duplicidade tal que o sócio não pode satisfazer um deles sem sacrificar o outro”.

¹¹⁶ Confirmam essa utilidade Kershaw e Armour, Hansmann e Kraakman, ao afirmarem, respectivamente, “as we shall see, the economic account of the agency problem is a very useful way of understanding legal rules that regulate the company” (KERSHAW, 2012, p. 176) e “in addressing agency problems, the law turns repeatedly to a basic set of strategies. We use the term ‘legal strategy’ to mean a generic method of deploying substantive law to mitigate the vulnerability of principals to the opportunism of their agents” (ARMOUR, HANSMANN; KRAAKMAN *et al.*, 2009, p. 37).

interesses do principal. É como resumidamente expõem Armour, Hansmann e Kraakman (2009, p. 35):

Para aqueles leitores não familiares com o jargão dos economistas, um problema de agência – no sentido geral do termo – surge quando o bem-estar de uma parte, designada o ‘principal’, depende de ações tomadas pela outra parte, designada ‘agente’. O problema reside em motivar o agente a agir no interesse do principal ao invés de simplesmente no interesse do próprio agente. Visto nesses termos abrangentes, problemas de agência surgem numa grande gama de contextos que vão bem além daqueles que poderiam ser formalmente classificados como relações de mandatário por advogados. (Tradução livre).¹¹⁷

Como muito bem explanado pelos referidos autores, a questão reside em garantir que os agentes se conduzam segundo os interesses de seus *principais*, em detrimento dos próprios e exclusivos interesses.

Um clássico problema de agência decorre da relação entre a administração e os proprietários de uma empresa, pois é de todo evidente que a maximização do patrimônio dos proprietários depende da atuação de seus administradores.¹¹⁸ Garrigues (1987, Tomo 11, p. 184), *apud* Campos, dizia que “o administrador deveria antepor a todo tempo o interesse da sociedade ao seu próprio interesse” (CAMPOS, 2009, p. 1.111). Não obstante, vale a ressalva de que o interesse do agente, para os fins da teoria sob exame, exclui necessariamente o interesse da companhia, pois, caso contrário, não ficaria caracterizado o conflito. É o que destaca Rego, ao analisar o conflito de interesses no exercício do direito de voto pelos sócios:

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. [...]

A expressão "contraposta ou antagônica" é usada porque, caso exista a possibilidade de coexistência não danosa entre os dois interesses díspares, 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.

¹¹⁷ No original: “For readers unfamiliar with the jargon of economists, an ‘agency problem’ – in the most general sense of the term - arises whenever the welfare of one party, termed the ‘principal’, depends upon actions taken by another party, termed the ‘agent’. The problem lies in motivating the agent to act in principal’s interest rather than simply in the agent’s own interest. Viewed in these broad terms, agency problems arise in a broad range of contexts that go well beyond those that would formally be classified as agency relationships by lawyers”.

¹¹⁸ Armour, Hansmann e Kraakman descrevem três problemas de agência. Em relação ao primeiro, sobre os conflitos estabelecidos entre proprietários e administradores contratados, conceituam: “The first involves the conflict between the firms’s owners and its hired managers. Here the owners are the principals and the managers are de agentes. The problem lies in assuring that the managers are responsive to the owner’s interests rather than pursuing their own personal interests” (ARMOUR, HANSMANN; KRAAKMAN, 2009, p. 36).

Exerce, pois, seu direito de voto para satisfazer a esse interesse externo, estranho. (REGO, 2009, p. 422).

Portanto, somente ficará caracterizado o conflito de interesses ou, como denominam os economistas, os problemas de agência, quando o interesse do *agente* for antagônico ao do *principal*, ante a impossibilidade de haver *coexistência não danosa de interesses*.

Outro problema clássico de agência ocorre nas relações entre majoritários (ou controladores) e minoritários, figurando os primeiros como *agentes* e os segundos como *principais*.¹¹⁹ Nessas relações, o *bem-estar* dos minoritários depende de posições políticas da maioria controladora, o que se dá, por exemplo, quando da deliberação do aumento de capital¹²⁰ ou da distribuição de dividendos. Nessa relação, portanto, o problema de agência reside em assegurar que o controlador não irá dispor indevidamente sobre a riqueza dos minoritários, seja pela retenção de dividendos, seja por aumentos de capital abusivos, a exemplo do que ocorre quando há diluição econômica. Contudo os problemas de agência entre acionistas merecem conceito mais abrangente. Inspirado na descrição de uma espécie de problema de agência entre acionistas feita por Armour, Hansmann e Kraakman, pode-se concluir que sempre que um acionista ou grupo de acionistas possa, com sua atuação, afetar uma classe ou todos os demais acionistas, estar-se-á diante de um problema de agência. Como descrito pelos referidos autores, a espécie por eles exemplificada diz respeito ao direito de veto em relação às matérias específicas.¹²¹ A propósito do Direito brasileiro, figura típica do estudado problema de agência seria a comportamento conflitante do titular de ação preferencial do ente desestatizante, a quem a LSA conferiu poderes especiais que o estatuto especificar, inclusive de veto.¹²²

¹¹⁹ Armour, Hansmann e Kraakman, ao descreverem o segundo problema de agência, assim o fazem: “The second agency problem involves the conflict between, on one hand, owners who possess the majority or controlling interest in the firm and, on the other hand, the minority or noncontrolling owners. Here the noncontrolling owners can be thought of as the principals and the controlling owners as the agents, and the difficulty lies in assuring that the former are not expropriated by the latter” (*Idem, ibidem, loc. cit.*).

¹²⁰ Segundo Rosman (2009, p. 1.384), “[...] é o caminho usual seguido pelo controlador inescrupuloso que deseja esmagar o minoritário, eliminar o incômodo de prestar contas ao terceiro que lhe confiou a administração de sua parte no negócio, ou, ainda, que pretende tomar sua posição inatingível para colocar a empresa a serviço de seus interesses que conflitam com os da sociedade”.

¹²¹ Ao descreverem uma espécie de problema de agência entre acionistas, Armour, Hansmann e Kraakman afirmam que: “[...] it appears whenever some subset of a firm’s owners can control decisions affecting the class of owners as a whole. Thus if minority shareholders enjoy veto rights in relation to particular decisions, it can give rise to a species of this second agency problem” (ARMOUR; HANSMANN; KRAAKMAN, 2009, p. 36).

¹²² Os poderes especiais para o acionista (ente) desestatizante fora inserto no art. 17 da LSA: “Art. 17. As preferências ou vantagens das ações preferenciais podem consistir: (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001) [...] § 7o Nas companhias objeto de desestatização poderá ser criada ação preferencial de classe especial, de propriedade exclusiva do ente desestatizante, à qual o estatuto social poderá conferir os poderes que

Finalmente, de acordo com o estudo de Armour, Hansmann e Kraakman, um terceiro problema de agência reúne as relações travadas entre a companhia, incluindo seus proprietários e outras pessoas com quem a empresa venha a firmar contratos. É em relação a essas pessoas – por exemplo, os empregados, credores e consumidores – que se verifica claramente que o *bem-estar* desses últimos depende diretamente de um comportamento leal da companhia.¹²³

Em todos os citados problemas de agência, o desafio de assegurar que os *agentes* se comportem para o *bem-estar* dos *principais* é tanto maior quanto mais variados forem os interesses destes – o que os economistas denominam “preferências heterogêneas”. Essa multiplicidade de interesses irá agravar os problemas de agência sobre dois aspectos. Primeiro, as dificuldades de coordenação dos *principais* os levarão a delegar maior parcela das decisões para os *agentes*. Segundo, se maior é a dificuldade de coordenação para se eleger um simples grupo de metas ou objetivos para os *agentes*, maior também será a dificuldade de coordenação para fiscalizá-los. Portanto, os custos de coordenação agravam os problemas de agência.¹²⁴

O estudo dos problemas de agência independe dos sistemas legais aos quais estão submetidos e permite analisar as hipóteses de conduta e as estratégias legais adotadas pelas respectivas jurisdições. Partindo dessa observação é que Armour, Hansmann e Kraakman desenvolveram um trabalho comparativo de seis jurisdições de Direito Societário: a francesa, alemã, italiana, inglesa, japonesa e americana. Não obstante essa diversidade, e como reconhecem os próprios autores, o estudo cria um quadro analítico que permite investigar o Direito Societário em todas as jurisdições.¹²⁵

especificar, inclusive o poder de veto às deliberações da assembléia-geral nas matérias que especificar. (Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001)” (BRASIL, 1976).

¹²³ Em relação ao terceiro problema de agência, Armour, Hansmann e Kraakman (2009, p. 36) conceituam: “The third agency problem involves the conflict between the firm itself-including, particularly, its owners, and the other parties with whom the firm contracts, such as creditors, employees, and customers. Here the difficulty lies in assuring that the firm, as agente, does not behave opportunistically toward these various other principals – such as by expropriating creditors, exploiting workers, or misleading consumers”.

¹²⁴ “In each of foregoing problems, the challenge of assuring agentes’ responsiveness is greater where there are multiple principals – and especially so where they have diferente interests, or ‘heterogeneous preferences’ as economists says. Multiple principals will face coordination costs, which will inhibit their ability to engage in collective action. These in turn will interact with agency problems in two ways. First, difficulties of coordinating between principals will lead them to delegate more of their decision-making to agents. Second, the more difficult it is for principals to coordinante on a single set of goals for the agente, the more obviously difficult it is to ensure that the agente does the ‘right’ thing. Coordination costs as between principals thereby exacerbate agency problems” (ARMOUR; HANSMANN; KRAAKMAN, 2009, p. 36).

¹²⁵ Ao explicar o aspecto internacional que atribuem ao livro, os autores assim o apresentam: “It is international because its authors hail from different jurisdictions, and because it is predicated on the idea of a field of corporate – or company – law, with problems and legal strategies that, at a mid-level of abstraction at least, are independent of the laws of specific jurisdictions. Naturally, we must address particular national corporate laws to make this idea compelling. We therefore focus the book on corporate law in six ‘core’ jurisdictions: France,

A fim de testar a afirmação dos referidos autores, ou seja, de ser possível a investigação dos sistemas de Direito Societário de países diversos, extraiu-se de sua obra as estratégias legais por eles enumeradas, confrontando-as com as respectivas soluções adotadas pela LSA, o que se fez nas seções seguintes. Uma vez verificada a coincidência de soluções, ou ao menos sua aderência à classificação de mecanismos normativos para evitarem-se os problemas de agência, proposta pela referida obra, concluiu-se pela possibilidade de o estudo dos mencionados problemas serem também um suporte teórico de fundamentação da solução dada pelo presente trabalho.

4.2.2 Estratégias legais para lidar com os problemas de agência

Armour, Hansmann e Kraakman denominam estratégias legais os mecanismos dessa natureza que visam mitigar a vulnerabilidade dos *principais* contra o oportunismo dos *agentes*, observando que, à exceção do princípio da separação patrimonial ou da personalidade jurídica conferida à entidade – que depende de previsão da Lei –, a proteção dos *principais* também poderia ser prevista nos atos constitutivos das sociedades.¹²⁶

Essas estratégias se dividem em dois grupos: as regulatórias e as de governança. As regulatórias estabelecem mecanismos legais que governam a relação *principal-agente*, frequentemente limitando diretamente a conduta dos *agentes*. As de governança procuram facilitar o controle dos *principais* sobre a conduta dos *agentes*.¹²⁷

O estudo das diversas jurisdições revelou aos autores uma tabela de estratégias legais: quatro regulatórias e seis de governança (Quadro 1).

Germany, Italy, Japan, the UK, and the U.S. But the extent that we provide an integrated analysis of the company laws of these jurisdictions, we also provide an analytical framework for investigating corporate law across all jurisdictions” (KRAAKMAN, 2009, p. vii).

¹²⁶ Segundo os referidos autores: “In addressing agency problems, the law turns repeatedly to a basic set of strategies. We use the term ‘legal strategy’ to mean a generic method of deploying substantive law to mitigate the vulnerability of principals to the opportunism of their agents. The strategy involved need not necessarily require legal norms for its implementation. We observed in Chapter 1 that, of the five defining characteristics of the corporate form, only one – legal personality – clearly requires special rules of law. The other characteristics could, in principle, be adopted by contract – for example, through appropriate provisions in the articles of association agreed to by the firm’s owners” (ARMOUR; HANSMANN; KRAAKMAN, 2009, p. 37).

¹²⁷ “Legal strategies for controlling agency costs can be divided into two subsets, which we term, respectively, ‘regulatory strategies’ and ‘governance strategies’. Regulatory strategies are prescriptive: they dictate substantive terms that govern the content of the principal-agent relationship, tending to constrain the agent’s behavior directly. By contrast, governance strategies seek to facilitate the principals’ control over their agent’s behavior” (ARMOUR; HANSMANN; KRAAKMAN, 2009, p. 38).

Quadro 1 – Estratégias legais

	Estratégias Regulatórias		Estratégias de Governança		
	Limitações aos agentes	Condições de afiliação	Direitos de nomeação	Direitos de decisão	Incentivos aos agentes
EX-ANTE	Regras	Entrada	Seleção	Iniciativa	Em função do status
EX-POST	Cláusulas abertas	Saída	Remoção	Veto	Recompensa

Fonte: Adaptado de Armour, Hansmann e Kraakman (2009, p. 39).¹²⁸

Alertam os autores que a classificação proposta não constitui uma taxonomia autorizada, se traduzindo apenas em um mecanismo heurístico para o entendimento do papel funcional do Direito Societário. É dizer que essas estratégias não são inteiramente estanques, por vezes se sobrepondo, e não se enquadram perfeitamente com a doutrina.¹²⁹

Embora não haja a pretensão de promover um estudo de categorias jurídicas para as diversas estratégias de enfrentamento dos problemas de agência, a análise realizada pelos referidos autores, ao mesmo tempo que revela os mecanismos empregados em diversas jurisdições, é capaz de extrair-lhes uma lógica comum de aplicação. E é essa mesma lógica que se revelará útil à presente pesquisa.

4.2.3 As estratégias regulatórias

4.2.3.1 Regras e cláusulas abertas

Há duas estratégias familiares para regular diretamente a relação entre *principais* e *agentes*: as regras, assim denominadas o conjunto de normas que estabelecem condutas

¹²⁸ Para dar ao leitor a oportunidade de realizar sua própria tradução, seguem os termos na língua primitiva, de acordo com Armour, Hansmann e Kraakman (2009, p. 39):

	Regulatory Strategies		Governance Strategies		
	Agent Constraints	Affiliation Terms	Appointment Rights	Decision Rights	Agent Incentives
EX ANTE	Rules	Entry	Selection	Initiation	Trusteeship
EX POST	Standards	Exit	Removal	Veto	Reward

¹²⁹ “At the outset, we should emphasize that the aim of this exercise is not to provide an authoritative taxonomy, but simply to offer a heuristic device for thinking about the functional role of law in corporate affairs. As a result, the various strategies are not entirely discrete but sometimes overlap, and our categorization of these strategies does not quadrate perfectly with corporate law doctrine” (ARMOUR; HANSMANN; KRAAKMAN, 2009, p. 38-39).

específicas proibidas para os administradores; e as cláusulas abertas ou, como já conhecidos no Brasil, os *standards*, por meio dos quais os atos dos agentes são julgados *a posteriori* (ARMOUR; HANSMANN; KRAAKMAN, 2009, p. 39).

Segundo Armour, Hansmann e Kraakman, as regras são comumente utilizadas para a proteção dos credores e do público investidor. Universalmente, as leis das companhias preveem, em benefício dos credores: (i) restrições para a distribuição de dividendos; (ii) capitalização mínima; e (iii) ações judiciais específicas para sérias perdas de capital (ARMOUR; HANSMANN; KRAAKMAN, 2009, p. 39).

No Direito Brasileiro das Companhias, regulado pela LSA, a regra indicada pelo inciso (i) se identifica com o regime legal do capital social, pois, nas palavras de Pedreira (2009a, p. 1.345):

[...] o princípio básico do regime legal do capital social na sua função de proteção dos credores, somente permite à sociedade transferir bens para os sócios a título de distribuição de dividendos ou preço de aquisição ou resgate das próprias ações com a parte do patrimônio líquido que excede do valor do capital social fixado no estatuto.

Como mecanismo adicional de proteção aos credores, segundo Piva (2009), a LSA define ainda uma série de reservas, as quais são destinadas a garantir a integridade do capital social:

O regime das reservas de capital constitui o fundamento do disposto no § 1º do artigo 204. Se o objetivo da Lei, ao vedar o pagamento de dividendos à conta de lucros apurados em balanços com intervalos inferiores a seis meses, é proteger a integridade do capital social, seria natural que tratasse de modo diferente a companhia que possui reservas de capital, uma vez que estas - de fato - representam proteção adicional para os credores. (PIVA, 2009, p. 1.727)

Quanto às medidas judiciais disponíveis aos *principais* para que possam se ver ressarcidos de prejuízos causados por seus agentes, a LSA prevê a denominada ação de responsabilidade, como mecanismo, por meio do qual, não só companhia, como os próprios acionistas ou terceiros poderão pedir indenização contra administradores faltosos.¹³⁰

Entretanto poucas jurisdições confiaram apenas nas regras como estratégia para tratar de questões complexas, como, por exemplo, negócios envolvendo a companhia e seu próprio

¹³⁰ “Os atos dos administradores podem causar danos à companhia, aos acionistas e aos terceiros. O critério distintivo para saber se se trata de ação cuja competência cabe à sociedade, ou não, está na figura do paciente do dano direto. Assim, nas hipóteses em que a companhia tenha sofrido o dano em seu patrimônio, a ação cabe à companhia, e não a terceiros, destacando-se que, para esse efeito, acionistas são considerados terceiros. Por outro lado, a ação caberá a terceiros, inclusive acionistas, nas hipóteses em que sofram o dano diretamente” (CAMPOS, 2009, p. 1.222).

controlador. Tais questões são presumidamente complexas para serem encaradas com uma matriz de proibições e exceções, cuja tentativa de codificação daria espaço para ambiguidades e rigidez inúteis. Em vez de tentar prever inúmeras hipóteses de conduta, os tópicos intrassociais, assim como os negócios firmados entre os agentes e a companhia – *self-dealing* –, tendem a ser tratados pelas diversas jurisdições com padrões abertos e que dão maior nível de discricionariedade para o julgador – de que natureza for¹³¹ – verificar a violação da Lei.¹³²

A propósito, Noronha Neto (2013, p. 19-20) teve a oportunidade de estudar a pertinência da utilização de cláusulas abertas ou *standards*:

Não deve a Lei descer em minúcias já apontava Carlos Maximiliano¹³³ no século passado, pois, a casuística proporciona apenas mais dúvidas e mais litígios. A esse conselho para se evitar a casuística, alia-se a constatação de que não é possível prever todas as condutas que o legislador pretende regular. Os próprios códigos revelam ter sido reconhecida a impossibilidade de tudo especificar e prescrever¹³⁴. Em sua obra, o mesmo autor descreve o movimento da história jurídica, no sentido de conferir cada vez maior liberdade ao julgador, o que se tem verificado nos países ditos cultos¹³⁵. Essa liberdade não surgiu recentemente, pois já praticada pelos

¹³¹ O juiz togado, o árbitro ou, no caso brasileiro, os Diretores da CVM, inclusive os acionistas em Assembleia.

¹³² “By contrast, few jurisdictions rely solely on the rules strategy for regulating complex, intra-corporate relations, such as, for example, self-dealing transactions initiated by controlling shareholders. Such matters are, presumably, too complex to regulate with no more than a matrix of prohibitions and exemptions, which would threaten to codify loopholes and create pointless rigidities. Rather than rule-based regulation, then, intra-corporate topics such as insider self-dealing tend to be governed by open standards that leave discretion for adjudicators to determine ‘ex post’ whether violations have occurred” (ARMOUR; HANSMANN; KRAAKMAN, 2009, p. 39).

¹³³ “Quanto mais próxima a lei, quanto mais particularista, maior o número de interrogações que levanta, de litígios que sugere. Deve (o juiz) procurar suprir as faltas dos Códigos, reveladas pela prática, ou corrigir as conclusões prejudiciais a que chegou a jurisprudência; porém com a mais discreta reserve, evitando perder-se nos meandros da casuística, da qual resultaria multiplicar as causas de dúvidas e, portanto, agravar a insegurança jurídica” (MAXIMILIANO, 2003, p. 48).

¹³⁴ “Os próprios Códigos revelam ter sido reconhecida a impossibilidade de tudo especificar e prescrever; porquanto deixam ao alvedrio do julgador o apreciar inúmeros motivos da demanda, ou de escusa; por exemplo, quando se referem a boa ou má fé; força maior; moral; bons costumes; ingratidão; imprudência; ou imperícia; objeto ilícito ou impossível; fim ilícito, ou imoral; injúria grave; dolo, no civil e no crime; ou mandarem graduar a pena conforme as circunstâncias agravantes e atenuantes; e falarem de haver, sobre a pessoa do cônjuge, caído em erro que, descoberto, torne insuportável a vida em comum; justo motivo para não admitir que outrem pague a sua dívida; indenizar, além do que o credor perdeu, o que razoavelmente deixou de lucrar; tratar o imóvel alheio como se fosse seu; empregar, no exercício do mandato, a diligência habitual; provar que guardava com cuidado preciso o animal danificador; restituir, na falta da própria coisa, o equivalente estimado pelo seu preço ordinário pelo de afeição; e assim por diante” (MAXIMILIANO, 2003, p. 52).

¹³⁵ “Insensivelmente se foi tornando, nos países cultos, sobretudo nos últimos anos, cada vez mais livre e independente a Aplicação do Direito. Nem podia ser de outro modo. Sem uma certa amplitude de autoridade em face das normas estritas, a magistratura ficaria ‘impotente contra as resistências brutais da realidade das coisas’. Por isso, todas as escolas lhe reconhecem o direito de abrandar a rigidez das fórmulas legais, esforço este em que influi e transparece o coeficiente pessoal. [...] A praxe, o ensino e a ciência não se limitam a procurar o sentido de uma regra e aplicá-lo ao fato provado; mas também e principalmente, se esmeram em ampliar o pensamento contido em a norma legal à medida das necessidades da vida prática. Além do significado de uma frase jurídica, inquirem também do alcance da mesma” (MAXIMILIANO, 2003, p. 49-50).

romanistas ao inquirir qual a vontade ou intenção do legislador, se tivesse previsto o fato não alcançado pelo texto da norma¹³⁶.

No levantamento desses fatos históricos, Judith Martins Costa foi precisa ao identificar o ponto de inflexão do casuísmo à utilização de cláusulas gerais, no século XIII. Nessa época, registra a autora, a legislação passou a utilizar o que se denominou *normas diretivas* ou *normas objetivo*, a fim de estabelecer programas de resultado para o bem comum e o fim social¹³⁷.

Portanto, o estudo de Armour, Hansmann e Kraakman revela que, de modo geral, as jurisdições em matéria societária também encaram dificuldades de *tudo regular*, o que as leva a empregar as denominadas cláusulas abertas, cuja frequência vem aumentando ao longo da história do Direito.

Ainda a propósito das cláusulas abertas, registre-se que, por meio de tal técnica, viabilizou-se uma integração intersistemática do Direito, mediante a comunicação da regra jurídica e princípios a ela aplicáveis¹³⁸, o que confirma a força normativa dos princípios.

Cláusulas abertas também são usadas para proteger credores e o público investidor. Mas os exemplos mais paradigmáticos de sua utilização têm como objeto questões internas, quando a lei requer dos administradores que sua conduta se pautar pela boa-fé ou seja inteiramente apropriada para executar negócios consigo mesmos – *self-dealing*.¹³⁹

Não obstante a preferência por uma ou outra técnica legislativa, cumpre apontar que a LSA adotou, talvez com a mesma intensidade, regras e cláusulas gerais, para traçar a conduta dos administradores – aqui tratados genericamente como *agentes*.

¹³⁶ “A liberdade de exegese, atribuída aos magistrados, não surgiu recentemente; sustentaram-na acatados romanistas e a corte mais adiantada dentre os que interpretavam a lei com inquirir qual a vontade ou intenção, do respectivo prolator: uns e outros se não limitavam a aplicar o que o legislador quis, mas também o que ele quieria, se tivesse previsto o caso em apreço. Deixavam, assim, um campo vastíssimo reservado ao alvedrio judiciário” (MAXIMILIANO, 2003, p. 52).

¹³⁷ “As cláusulas gerais constituem uma técnica legislativa característica da segunda metade deste século, época na qual o modo de legislar casuisticamente, tão caro ao movimento codificatório do século passado --- que queria a lei “clara, uniforme e precisa”, como na célebre dicção voltaireana --- foi radicalmente transformado, por forma a assumir a lei características de concreção e individualidade que, até então, eram peculiares aos negócios privados. Tem-se hoje não mais a lei como kanon abstrato e geral de certas ações, mas como resposta a específicos e determinados problemas da vida cotidiana. Por esta razão, nossa época viu irromper na linguagem legislativa indicações de programas e de resultados desejáveis para o bem comum e a utilidade social (o que tem sido chamado de diretivas ou “normas-objetivo”), permeando-a também terminologias científicas, econômicas e sociais que, estranhas ao modo tradicional de legislar, são, contudo, adequadas ao tratamento dos problemas da idade contemporânea. Mais ainda, os códigos civis mais recentes e certas leis especiais, têm privilegiado a inserção de certos tipos de normas que fogem ao padrão tradicional, não mais enucleando-se na definição, o mais perfeita possível, de certos pressupostos e na correlata indicação punctual e pormenorizada de suas consequências” (MARTINS-COSTA, 1998).

¹³⁸ Nesse sentido, ver Martins-Costa (2013).

¹³⁹ “Standards are also used to protect creditors and public investors, but the paradigmatic examples of standards-based regulation relate to the company’s internal affairs, as when the law requires directors to act in ‘good faith’ or mandates that self-dealing transactions must be ‘entirely fair’” (ARMOUR; HANSMANN; KRAAKMAN, 2009, p. 40).

Afirma Campos (2009, p. 1085) ter a LSA regulado minuciosamente os deveres dos administradores, *in verbis*:

O legislador optou por estabelecer um sistema descritivo no qual são expostos os deveres dos administradores (arts. I 53 a 157), seguido de suas responsabilidades (art. 158) e, por fim, encerra a seção a prover a ação de responsabilidade, por meio da qual se dá a responsabilização dos administradores faltosos.

Ao mesmo tempo, Campos (2009) destaca ter o legislador da LSA empregado conceitos abertos, padrões de conduta que permitem o aplicador do Direito certa liberdade de interpretação.¹⁴⁰ Deve o intérprete, no entanto, não incorporar a esses deveres opiniões pessoais ou recomendações, como, por exemplo, conceitos trazidos pelo movimento da Governança Corporativa.¹⁴¹

Retomando a questão relacionada ao tratamento dispensado às situações de negócios da companhia com os próprios agentes – *self-dealing* –, a LSA se coloca em grau mais descritivo que as demais jurisdições estudadas por Armour, Hansmann e Kraakman, ao proibir determinadas condutas, entre as quais a de usar ou tomar emprestado recursos ou bens da companhia, sem autorização do Conselho de Administração ou assembleia geral. Nas palavras de Campos, *in verbis*:

A LSA busca impedir atos que integram aquilo que a doutrina francesa chama de abuso dos bens sociais, e pretende evitar que o administrador use ou disponha dos bens sociais em dissonância com a busca de resultado.
[...]

¹⁴⁰ “Os conceitos adotados pela LSA, a par de representarem comportamentos positivos e negativos, em sua maioria revestem-se de formas amplas, largas, referindo-se a padrões de conduta ou standards, o que confere ao intérprete e ao aplicador da lei uma certa liberdade ou largueza de interpretação. Essa liberdade, típica das cláusulas gerais e dos conceitos jurídicos indeterminados, deve, porém, ser usada de forma inteligente e cuidadosa, a manter o sistema íntegro, para não desencorajar e afastar pessoas honestas e competentes dos cargos de administradores, e também de modo a não criar um sistema que as entorpeça a ação com uma burocracia prejudicial à vida da companhia, afastando-as do risco inerente ao negócio” (CAMPOS, 2009, p. 1.087).

¹⁴¹ “Essa liberdade, todavia, não deve ser usada para incorporar deveres e responsabilidades que não são razoáveis, evitando-se transformar opiniões pessoais ou recomendações em regras legais. Neste sentido, embora se reconheça a importância do movimento da governança corpo-ativa, -que nas sábias palavras de PAUL DAVIES no tradicional GoWERS (1997, p. 66), é uma palavra moderna para uma questão tão antiga quanto o surgimento da grande companhia aberta - é fundamental se ter presente que muitas das sugestões e recomendações desse movimento devem ser apenas assim consideradas, e não como regra legal, que não são. Foi isso o que decidiu a Suprema Corte de Delaware, ao destacar que: “todas as boas práticas de governança corporativa incluem o cumprimento de regras estatutárias e precedentes judiciais que estabelecem obrigações fiduciárias. A aspiração a boas práticas de governança corporativa que perpassem os limites mínimos legais impostos pela lei societária, no que tange ao Conselho de Administração” são extremamente recomendáveis, o que normalmente tende a beneficiar acionistas e, por vezes, reduz litígios, assim como evita a responsabilização dos administradores. Não obstante, esses ideais não são exigidos pela legislação empresária e não definem padrões de responsabilização” (BREHM V. EISNER, 746A.2d 244, 256, Del. 2000)” (CAMPOS, 2009, p. 1087-1088).

A LSA, na mesma linha dos dispositivos anteriores, veda que o administrador tome recursos ou bens da companhia por empréstimo ou que utilize, em proveito próprio - ou em benefício de sociedades ou terceiros em que tenha interesse - os seus bens, serviços ou créditos (art. 154, § 2º, alínea "b"), sem que haja autorização do Conselho de Administração ou da Assembléia Geral. (CAMPOS, 2009, p. 1.125).

Confirmando ainda o fato de a lei brasileira ter sido mais descritiva ao estabelecer proibições expressas, destaca-se a vedação de aproveitamento de oportunidade comercial, independentemente de prejuízo à Companhia, prevista no § 2º do art. 155 da LSA. E a própria doutrina brasileira, ao analisar sistemas estrangeiros, aponta a ausência de proibições específicas, como fez a lei pátria, embora tal proibição possa ser inferida dos deveres gerais de lealdade, diligência ou das cláusulas gerais que tratam do conflito de interesses.¹⁴²

No entanto, em relação aos negócios firmados pelos administradores e a própria companhia, a LSA teve de se valer do conceito aberto do “justo” – *fair* –, como denominado pelos norte-americanos. Nesse sentido, analisa Campos, *in verbis*:

A LSA impõe, ainda, um ônus adicional ao administrador que estiver em conflito de interesses com a companhia. Esse ônus se traduz no fato de que em qualquer hipótese - e mesmo quando o administrador não estiver intervindo na operação social - não pode ele contratar em situação que não se qualifique como condição de mercado, equitativa e razoável.

Desse preceito decorre que o administrador da companhia, mesmo estando na outra ponta da operação e declaradamente representando exclusivamente o seu interesse individual, e não o da companhia, que será representada por outros administradores, não se desvincula totalmente da sua condição de administrador e, por isso, lhe é imposto esse ônus adicional, que não é imposto a qualquer terceiro, qual seja, o de contratar em condição razoável e equitativa.

Para fins de atendimento ao preceito legal, parece válido remeter ao conceito de *fair*, importado do direito americano em matéria de sociedades, que é assim tratado no Revised Model Bus. Corp. Act 8.61 (1989) (note on fair transactions), Section 8.61: "Há muito se assentou que um preço 'justo' é qualquer preço compreendido em uma margem na qual uma parte imparcial desejaria ou pagaria, conforme o caso, pela propriedade, seguindo uma negociação normal à luz do conhecimento que tal negociação proporcionaria, sendo qualquer resultado neste âmbito considerado 'justo'". (CAMPOS, 2009, p. 1165).

¹⁴² “De um modo geral, considera-se a ‘corporate opportunity doctrine’ como um desdobramento do dever de lealdade e é assim que é tratada na doutrina norte-americana, o que explica a sua inserção, no sistema da LSA, no artigo específico que trata do dever de lealdade (art. 155). Isso, naturalmente, sem prejuízo do entendimento de que há, de fato, indissociável correlação entre o dever de diligência, o dever de lealdade e o conflito de interesses, havendo sistemas legais que tratam da proibição da utilização de oportunidade comercial juntamente com o conflito de interesses.

É de se notar que poucos sistemas que adotam o regime continental-europeu trazem menção expressa à proibição do uso de oportunidade comercial, restringindo-se a exigir o comportamento de um representante leal. As recentes reformas que se deram do final dos anos 90 em diante nas leis de sociedades por ações dos países da Europa, todavia, passaram a introduzir explicitamente esse conceito. Veja-se, a esse respeito, a recente reforma do direito societário italiano, ocorrida em 2003, que incorporou ao texto legal essa proibição e o fez no artigo 2391, que trata dos interesses dos administradores, e não mais no dispositivo que regula o conflito de interesses (v. § 297)” (CAMPOS, 2009, p. 1131-1132).

Portanto, embora a LSA tenha estabelecido regras específicas para tratar de negócios intrassociais ou *interna corporis*, teve de se valer de cláusula aberta, ou *standard*, para normatizar a relação entre administrador e companhia, nos chamados *self-dealings*.

A justa medida de utilização de uma ou outra técnica reside no estágio de maturidade de determinado sistema jurídico social, em que seus integrantes conhecem ou não os padrões de conduta que levam a injustiças ou prejuízos. Se bem conhecidos os padrões de conduta que acarretam injustiças ou prejuízos, o legislador está apto a estabelecer normas típicas de conduta – as regras. Caso contrário e admitindo o legislador que não é capaz de prever os novos fenômenos da sociedade, deve ele se valer de cláusulas gerais. O que se pode extrair da LSA é que, ao tempo que incorpora diversos comportamentos reprováveis, cujas proibições foram, por essa razão, expressamente vedadas, se mantém fiel aos conceitos jurídicos indeterminados exatamente para legislar condutas ainda não vivenciadas na prática, principalmente dos tribunais.

4.2.3.2 Condições de afiliação – entrada e saída

Outro grupo de estratégias legais se dá no âmbito da formação e extinção das relações havidas entre *principais* e *agentes*, momentos esses denominados por Armour, Hansmann e Kraakman como *afiliação*. Para a formação, os sistemas legais comumente estabelecem condições de *entrada*, e, em relação à extinção, as hipóteses ou situações em que a relação *principal-agente* seja desfeita. Regras e cláusulas abertas incidem sobre a relação *principal-agente* enquanto já estabelecidas.¹⁴³

Segundo os referidos autores, as estratégias de entrada são de vital importância para afastar a companhia de agentes oportunistas no mercado de capitais. Potenciais investidores sabem pouco das companhias abertas, a não ser que lhes seja dito. Assim, é amplamente aceito que o público investidor necessite de alguma forma de divulgação sistemática, a fim de obter informação suficiente. Regras legais que determinam tal divulgação são um exemplo de estratégia de entrada, pois os valores mobiliários não podem ser vendidos se a informação necessária não é fornecida, geralmente pela própria companhia.

¹⁴³ “A second set of regulatory strategies open to the law involve regulating the terms on which principals ‘affiliate’ with agents rather than – as with rules and standards – regulating the actions of agents after the principal/agent relationship is established” (ARMOUR; HANSMANN; KRAAKMAN, 2009, p. 40).

No Brasil, sabe-se que, como regra geral, a emissão pública de valores mobiliários – entre os quais se incluem as ações – deve ser precedida de registro perante a CVM¹⁴⁴ devendo atender ainda a diversos tópicos de informações relacionadas à emissora, como também ao mercado no qual se insere.¹⁴⁵

Outra condição de entrada inserta no Direito Brasileiro é veiculada por meio do art. 157, que obriga o administrador a prestar informações sobre sua posição acionária em sociedades controladoras, controladas ou em sociedades do mesmo grupo. Segundo Campos (2009), tal dever tem como finalidade viabilizar a avaliação da extensão do interesse do administrador e, portanto, seu potencial conflito, para além de sua posição como administrador, *in verbis*:

O administrador de companhia aberta deve, ao firmar o termo de posse, declarar a quantidade de ações ou outros valores mobiliários conversíveis em ações de emissão da companhia aberta, de suas controladas ou de sociedades do mesmo grupo de que seja titular.

O preceito visa dar conhecimento da extensão do interesse que o administrador tem na companhia, para além da sua condição de administrador e tem sua origem atribuída ao artigo 16 do Securities and Exchange Act do direito Norte Americano, de 1934.

Embora constitua formalidade obrigatória e inderrogável, a falta dessa declaração não enseja a nulidade da posse e pode ser sanada mediante declaração posterior, quando verificada a sua omissão. O mesmo não se diga com relação à declaração falsa, que poderá causar a responsabilização e o afastamento do administrador. (CAMPOS, 2009, p. 1171).

Portanto, tem-se que as exigências legais relacionadas à divulgação de informações por ocasião da emissão pública de valores mobiliários e a revelação da posição acionária do administrador quando de sua investidura são claras estratégias de *entrada*.

A estratégia de *saída*, que é também frequente no Direito Societário, segundo Armour, Hansmann e Kraakman, permite aos *principais* escapar do oportunismo dos agentes. Em linhas gerais, há dois tipos de estratégia de *saída*. A primeira se refere ao direito de o acionista sacar o valor do seu investimento, cujo melhor exemplo é a técnica empregada por

¹⁴⁴ “A LSA somente admite negociação no mercado de valores mobiliários emitidos por companhias registradas na CVM (art. 4º, § 1º), e a Lei nº 6.385/1976 dispõe que (a) “nenhuma emissão pública de valores mobiliários será distribuída no mercado sem prévio registro na Comissão” (art. 19) e (b) “somente os valores mobiliários emitidos por companhia registrada nos termos deste artigo poderão ser negociados na bolsa e no mercado de balcão” (art. 21, § 1º)” (PEDREIRA; LAMY FILHO, 2009b, p. 133).

¹⁴⁵ Exemplo de regras que obrigam a divulgação de informações está relacionado à constituição da companhia por subscrição pública. Nesse sentido, Lobo (2009, p. 710): “O artigo 84 da LSA dispõe que o prospecto deverá mencionar, com precisão e clareza, as bases da companhia e os motivos que justifiquem a expectativa de bom êxito do empreendimento, e em especial os requisitos enumerados nos incisos. O prospecto e o projeto de estatuto social devem conter os elementos necessários para que as pessoas não identificadas do público a que se dirige possam tomar a decisão de subscrever ou não as ações oferecidas”.

algumas jurisdições de conferir um direito de *avaliação* aos acionistas que dissintirem de certas e importantes transações, como as incorporações. Essa *avaliação* permite aos acionistas dissidentes de transação relevante de reclamar o valor que suas ações tinham antes do dissenso – assim evitando uma perspectiva de perda, se, de acordo com a sua visão, a companhia tiver tomado uma decisão que diminua o valor de suas ações.¹⁴⁶

Essa estratégia de saída se assemelha ao o direito de recesso previsto na LSA, que visa garantir aos acionistas dissidentes em assembleia sobre questões estruturais o direito de retirada.

Segundo Pedreira (2009c, p. 326), o direito de retirada é:

[...] o poder do acionista de, nos casos previstos na LSA, deixar de ser sócio da companhia mediante formação, por ato unilateral, de negócio jurídico de reembolso, pelo qual aliena suas ações à companhia e dela recebe o valor de reembolso (art. 137).

Ao descrever a sua função, afirma ainda o mesmo autor, *in verbis*:

O direito de retirada surgiu como contrapeso à competência, reconhecida à Assembléia Geral, de modificar as bases essenciais do contrato de companhia. No início da história da companhia como instituto de direito privado (v. § 21), prevalecia a interpretação de que o contrato de companhia não podia, como qualquer outro, ser modificado sem consentimento de todos os acionistas - entendimento depois limitado às modificações das principais características da companhia, ou suas bases essenciais, que tenham influenciado a decisão do acionista de subscrever as ações; mas a experiência do negócio de companhia levou a que as legislações passassem a reconhecer, a partir do fim do Século XIX e início do Século XX, a competência da Assembléia Geral para modificar todas as estipulações do estatuto social, embora algumas por deliberação com quorum qualificado.

O direito de retirada veio compensar essa competência da Assembléia Geral - imposta pela necessidade de a companhia se adaptar às modificações de seus ambientes - com a faculdade do acionista de optar por não continuar a ser sócio de sociedade essencialmente diferente daquela que existia ao subscrever ou adquirir suas ações. O acionista, ao adquirir ações, leva em consideração as principais características da companhia; essas "bases essenciais" influem na sua decisão, e sua alteração pode motivá-lo a não querer continuar sócio. (PEDREIRA, 2009c, p. 326).

¹⁴⁶ “The exit strategy, which is also pervasive in corporate law, allows principals to escape opportunistic agents. Broadly speaking, there are two kinds of exit rights. The first is the ‘right to withdraw’ the value of one’s investment. The best example of such a right in corporate law is the technique, employed in some jurisdictions, of awarding an appraisal right to shareholders who dissent from certain major transactions such as mergers. As we discuss in Chapter 7, appraisal permits shareholders who object to a significant transaction to claim the value that their shares had ‘prior’ to the disputed transaction – thus avoiding a prospective loss if, in their view, the firm has made a value-reducing decision” (ARMOUR; HANSMANN; KRAAKMAN, 2009, p. 41).

É perfeitamente identificada a estratégia de saída adotada pelo legislador pátrio, ao garantir ao acionista descontente com a deliberação da maioria o direito de se retirar, mediante o reembolso de suas ações.

De acordo com Armour, Hansmann e Kraakman, o segundo tipo de direito de saída – estratégia – é o direito de transferência – o direito de vender as ações no mercado –, o que é de óbvia importância para o público investidor. O direito de transferência – no Direito Brasileiro das Companhias, conhecido como princípio da livre circulação – é uma das características principais do Direito das Companhias. Sozinho, o direito de transferência proporciona menos proteção que o direito de recesso, uma vez que um informado adquirente substitui a figura do vendedor e, portanto, irá oferecer um preço que reflete uma futura expectativa de perda de valor, por má administração ou oportunismo. Mas o direito de transferência permite a substituição dos atuais acionistas-principais por um novo, que pode ser mais efetivo no controle da administração da companhia. Assim, o direito de transferência sem restrições permite tomadas hostis de controle, nas quais acionistas desorganizados politicamente de uma companhia má administrada podem vender sua participação para um simples e ativo acionista com um forte interesse financeiro em uma administração eficiente. Essa transferência de controle, ou a sua simples ameaça, pode ser um dispositivo efetivo para disciplinar a administração. Ademais, os direitos de transferência são um pré-requisito para o mercado de ações, que também proporciona aos acionistas desagregados um contínuo meio de avaliação da performance dos administradores (entre outras coisas), o que reflete diretamente no preço das ações.¹⁴⁷

O citado direito de transferência, como já comentado, tem no Direito Brasileiro das Companhias sua correspondência no princípio da livre circulação, não só das ações, como

¹⁴⁷ “The second type of exit right is the ‘right of transfer’ – the right to sell shares in the Market – which is of obvious importance to public shareholders. (Recall that transferability is a core characteristic of the corporate form.) Standing alone, a transfer right provides less protection than withdrawal right, since an informed transferee steps into the shoes of the transferor, and will therefore offer a price that impounds the expected future loss of value from insider mismanagement or opportunism. But the transfer right permits the replacement of the current shareholder/principa(s) by a new one that may be more effective in controlling the firm’s management. Thus, unimpeded transfer rights allow hostile takeovers in which the disaggregated shareholders of a mismanaged company can sell their shares to a single active shareholder with a string financial interest in eficiente management. Such a transfer control rights, or even the threat of it, can be a highly effective device for disciplining management. Moreover, transfer rights are a prerequisite for stock markets, which also empower disaggregated shareholders by providing a continuous assessment of managerial performance (among other things) in the form of share prices” (ARMOUR; HANSMANN; KRAAKMAN, 2009, p. 41-42).

também dos demais valores mobiliários de emissão das companhias, respeitadas as limitações impostas pela LSA e pelo estatuto.¹⁴⁸

De fato, nas companhias de capital disperso, em que os acionistas possuem uma fração ínfima do capital social, é possível se delinear claramente um grande conjunto de pessoas, em princípio sem ligação umas com as outras e com interesses heterogêneos. É exatamente essa situação que induz ao aumento nos custos de agência, tanto no que diz respeito à coordenação desses interesses, como também dos esforços de fiscalização dos administradores. Portanto, quando se fala em tomadas de controle (*hostis – hostile* ou não – *fair*), pressupõe-se a existência do que Pedreira denominou macroempresa, em que se observa o fenômeno do divórcio entre propriedade e administração, *in verbis*:

Um dos efeitos do aumento de escala da companhia é a dispersão da propriedade das ações: quanto maior a dimensão da companhia, mais difícil é cada acionista manter sua porcentagem de participação nos aumentos de capital necessários ao financiamento da expansão da empresa; as operações de fusão e incorporação implicam redução da participação percentual dos acionistas das companhias envolvidas; e a crescente pulverização das ações da grande companhia cria o fenômeno referido como separação entre o poder de controle e a propriedade das ações, cuja análise pormenorizada, com base em estatísticas, foi formulada pela primeira vez por BERLE; MEANS ([1932], 1968, p. XXX e 358-359).

Nas companhias com pequeno número de acionistas o controle permanente pressupõe maioria absoluta das ações, mas, na medida em que aumenta o grau de dispersão da propriedade das ações, pode ser exercido com menor porcentagem porque os não-controladores em regra não comparecem às Assembléias Gerais; e há exemplos de grandes companhias controladas com 10% ou menos do capital social. Nas companhias gigantes norte-americanas e européias o grau de dispersão das ações chega ao ponto de os maiores acionistas possuírem, cada um, participação da ordem de 1% ou 2% do capital social. Nesse estágio, nenhum acionista- ou grupo de acionistas - tem condições para formar e manter um bloco de controle. Todos são aplicadores de capital - somente se interessam pelos dividendos e pelo valor de mercado das ações, e deixam a direção da empresa a cargo dos administradores; raramente comparecem às reuniões da Assembléia Geral e tendem a manter os administradores nos seus cargos enquanto o funcionamento da companhia é satisfatório. (PEDREIRA; LAMY FILHO, 2009c, p. 786-787).

Nesse nível de dispersão de capital, no Brasil:

[...] a oferta pública para aquisição do controle é o instrumento do mercado para mudar a administração da companhia que não maximiza o valor das ações: qualquer acionista, grupo de acionistas ou investidores, que se considerar capaz de, mudando os administradores, aumentar o valor das ações, e dispuser de recursos financeiros, pode mediante oferta pública de aquisição de controle adquirir a maioria das ações

¹⁴⁸ “Princípio da Livre Circulação - Por sua natureza e função, os títulos de emissão da companhia são livremente transmissíveis- a propriedade do título compreende a faculdade de dele dispor. A negociabilidade ou circulação do título somente pode ser restringida pela lei ou - dentro dos limites estabelecidos pela lei - pelo estatuto social” (PEDREIRA; LAMY FILHO, 2009d, p. 522).

da companhia e substituir os administradores. (PEDREIRA; LAMY FILHO, 2009c, p. 786-787).

Portanto, quando se trata da formação da relação entre *principal* e *agente*, as regras que obrigam à divulgação de informações funcionam como estratégia de *entrada*, ou seja, como condição de formação da relação, enquanto as estratégias do direito de recesso e o princípio da livre circulação trabalham como mecanismo de *saída* dos *principais* em relação a *agentes* tidos como oportunistas ou malsucedidos, o que se dá tanto na relação de agência entre minoritários e majoritários, quando destes para a administração.

4.2.4 As estratégias de governança

Nos termos de Armour, Hansmann e Kraakman, as estratégias de governança preconizam regras que facilitam o controle das atividades dos *agentes* pelos *principais*. Por governança entende-se todo o conjunto de regras que trata do governo da empresa, de acordo com o conceito de Governança Corporativa, descrito por Cadbury, segundo o qual “é o sistema e a estrutura de poder que regem os mecanismos através dos quais as companhias são dirigidas e controladas” (CADBURY *apud* ROSSETTI; ANDRADE, 2011, p. 139).

A seguir, apresentar-se-ão as estratégias relacionadas, portanto, à estrutura de poder da companhia.

4.2.4.1 Seleção e remoção

Segundo Armour, Hansmann e Kraakman, dado o papel central de delegação de gerenciamento nas companhias, não é surpresa que o direito de nomeação – entre nós o de eleição –, considerado o poder de selecionar e remover administradores, é estratégia-chave para o controle da empresa. O poder de nomear administradores é uma chave não só para encaminhar problemas de agência de acionistas em relação aos administradores, como também, em algumas jurisdições, para encaminhar problemas de agência de acionistas minoritários em relação aos controladores e de empregados em relação aos acionistas, como um todo.¹⁴⁹

¹⁴⁹ “Given the central role of delegated management in the corporate form, it is no surprise that appointment rights – the power to select or remove directors (or other managers) – are key strategies for controlling the enterprise. Indeed, these strategies are at the very core of corporate governance. As we will discuss in Chapter 3 and 4, moreover, the power to appoint directors is a core strategy not only for addressing the agency problems of shareholders in relation to managers, but also, in some jurisdictions, for addressing agency

Em nosso sistema, o poder de eleger e destituir os administradores está positivado no art. 122, inc. II, da LSA, observada a existência do Conselho de Administração, caso em que os diretores são eleitos e destituídos por este órgão.¹⁵⁰

Cabe destacar que os poderes dos acionistas, no Brasil, vão além de nomear e destituir administradores, o que de pronto já lhes confere capacidade para incentivar os *agentes* a conduzirem os negócios sociais tendo em vista a maximização da riqueza dos proprietários, em detrimento de seus próprios interesses. Pedreira e Lamy Filho descrevem com precisão o sistema hierarquizado, no qual os órgãos sociais são postos encabeçados pelos acionistas, *in verbis*:

Segundo o modelo da lei brasileira, o poder político na companhia - no sentido do poder supremo de qualquer unidade de organização social, que compreende o de alocar ou distribuir poder dentro dessa unidade - cabe à Assembléia Geral, e os órgãos administrativos não têm a autonomia que lhes é reconhecida nas leis alemãs, italianas e francesas em decorrência da definição legal taxativa das atribuições da Assembléia Geral. Assim, na interpretação e aplicação da lei brasileira não cabe invocar a doutrina desses países sobre relações entre Assembléia Geral e os administradores, ou a autonomia destes, porque o modelo brasileiro de companhia tem diferenças importantes em relação ao comentado por aquela doutrina. (PEDREIRA; LAMY FILHO, 2009c, p. 806).

A fim de justificar a legitimação dos acionistas para ocupar o ápice desse sistema hierarquizado, os citados autores afirmam que:

[...] a legitimidade dos acionistas para exercerem o poder político na companhia funda-se no fato de que são os únicos que contribuem para a formação do capital social da companhia e, conseqüentemente, sofrem a perda desse capital em caso de acumulação de prejuízos. (PEDREIRA; LAMY FILHO, 2009c, p. 806).

Por outro lado, também presentes em nosso sistema, há mecanismos que conferem aos minoritários e empregados o direito de eleger representantes na administração.

Para os minoritários, e como já pontuado acima, estabelece a LSA dois mecanismos para o Conselho de Administração: o direito de utilização do sistema de voto múltiplo, ou seja, que confere a cada ação tantos votos quantas forem as vagas para o órgão,¹⁵¹ e a votação

problems of minority shareholders in relation to controlling shareholders, and of employees in relationship to the shareholder class as a whole” (ARMOUR; HANSMANN; KRAAKMAN, 2009, p. 42).

¹⁵⁰ “Art. 122. Compete privativamente à assembleia geral: (Redação dada pela Lei nº 12.431, de 2011). [...] II - eleger ou destituir, a qualquer tempo, os administradores e fiscais da companhia, ressalvado o disposto no inciso II do art. 142;(Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001)” (BRASIL, 1976).

¹⁵¹ Nos termos do *caput* do art. 141, da LSA: “Art. 141. Na eleição dos conselheiros, é facultado aos acionistas que representem, no mínimo, 0,1 (um décimo) do capital social com direito a voto, esteja ou não previsto no estatuto, requerer a adoção do processo de voto múltiplo, atribuindo-se a cada ação tantos votos quantos sejam

em separado para o mesmo órgão, que, como revelado por Barbosa, tem por objetivo assegurar aos grupos de acionistas ordinaristas e preferencialistas, detentores de 15 e 10% do capital social, respectivamente, o direito de eleger seus representantes, em votação em separado.¹⁵² Vale observar que, se forem utilizados concomitantemente os dois sistemas, será sempre assegurado ao controlador o mesmo número de vagas dos demais acionistas mais um, independentemente de disposição estatutária.¹⁵³

Além de assegurar a vaga aos minoritários, conferiu a LSA poder especial a esse Conselho. Nas palavras de Leão Jr. (2009, p. 1061):

De acordo com o § 2º do artigo 142, "a escolha e a destituição do auditor independente ficará sujeita a veto, devidamente fundamentado, dos conselheiros eleitos nos termos do § 4º do artigo do artigo 141, se houver". Ou seja, nas companhias abertas em que os minoritários tenham eleito representante em votação em separado, a contratação ou a despedida do auditor ficará sujeita ao veto justificado do representante no Conselho desses minoritários.

O objetivo da lei é assegurar a contratação de auditoria efetivamente independente e qualificada, compatível com a dimensão da companhia, e conferir ao representante dos minoritários eleitos independentemente da vontade do controlador ou da maioria o poder de veto na contratação e na demissão do auditor independente. O representante dos minoritários pode vetar a contratação de auditor que não seja independente ou não tenha condições técnicas para atender a companhia, bem como a demissão infundada de auditor que não está se submetendo aos caprichos do acionista controlador ou da maioria.

Em relação ao representante dos empregados, a Lei nº 10.303/01 criou tal possibilidade para o Conselho de Administração, independentemente de ser ele acionista, nos termos do parágrafo único do art. 140 da LSA: "o estatuto pode prever a participação no conselho de representantes dos empregados, escolhidos por votos destes, em eleição direta, organizada pela empresa em conjunto com as entidades que os representem" (BRASIL, 1976).

os membros do conselho, e reconhecido ao acionista o direito de cumular os votos num só candidato ou distribuí-los entre vários" (BRASIL, 1976).

¹⁵² "Foi instituído, por meio da reforma da lei societária de 2001, o direito de acionistas minoritários detentores de quinze por cento do capital votante elegerem um membro do Conselho de Administração (art. 141, § 4º, I). Igualmente, aos acionistas preferenciais sem direito de voto, ou com direito de voto restrito, que representem pelo menos dez por cento do capital, e que não tenham exercido eventual direito estatutário (art. 18) de eleger membro do Conselho de Administração, é garantida tal prerrogativa" (BARBOSA, 2009d, p. 435).

¹⁵³ Cf. § 7º do art. 141, da LSA: "[...] § 7º Sempre que, cumulativamente, a eleição do conselho de administração se der pelo sistema do voto múltiplo e os titulares de ações ordinárias ou preferenciais exercerem a prerrogativa de eleger conselheiro, será assegurado a acionista ou grupo de acionistas vinculados por acordo de votos que detenham mais do que 50% (cinquenta por cento) das ações com direito de voto o direito de eleger conselheiros em número igual ao dos eleitos pelos demais acionistas, mais um, independentemente do número de conselheiros que, segundo o estatuto, compõem o órgão. (Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001)" (BRASIL, 1976).

Relata Leão Jr. (2009, p. 1036) que:

[...] essa participação é propugnada desde a época da tramitação, no Congresso Nacional, do projeto que se transformou na LSA (JOSÉ LUIZ BULHÕES PEDREIRA; ALFREDO LAMY FILHO, 1992, p. 259). A Constituição Federal de 1988 estabeleceu, como norma programática, o direito de os empregados participarem excepcionalmente da gestão da empresa na forma definida em lei (inciso XI do art. 7º).

Em relação ao Conselho Fiscal, também como já pontuado, é assegurado aos acionistas preferencialistas (não votantes) e ordinaristas, estes detentores de, no mínimo 10% do capital social, o direito de eleger, em separado, um representante, observado que também nesse caso é assegurado ao controlador manter a maioria nesse colegiado.¹⁵⁴

Portanto, a LSA está ajustada para atender as estratégias de Governança propostas por Armour, Hansmann e Kraakman, não só garantindo o direito de nomeação e destituição de administradores, como também colocando os acionistas no topo do sistema orgânico que compõe a companhia, tida como um conjunto hierarquizado de órgãos. Fixa ainda a nossa legislação a possibilidade de haver representantes de minoritários e empregados no Conselho de Administração e Fiscal, sendo que aos primeiros é conferido poder especial de veto quando se trata da contratação de auditor independente.

4.2.4.2 *Iniciativa e veto*

Quanto às estratégias de iniciativa e veto, Armour, Hansmann e Kraakman as definem como um meio de expandir o poder dos *principais* intervirem na administração da companhia. São os denominados direitos de decisão, os quais garantem aos *principais* o poder

¹⁵⁴ Cf. art. 161, da LSA: “Art. 161. A companhia terá um conselho fiscal e o estatuto disporá sobre seu funcionamento, de modo permanente ou nos exercícios sociais em que for instalado a pedido de acionistas.

§ 1º O conselho fiscal será composto de, no mínimo, 3 (três) e, no máximo, 5 (cinco) membros, e suplentes em igual número, acionistas ou não, eleitos pela assembléia-geral.

§ 2º O conselho fiscal, quando o funcionamento não for permanente, será instalado pela assembléia-geral a pedido de acionistas que representem, no mínimo, 0,1 (um décimo) das ações com direito a voto, ou 5% (cinco por cento) das ações sem direito a voto, e cada período de seu funcionamento terminará na primeira assembléia-geral ordinária após a sua instalação.

§ 3º O pedido de funcionamento do conselho fiscal, ainda que a matéria não conste do anúncio de convocação, poderá ser formulado em qualquer assembléia-geral, que elegerá os seus membros.

§ 4º Na constituição do conselho fiscal serão observadas as seguintes normas:

a) os titulares de ações preferenciais sem direito a voto, ou com voto restrito, terão direito de eleger, em votação em separado, 1 (um) membro e respectivo suplente; igual direito terão os acionistas minoritários, desde que representem, em conjunto, 10% (dez por cento) ou mais das ações com direito a voto;

b) ressalvado o disposto na alínea anterior, os demais acionistas com direito a voto poderão eleger os membros efetivos e suplentes que, em qualquer caso, serão em número igual ao dos eleitos nos termos da alínea a, mais um” (BRASIL, 1976).

de iniciar ou ratificar decisões da administração. Segundo os autores, não é surpresa que esse grupo de estratégias é menos proeminente no direito das companhias que as de nomear e destituir. Essa disparidade é uma consequência lógica do fato de que as companhias foram desenhadas como um veículo de delegação gerencial para a administração. Apenas as maiores e mais fundamentais decisões corporativas (como as incorporações ou fusões e reformas estatutárias) requerem ratificação dos acionistas, segundo as leis societárias, e nenhuma jurisdição atribui aos acionistas a iniciativa pelas decisões gerenciais.¹⁵⁵

Se até esta seção do trabalho, houve uma perfeita identificação das estratégias para encarar os problemas de agência entre as apontadas por Armour, Hansmann e Kraakman e o sistema brasileiro, ressalva deve ser feita em relação à iniciativa para a tomada de decisões pela administração.

Isso porque, conforme já mencionado, o sistema brasileiro previu uma organização hierarquizada de órgãos, em que aos acionistas é conferido poder supremo, o que inclui *a alocação e distribuição de poder dentro dessa unidade*.¹⁵⁶

Portanto, as jurisdições entre as quais se incluem algumas estudadas por Armour, Hansmann e Kraakman atribuem à administração autonomia não encontrada no Direito Brasileiro. Daí por que não se aplica ao nosso sistema a afirmação de que a iniciativa de decisões gerenciais não caberia aos acionistas, pois basta a manifestação da maioria deles para que a administração esteja vinculada.¹⁵⁷

Contudo, caso esse poder geral de iniciativa não seja exercido pela Assembleia, cabe apontar que a LSA determina aos administradores tomar prévia autorização assemblear para (i) a incorporação, cisão, fusão e transformação, entre outras matérias que considera

¹⁵⁵ “A second pair of governance strategies expands the power of principals to intervene in firm’s management. These are ‘decision rights’, which grant principals de power to ‘iniciate’ or ‘ratify’ management decisions. Again, it is no suprisse that this set of decision rights strategies is much less prominent in corporate law than are appointment rights strategies. This disparity is a logical consequence of the fact that the corporate form is designed as a vehicle for the delegation of managerial power and authority to the board of directors. Only the largest and most fundamental corporate decisions (such as mergers and charter amendments) require the ratification of shareholders under existing corporation statutes, and no jurisdiction to our knowledge requires shareholders to initiate managerial decisions” (ARMOUR; HANSMANN; KRAAKMAN, 2009, p. 42).

¹⁵⁶ Pela pertinência e importância do tema, cite-se novamente Pedreira e Lamy Filho (2009c, p. 806): “Segundo o modelo da lei brasileira, o poder político na companhia - no sentido do poder supremo de qualquer unidade de organização social, que compreende o de alocar ou distribuir poder dentro dessa unidade - cabe à Assembléia Geral, e os órgãos administrativos não têm a autonomia que lhes é reconhecida nas leis alemães, italianas e francesas em decorrência da definição legal taxativa das atribuições da Assembléia Geral. Assim, na interpretação e aplicação da lei brasileira não cabe invocar a doutrina desses países sobre relações entre Assembléia Geral e os administradores, ou a autonomia destes, porque o modelo brasileiro de companhia tem diferenças importantes em relação ao comentado por aquela doutrina”.

¹⁵⁷ “Na interpretação e aplicação da lei brasileira, não cabe questionar se a Assembléia Geral pode orientar o funcionamento dos órgãos administrativos, nem afirmar que o administrador da companhia é autônomo no exercício de suas funções” (*Idem, ibidem, loc. cit.*).

relevantes;¹⁵⁸ e (ii) aquisição de sociedade empresária por companhia aberta¹⁵⁹, podendo nesse último caso a operação ser ratificada¹⁶⁰.

Portanto, a LSA, diferentemente do que ocorreu com as jurisdições estudadas por Armour, Hansmann e Kraakman, adotou claramente a estratégia de atribuir à Assembleia e, portanto, aos acionistas *principais* o poder de iniciar a deliberação de operações, inclusive

¹⁵⁸ Cf. art. 122 da LSA, que estabelece as competências privativas da Assembleia. “Art. 122. Compete privativamente à assembleia geral: (Redação dada pela Lei nº 12.431, de 2011).

I - reformar o estatuto social;(Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001)

II - eleger ou destituir, a qualquer tempo, os administradores e fiscais da companhia, ressalvado o disposto no inciso II do art. 142;(Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001)

III - tomar, anualmente, as contas dos administradores e deliberar sobre as demonstrações financeiras por eles apresentadas;(Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001)

IV - autorizar a emissão de debêntures, ressalvado o disposto nos §§ 1o, 2o e 4o do art. 59; (Redação dada pela Lei nº 12.431, de 2011). (Vide Lei nº 12.838, de 2013)

V - suspender o exercício dos direitos do acionista (art. 120); (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001)

VI - deliberar sobre a avaliação de bens com que o acionista concorrer para a formação do capital social;(Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001)

VII - autorizar a emissão de partes beneficiárias;(Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001)

VIII - deliberar sobre transformação, fusão, incorporação e cisão da companhia, sua dissolução e liquidação, eleger e destituir liquidantes e julgar-lhes as contas; e (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001)

IX - autorizar os administradores a confessar falência e pedir concordata. (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001).

Parágrafo único. Em caso de urgência, a confissão de falência ou o pedido de concordata poderá ser formulado pelos administradores, com a concordância do acionista controlador, se houver, convocando-se imediatamente a assembléia-geral, para manifestar-se sobre a matéria. (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001) (BRASIL, 1976).

¹⁵⁹ Cf. art. 256 da LSA: “Art. 256. A compra, por companhia aberta, do controle de qualquer sociedade mercantil, dependerá de deliberação da assembléia-geral da compradora, especialmente convocada para conhecer da operação, sempre que:

I - O preço de compra constituir, para a compradora, investimento relevante (artigo 247, parágrafo único); ou

II - o preço médio de cada ação ou quota ultrapassar uma vez e meia o maior dos 3 (três) valores a seguir indicados:

a) cotação média das ações em bolsa ou no mercado de balcão organizado, durante os noventa dias anteriores à data da contratação; (Redação dada pela Lei nº 9.457, de 1997)

b) valor de patrimônio líquido (artigo 248) da ação ou quota, avaliado o patrimônio a preços de mercado (artigo 183, § 1º);

c) valor do lucro líquido da ação ou quota, que não poderá ser superior a 15 (quinze) vezes o lucro líquido anual por ação (artigo 187 n. VII) nos 2 (dois) últimos exercícios sociais, atualizado monetariamente.

§ 1º A proposta ou contrato de compra deverá ser submetido à prévia autorização da assembléia-geral, ou à sua ratificação, sob pena de responsabilidade dos administradores, instruída com todos os elementos necessários à deliberação.

§ 2º Se o preço da aquisição ultrapassar uma vez e meia o maior dos 3 (três) valores de que trata o número II, o acionista dissidente na deliberação da assembléia que a aprovar terá o direito de retirar-se da companhia mediante reembolso, nos termos do artigo 137, do valor de suas ações.

§ 1º A proposta ou o contrato de compra, acompanhado de laudo de avaliação, observado o disposto no art. 8º, §§ 1º e 6º, será submetido à prévia autorização da assembléia-geral, ou à sua ratificação, sob pena de responsabilidade dos administradores, instruído com todos os elementos necessários à deliberação. (Redação dada pela Lei nº 9.457, de 1997)

§ 2º Se o preço da aquisição ultrapassar uma vez e meia o maior dos três valores de que trata o inciso II do caput, o acionista dissidente da deliberação da assembléia que a aprovar terá o direito de retirar-se da companhia mediante reembolso do valor de suas ações, nos termos do art. 137, observado o disposto em seu inciso II. (Redação dada pela Lei nº 9.457, de 1997) (BRASIL, 1976).

¹⁶⁰ “A Lei prevê que o negócio de compra possa ser submetido previamente à deliberação da Assembléia ou à sua ratificação. No primeiro caso o que é submetido é a proposta de compra e venda dirigida à companhia; na ratificação, o que é submetido é o contrato já fumado, porém sujeito à condição suspensiva da ratificação (art. 256, § 1º)” (PEDREIRA, 2009b, p. 2031).

gerenciais, estando presente também a estratégia de ratificação ou veto, para o caso de aquisição de sociedade empresária por companhia aberta (observados os pressupostos do art. 256 da LSA).

4.2.4.3 *Em função do status e recompensa*

Finalmente, segundo Armour, Hansmann e Kraakman, o último par de estratégias de governança altera os incentivos dos *agentes* em vez de expandir os poderes dos *principais*. A primeira estratégia de incentivo é denominada recompensa, e – como o nome implica –, recompensa agentes por atenderem com sucesso aos interesses de seus *principais*. Em termos gerais, há dois tipos principais de mecanismos de recompensa no Direito Societário. A maneira mais comum de recompensa se traduz na regra de compartilhamento de resultados, que motiva a lealdade ao vincular o retorno monetário dos *agentes* diretamente ao dos *principais*. Um exemplo típico é a proteção de que gozam os minoritários de um tratamento igualitário, que implica uma distribuição proporcional de dividendos. Como consequência dessa regra, os controladores – aqui os *agentes* – têm um incentivo para maximizar o resultado dos minoritários da companhia – aqui os *principais* –, ao menos na medida em que o retorno da companhia é pago como dividendos. O mecanismo menos comum nas legislações estudadas é o regime de pagamento por performance, no qual um *agente*, embora não compartilhando o retorno (lucro) do *principal*, é, entretanto, pago por seu desempenho. Embora nenhuma jurisdição imponha tal esquema para os acionistas, as leis frequentemente facilitam ou desencorajam incentivos de tal natureza. O Direito norte-americano, por exemplo, há muito tempo abraçou dispositivos de incentivo, mediante compensação, como planos de opções de aquisição de ações, enquanto jurisdições mais céticas continuam a limitar tais incentivos.¹⁶¹

¹⁶¹ “Finally, a last pair of governance strategies alters the incentives of agents rather than expanding the powers of principals. These are incentive strategies. The first incentive strategy is the reward strategy, which—as the name implies—rewards agents for successfully advancing the interests of their principals. Broadly speaking, there are two principal reward mechanisms in corporate law. The more common form of reward is a sharing rule that motivates loyalty by tying the agent’s monetary returns directly to those of the principal. A conspicuous example is the protection that minority shareholders enjoy from the equal treatment norm, which requires a strictly pro rata distribution of dividends. As a consequence of this rule, controlling shareholders—here the ‘agents’—have an incentive to maximize the returns of the firm’s minority shareholders—here the ‘principals’— at least to the extent that corporate returns are paid out as dividends. The reward mechanism that is less commonly the focus of corporate law is the pay-for-performance regime, in which an agent, although not sharing in his principal’s returns, is nonetheless paid for successfully advancing her interests. Even though no jurisdiction imposes such a scheme on shareholders, legal rules often facilitate or discourage high-powered incentives of this sort. American law, for example, has long embraced incentive compensation devices such as

No sistema da LSA, ambos os incentivos de recompensa foram previstos. Em primeiro lugar, aos acionistas da mesma classe são conferidos os mesmos direitos, por força do que dispõe § 1º do art. 109 da Lei, o que inclui, evidentemente, a partilha dos resultados.¹⁶² Por outro lado, respeitada a vontade da maioria, aos administradores e empregados poderá ser destinada participação nos lucros sociais,¹⁶³ bem como definido plano de opção de compra de ações, em companhias de capital autorizado.¹⁶⁴

A segunda estratégia de incentivo – a que denominamos em função do *status* – trabalha com um princípio completamente diferente. Pretende eliminar conflitos de interesse *ex ante*, para garantir que um *agente* não obterá ganho pessoal em desserviço de seu *principal*. Esta estratégia assume que, na ausência de fortes incentivos monetários, de alta potência, que levam a se comportar de forma oportunista, os *agentes* vão responder aos incentivos da consciência, do orgulho e da reputação, de baixa potência, e, portanto, mais prováveis em administrar no interesse dos *principais*. Exemplo bem conhecido da estratégia *em função do status* é o "conselheiro independente", agora invocado em muitas jurisdições para aprovar

stock option plans, while more skeptical jurisdictions continue to limit them” (ARMOUR; HANSMANN; KRAAKMAN, 2009, p. 42-43).

¹⁶² Sobre a igualdade de acionistas da mesma classe: “4. Igualdade dos Direitos das Ações de Cada Classe- Se o estatuto não divide em classes as ações ordinárias (no caso de companhia fechada) e as preferenciais (no caso tanto de fechada quanto de aberta), diz-se que cada espécie é de classe única, e todas as ações de cada espécie conferem iguais direitos a seus titulares; se o estatuto divide uma espécie em classes, as ações de cada classe podem conferir - observadas as normas legais - direitos ou vantagens diferentes, mas a LSA estabelece que todas as ações de cada classe devem conferir os mesmos direitos (art. 109, § 1º). Essa norma legal preserva a natureza das ações como títulos de massa, cuja negociação em bolsa ou em mercado de balcão organizado pressupõe valores mobiliários que confirmam os mesmos direitos a fim de assegurar a definição do mesmo padrão de valor para todas as ações de cada classe e companhia” (PEDREIRA; LAMY FILHO, 2009a, p. 236-237).

¹⁶³ Cf. art. 190 da LSA: “Art. 190. As participações estatutárias de empregados, administradores e partes beneficiárias serão determinadas, sucessivamente e nessa ordem, com base nos lucros que remanescerem depois de deduzida a participação anteriormente calculada.

Parágrafo único. Aplica-se ao pagamento das participações dos administradores e das partes beneficiárias o disposto nos parágrafos do artigo 201” (BRASIL, 1976).

¹⁶⁴ Cf. § 3º do art. 168 da LSA, que trata do plano de opção de compra de ações para administradores e empregados, para companhias de capital autorizado: “Art. 168. O estatuto pode conter autorização para aumento do capital social independentemente de reforma estatutária.

§ 1º A autorização deverá especificar:

- a) o limite de aumento, em valor do capital ou em número de ações, e as espécies e classes das ações que poderão ser emitidas;
- b) o órgão competente para deliberar sobre as emissões, que poderá ser a assembléia-geral ou o conselho de administração;
- c) as condições a que estiverem sujeitas as emissões;
- d) os casos ou as condições em que os acionistas terão direito de preferência para subscrição, ou de inexistência desse direito (artigo 172).

§ 2º O limite de autorização, quando fixado em valor do capital social, será anualmente corrigido pela assembléia-geral ordinária, com base nos mesmos índices adotados na correção do capital social.

§ 3º O estatuto pode prever que a companhia, dentro do limite de capital autorizado, e de acordo com plano aprovado pela assembléia-geral, outorgue opção de compra de ações a seus administradores ou empregados, ou a pessoas naturais que prestem serviços à companhia ou a sociedade sob seu controle” (BRASIL, 1976).

operações *self-dealing*.¹⁶⁵ Esses conselheiros não vão pessoalmente lucrar com ações que beneficiam desproporcionalmente os demais administradores da empresa ou acionistas controladores, e, portanto, é esperado que sejam guiados fortemente pela consciência e reputação na tomada de decisões. Similarmente, a confiança em auditores para aprovar as demonstrações financeiras e certas operações das empresas é também um exemplo de estratégia em função do *status*, desde que os auditores sejam motivados, principalmente, por preocupações de reputação. Em determinadas circunstâncias, outros *agentes* externos à empresa podem ser chamados para servir como consultores de confiança – *trustees* –, como quando a lei exige um banqueiro de investimento, autorização estatal, ou um tribunal para aprovar operações corporativas.¹⁶⁶

Em nosso sistema, a Lei nº 12.431/11 modificou a redação do art. 146, da LSA ao retirar a condição de acionista para conferir elegibilidade ao candidato a vaga do Conselho de Administração. Tal modificação veio atender exatamente à necessidade de se admitir também para esse colegiado a presença de administradores profissionais, que, por essa razão, em tese, se preocupariam mais com sua reputação do que com os *próprios interesses*. Destaca o caráter reputacional que reveste o cargo de conselheiro não acionista ou independente Barbosa (2009a, p. 1071), *in verbis*:

Desde a Lei nº 3.150/1882, as leis sobre companhias admitem que os administradores possam não ter a qualidade de acionistas, e o Projeto da LSA não continha esse requisito nem para os Diretores nem para o Conselho de Administração, mas ele foi introduzido na lei por emenda do Congresso Nacional. Esse requisito não se justifica e na prática é inócuo, porque é formalmente satisfeito mediante transferência fiduciária de uma ação para o candidato que não é acionista (v.§ 271-2). A tendência moderna, especialmente nas macroempresas, é a profissionalização dos administradores, e as grandes companhias procuram ter ao menos alguns membros do Conselho de Administração escolhidos por suas qualificações profissionais ou sua reputação no mercado. O argumento de que o membro do Conselho de Administração que é acionista terá maior interesse no exercício de suas atribuições somente seria válido se houvesse requisito de uma participação relevante no capital social, o que é inviável nas macroempresas.

¹⁶⁵ Como já visto, aquelas em que os agentes firmam negócios com a própria companhia.

¹⁶⁶ “The second incentive strategy—the trusteeship strategy—works on a quite different principle. It seeks to remove conflicts of interest ex ante to ensure that an agent will not obtain personal gain from disserving her principal. This strategy assumes that, in the absence of strongly focused—or ‘high-powered’—monetary incentives to behave opportunistically, agents will respond to the ‘low-powered’ incentives of conscience, pride, and reputation, and are thus more likely to manage in the interests of their principals. One well-known example of the trusteeship strategy is the ‘independent director’, now relied upon in many jurisdictions to approve self-dealing transactions. Such directors will not personally profit from actions that disproportionately benefit the firm’s managers or controlling shareholders, and hence are expected to be guided more strongly by conscience and reputation in making decisions. Similarly, reliance on auditors to approve financial statements and certain corporate transactions is also an example of trusteeship, provided the auditors are motivated principally by reputational concerns. In certain circumstances other agents external to the corporation may be called upon to serve as trustees, as when the law requires an investment banker, a state official, or a court to approve corporate action” (ARMOUR; HANSMANN; KRAAKMAN, 2009, p. 43-44).

Também presente no sistema brasileiro a figura do auditor independente, cuja função é revisar as demonstrações financeiras das companhias abertas, de acordo com o § 3º do art. 177 da LSA. Sobre essa auditoria, aponta Leão Jr. (2009, p. 1069):

Quando menciona o auditor independente, a lei está se referindo ao profissional que presta serviços de revisão integral das demonstrações financeiras, e não o auditor externo contratado para um serviço específico, como auditar procedimentos de cumprimento de obrigações tributárias para apurar eventuais contingências fiscais. Nas companhias abertas, em que é obrigatória a auditoria independente das demonstrações financeiras, a CVM disciplina o escopo mínimo do trabalho do auditor de modo a assegurar a padronização dos trabalhos desses profissionais.

Ainda sobre órgãos, cujo incentivo para nortear suas ações se baseia na própria reputação, a LSA permite ao estatuto criar órgãos técnicos e consultivos, o que também identifica essa permissão com a estratégia de que a decisão dependa de posição exercida em função do *status* ou da reputação.¹⁶⁷

Diante do exposto, nota-se perfeito alinhamento da LSA às estratégias de incentivos de recompensa e em função do *status* ou da reputação, ao garantir dividendos em igualdade de condições para todos os acionistas, possibilitar remuneração diferenciada para os administradores e autorizar a presença de profissionais na própria administração ou enquanto consultores e ainda submeter as companhias abertas a exame de auditor independente.

4.3 Da identidade entre os conflitos de interesse e os problemas de agência

Como já visto, a expressão conflito de interesses na LSA é empregada em duas situações: (i) nas relações entre o sócio e a sociedade, no âmbito do respectivo contrato, em que o interesse particular do sócio se contrapõe de tal maneira ao interesse da companhia, que, além de excludentes entre si, podem causar prejuízos à sociedade (art. 115 da LSA); e (ii) nas relações entre a administração e a companhia, em que o interesse do administrador, excludente e prejudicial ao da companhia, não pode prevalecer (art. 156 da LSA).

Explicou-se ainda, neste trabalho (p. 60), que, no âmbito das companhias:

Configura-se o conflito de interesses pelo antagonismo ou contraposição entre: (i) de um lado, os interesses dos sócios, dirigidos por pretensões particulares ou de terceiros e; (ii) de outro, o interesse comum dos sócios. Acrescente-se a esse

¹⁶⁷ Cf. art. 160 da LSA: “Art. 160. As normas desta Seção aplicam-se aos membros de quaisquer órgãos, criados pelo estatuto, com funções técnicas ou destinados a aconselhar os administradores” (BRASIL, 1976).

requisito a necessidade de que os interesses devam ser excludentes entre si, ou seja, a coexistência não danosa afasta a ocorrência do conflito de interesses.¹⁶⁸

Por outro lado, e também como já expressado:

[...] a proposição da teoria econômica dos problemas de agência os identifica sempre que o bem-estar de uma pessoa, assim designada principal, dependa da conduta de outra, denominada agente. Isso porque, decorre dessa relação, a possibilidade de o agente se comportar segundo seus próprios e exclusivos interesses, em detrimento dos interesses do principal (NORONHA NETO, 2013, p. 59).

Do confronto do conceito de conflito de interesses previsto na LSA e os *problemas de agência*, pode-se concluir que o conflito de interesses, no âmbito societário, é um problema de agência.

Isso porque, nas relações jurídicas em que uma pessoa represente os interesses de outrem, sempre que houver o risco da prevalência de um interesse particular do representante em detrimento do interesse do representado, estar-se-á diante de um conflito de interesses, genericamente considerado, ou problema de agência.

Em seguida, serão apresentados alguns exemplos de conflitos de interesses fundados em relações diversas que a societária.

Quando estabelece regras gerais para a representação, aplicáveis enquanto gênero em relação às suas espécies – mandato, tutela e curatela, por exemplo –, o Capítulo II, do Livro III, da Parte Geral do Código Civil dedica dois artigos para tratar do conflito de interesses havido entre o representante e o representado.

¹⁶⁸ Nesse sentido, registra-se a pesquisa de Rego (2009, p. 421-422), segundo o qual: “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. [...], 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 díspares, 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. (REGO, 2009, p. 422). Nesse mesmo sentido, ver Campos (2009, p. 1156) que, embora faça uma análise do conflito de interesses entre administradores e a companhia, conceitua o tema e afirma a necessidade de o interesse de uma parte excluir o de outra. E ainda, Comparato (1982a, p. 145) *apud* Campos (2009, p. 1.157): “o conflito de interesses profligado pelo direito societário (...) ocorre quando o interesse pessoal do acionista ou do administrador choca-se com o interesse comum de um resultado lucrativo na exploração empresarial””.

Veja-se o que dispõem os arts. 117 e 119 do mesmo diploma:

Art. 117. Salvo se o permitir a lei ou o representado, é anulável o negócio jurídico que o representante, no seu interesse ou por conta de outrem, celebrar consigo mesmo.

Parágrafo único. Para esse efeito, tem-se como celebrado pelo representante o negócio realizado por aquele em quem os poderes houverem sido subestabelecidos.

[...]

Art. 119. É anulável o negócio concluído pelo representante em conflito de interesses com o representado, se tal fato era ou devia ser do conhecimento de quem com aquele tratou.

Parágrafo único. É de cento e oitenta dias, a contar da conclusão do negócio ou da cessação da incapacidade, o prazo de decadência para pleitear-se a anulação prevista neste artigo. (BRASIL, 2002)

Revedo o *caput* dos referidos dispositivos, o Código Civil prevê a anulação do negócio jurídico viciado de conflito de interesses, sendo, de todo evidente, a existência de conflito de interesses.

Solução diversa empregou o legislador ao tratar do mandato, quando outorga ao mandante o direito de ação de entrega da coisa comprada, compra esta que deveria ter sido para e no interesse do mandante (art. 671 do Código Civil¹⁶⁹).

Na tutela e curatela,¹⁷⁰ o negócio jurídico entabulado em conflito de interesses é nulo, nas hipóteses do art. 1.749 do Código Civil, *in verbis*:

Art. 1.749. Ainda com a autorização judicial, não pode o tutor, sob pena de nulidade:
I - adquirir por si, ou por interposta pessoa, mediante contrato particular, bens móveis ou imóveis pertencentes ao menor;
II - dispor dos bens do menor a título gratuito;
III - constituir-se cessionário de crédito ou de direito, contra o menor. (BRASIL, 2002)

De fato, há uma identidade entre os problemas de agência e os conflitos de interesses. Retomando a explicação do problema de agência e aplicando-se às modalidades de representação, tem-se que o *bem-estar* dos *principais*, nessas hipóteses dos representados, tutelados e curatelados, depende da conduta do *agente*, nesse caso dos representantes, tutores e curadores, de não se comportar segundo seus próprios e exclusivos interesses, mas em favor dos interesses dos *principais*.

¹⁶⁹ “Art. 671. Se o mandatário, tendo fundos ou crédito do mandante, comprar, em nome próprio, algo que devera comprar para o mandante, por ter sido expressamente designado no mandato, terá este ação para obrigá-lo à entrega da coisa comprada” (BRASIL, 2002).

¹⁷⁰ “Art. 1.781. As regras a respeito do exercício da tutela aplicam-se ao da curatela, com a restrição do art. 1.772 e as desta Seção” (BRASIL, 2002).

Acerca da identidade dos conceitos de conflito de interesses e problemas de agência e retomando o contexto do *contrato societário*, vejam-se as palavras de Silva (2012, p. 20), segundo o qual:

Os economistas cunharam um jargão, problemas de agência, para se referirem a esses conflitos de interesses. O problema de agência ocorre quando uma parte, denominada principal, depende da ação a ser tomada por uma outra parte, denominada agente; contudo, a motivação para atuação do agente deve estar alinhada aos interesses do principal e não simplesmente ao seu próprio interesse. A dificuldade central ocorre devido ao fato de o agente ser em regra geral melhores informações que o principal no que tange a fatos importantes. Por essa razão, não pode o principal afirmar que a atuação do agente foi precisamente a prometida, o que pode fazer com que a atuação ao agente seja oportunista.

Contudo, dado que a proposta de abordagem dos conflitos havidos no sistema jurídico societário, sob a ótica dos problemas de agência, é abrangente¹⁷¹, cogita-se a hipótese de existência de conflito de interesses entre acionistas minoritários, quando um deles é titular de capital majoritário, dentro do colégio eleitoral formado pelas votações em separado.

4.4 Conflitos em espécie – art. 115 da LSA

Tomando-se ainda emprestada a análise dos problemas de agência ou, em sua acepção mais ampla, o conflito de interesses, seja entre maioria e minoria, administradores e acionistas, companhia e credores ou trabalhadores, entre outras hipóteses, e não obstante as diversas estratégias legais adotadas pelo legislador pátrio, assim como os estrangeiros, a LSA estabeleceu uma regra para coibir o exercício do direito de voto em *conflito de interesses* – o art. 115 da LSA.

Dada a relevância e complexidade de conceitos que encerra, considera-se imprescindível sua transcrição, para um exame mais aprofundado, *in verbis*:

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

§ 1º o acionista não poderá votar nas deliberações da 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

¹⁷¹ Revendo Armour; Hansmann e Kraakman (2009, p. 35, tradução livre): “Viewed in these broad terms, agency problems arise in a broad range of contexts that go well beyond those that would formally be classified as agency relationships by lawyers”.

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)

De uma primeira leitura do referido dispositivo, extrai-se, inicialmente, o dever geral de exercer o direito de voto no interesse da companhia. A seguir, conceitua o voto abusivo, ainda no *caput* e no § 1º estabelece hipóteses de proibição do exercício do voto: (i) deliberação sobre o laudo de avaliação do bem com que concorrer o acionista para o capital social e sobre as suas contas; (ii) benefício particular; e (iii) interesse conflitante com o da companhia.

Na exposição justificativa que acompanhou o projeto de lei, que se tornou a atual LSA, observou-se o seguinte, *in verbis*:

O artigo 115 cuida dos problemas do abuso do direito de voto e do conflito de interesses entre o acionista e a companhia. Trata-se de matéria delicada em que a lei deverá deter-se em alguns padrões necessariamente genéricos, deixando à prática e à jurisprudência margem para a defesa do minoritário sem inibir o legítimo exercício do poder de maioria, no interesse da companhia e da empresa.

O § 2º do artigo admite que os subscritores que concorrem com bem para a formação do capital aprovelem o laudo de avaliação, se todos são condôminos do bem, mantendo sua responsabilidade quanto à realidade da avaliação; a norma é tanto mais justificável quanto mais freqüente será a hipótese, dada a redução do número mínimo de sócios para a constituição da companhia.

O § 3º pune o abuso da minoria, menos freqüente mas verificável, sobretudo por parte de acionistas que, com interesses diversos dos da companhia, se encontram em situações pendulares nas assembleias gerais, em caso de luta de grupos societários. (MINISTÉRIO DA FAZENDA, 1976, p. 14-15).

Note-se que, embora o legislador tenha empregado expressões distintas como abuso do direito de voto, benefício particular e *conflito de interesses entre o acionista e a companhia* (cf. primeira parte do trecho citado acima), tais situações revelam, na essência e genericamente, um problema de agência ou um conflito de interesses tomado em sua acepção mais ampla. Como será confirmado a seguir, em todos esses casos, os interesses da companhia ou dos demais sócios serão sacrificados em função de um interesse próprio do

acionista ou de terceiro, cuja conduta o legislador pretende coibir. E, de acordo com Pedreira e Lamy Filho (1996, v. II, p. 233):

[...] as lições de direito comparado mostram que pouco importa a nomenclatura que se dá às diversas figuras jurídicas que têm por objeto sancionar os excessos do princípio majoritário e tomar possível a existência jurídica de uma minoria. O importante, ressalvam, é que buscam os mesmos efeitos, a mesma finalidade.

Contudo, para essas figuras jurídicas, a LSA estabeleceu consequências distintas entre a nulidade e a anulabilidade,¹⁷² sem prejuízo da ação de responsabilidade civil, quando aplicável¹⁷³, como se verá nos itens seguintes.

4.4.1 Abuso do exercício do direito de voto

Segundo o *caput* do art. 115 da LSA:

[...] 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. (BRASIL, 1976).

De todo evidente que as hipóteses ventiladas no *caput* do citado dispositivo remetem ao conflito de interesses, segundo o qual prevalecerá o interesse pessoal do sócio, em detrimento do da companhia, acrescido da intenção dolosa de causar prejuízo à companhia ou aos demais sócios ou obter vantagem, de onde poderá advir ou não prejuízo para a companhia ou para os demais acionistas.¹⁷⁴ Portanto, o abuso do exercício do direito de voto é espécie de conflito de interesses que exige o dolo direto ou eventual, independentemente da verificação de prejuízo.¹⁷⁵

¹⁷² Como ensina Pontes de Miranda (1965, Tomo L, p. 313) *apud* Rego (2009, p. 414), “[...] o voto é ato jurídico stricto sensu ou negócio jurídico. Está, portanto, sujeito às mesmas sanções de nulidade e anulabilidade dos mesmos”.

¹⁷³ Cf. §§ 3º e 4º do art. 115, já citado.

¹⁷⁴ França confirma ser o abuso de direito de voto conflito de interesses, *in verbis*: “Em todos os casos, pois, em que houver ‘desvio de finalidade’ de fato, ou seja, quando o acionista votar de modo contrário ao interesse da companhia, que não é senão, como se viu, o interesse comum dos sócios *úti socii*’, aliado ao prejuízo atual ou potencial para aquela ou para outros acionistas, dá-se o abuso de direito (ou, se preferir, do poder) de voto” (FRANÇA, 1993, p. 83-84).

¹⁷⁵ Nas palavras de Comparato, o elemento volitivo é assim analisado: “No tocante ao elemento subjetivo do voto abusivo, observa-se uma diferença no regime legal, conforme o voto seja ‘exercido com o fim de causar dano à companhia ou a outros acionistas’. Na primeira hipótese, encontramos uma situação em tudo análoga ao abuso de propriedade, em que prevalece, sobre o desejo de aferir vantagens pessoais, o intento de prejudicar terceiros. Já na segunda hipótese, o acento intencional é posto sobre a realização de um benefício pessoal – do votante ou de outrem -, com a consciência, no entanto, de que haverá dano para o patrimônio social e o

Destaca Rego (2009, p. 417-418) que o voto com a intenção de causar dano à companhia ou aos acionistas^{176 177} configura a forma mais antiga de abuso de direito, em que a única finalidade do agente é causar prejuízo a terceiro. O mesmo autor, citando doutrina estrangeira, exemplifica a hipótese de um proprietário de terreno vizinho a outro onde se localiza um hangar de balões dirigíveis, que constrói torres pontiagudas com o intuito de inibir a atividade exercida no terreno adjacente ou causar-lhe dano.

Quando houver prevalência da intenção de obter vantagem, o dispositivo sob exame abarca tanto a situação em que esta possa ser revertida para o próprio acionista, ou quanto a terceiros.¹⁷⁸

Configurada a natureza do voto como negócio jurídico, como apontado acima, a consequente sanção¹⁷⁹ para seu exercício com dolo – voto abusivo – é sua anulação, conforme determina o art. 145 do Código Civil,^{180 181} bem como para a deliberação por ele viciada, nos

patrimônio individual dos sócios. Esse prejuízo, portanto, não constitui a finalidade do voto, embora o votante assumo o risco de produzi-lo. Em direito penal, dir-se-ia que há, no caso, dolo eventual, e não dolo direto.” (COMPARATO, 1995, p. 90-91).

¹⁷⁶ Segundo Rego (2009, p. 418), *in verbis*: “O voto com o intuito de causar dano a outros acionistas é, igualmente, exemplo de exercício do direito ad aemulationem, descrito acima [aquele com intenção de causar danos à companhia]. O objetivo de prejudicar os demais acionistas se sobrepõe a qualquer outro”.

¹⁷⁷ Comparato (1995, p. 90) entende, no entanto, que essa alternativa de sujeitos quanto ao dano resultante do voto abusivo é falsa. Segundo ele, que cita doutrina italiana, o único interesse protegido pela norma legal é o interesse comum. O verdadeiro lesado com o voto abusivo é o patrimônio social e somente por via de consequência é que pode ser afetado o patrimônio individual dos demais sócios. Não seria, portanto, regra de proteção à minoria, mas do próprio patrimônio social.

¹⁷⁸ Nesse sentido, observa Rego (2009, p. 418), *in verbis*: “O voto abusivo, neste caso, inclui três aspectos principais: a finalidade de obter vantagem indevida, que a LSA admite possa ter como beneficiário não apenas o acionista, mas também terceiro; o consequente prejuízo ou, ao menos, a possibilidade de gerar prejuízo; e o fato de que o prejuízo (ou o risco de prejuízo) pode ser causado à companhia ou a outro acionista. O voto com o fim de obter vantagem indevida constitui, ao mesmo tempo, distorção dolosa da finalidade do voto e conduta direcionada à obtenção de favorecimento individual, em detrimento dos demais membros da sociedade e da própria sociedade”.

¹⁷⁹ Confirma esse raciocínio França (1993, p. 99-100), *in verbis*: “A sanção estabelecida pela lei, portanto, é a anulação da deliberação tomada em decorrência do voto abusivo ou conflitante, além da reparação dos prejuízos causados e da transferência das vantagens auferidas para a companhia. Se o voto não prevalecer na deliberação, então sim, até por uma questão de lógica, a sanção consistirá apenas na reparação dos prejuízos causados”.

¹⁸⁰ “Art. 145. São os negócios jurídicos anuláveis por dolo, quando este for a sua causa”. (BRASIL, 2002)

¹⁸¹ França, Comparato e Pedreira e Lamy Filho *quod* Rego (2009, p. 419-420), confirmam essa conclusão: “Nada obstante, esta não é a única sanção a que está sujeito o voto abusivo. Como voto em interesse extra-social, o voto abusivo está também sujeito a anulação, assim a deliberação aprovada por maioria constituída com este voto. O fundamento para a anulação do voto abusivo é o mesmo que para a anulação do voto em conflito de interesses: o § 4º do artigo 115, como bem anota NOVAES FRANÇA (1993, p. 99). E a ação para anular a deliberação é também aquela prevista no artigo 286 da LSA. COMPARATO (ob. cit., p. 91) ensina que se o voto abusivo for determinante para formação da deliberação social, esta é anulável independentemente da pretensão condenatória em perdas e danos que possa ser ajuizada. Mesma opinião tem CAMPOS BATALHA (ob. cit., p. 559-560); NOVAES FRANÇA (1999, p. 117). JOSÉ LUIZ BULHÕES PEDREIRA e ALFREDO LAMY FILHO (ob. cit., p. 241) afirmam que seria improcedente se concluir, a contrario sensu, da simples leitura do § 4º do artigo 115, que a ausência de previsão expressa no § 3º tornaria a reparação por perdas e danos a única sanção para o voto abusivo”.

termos do art. 286, da LSA.¹⁸²

Sem prejuízo da possibilidade de anulação do voto proferido com abuso de direito, estará ainda o acionista obrigado a ressarcir os prejuízos que seu ato der causa, nos termos dos arts. 115, § 3º, e 287, inc. II, alínea ‘b’, da LSA. Veja-se que a sistemática adotada pela LSA é a mesma do Código Civil. Ou seja, o ato anulável por abuso de direito também enseja o dever de indenizar, conforme determinam os arts. 187 e 927.

Por fim, de acordo com o art. 115, § 3º, prevalecendo ou não o voto abusivo no cômputo de votos da deliberação, ainda assim estará assegurado o dever de indenização. É o que denomina Comparato de abuso da minoria.¹⁸³ Como exemplo de voto minoritário vencido que causa prejuízos à sociedade, Borba cita o acionista que vota pela confissão de falência da sociedade.¹⁸⁴

4.4.2 Hipóteses de proibição do exercício do direito de voto

A primeira parte do § 1º do art. 115 enumera duas hipóteses de proibição do exercício do direito de voto: (i) aquele exercido na deliberação do laudo de avaliação do bem prometido pelo próprio acionista em realização ao capital social; e (ii) na deliberação sobre as contas da administração do próprio acionista.

São duas hipóteses claras de conflito de interesses, porquanto, de um lado, tem-se o interesse da companhia e de outro o do acionista em receber o maior número de ações possível pelo maior valor de avaliação do bem,¹⁸⁵ ou de aprovar as suas próprias contas em prejuízo da companhia ou dos demais acionistas¹⁸⁶.

¹⁸² “Art. 286. A ação para anular as deliberações tomadas em assembléia-geral ou especial, irregularmente convocada ou instalada, violadoras da lei ou do estatuto, ou eivadas de erro, dolo, fraude ou simulação, prescreve em 2 (dois) anos, contados da deliberação.” (BRASIL, 1976)

¹⁸³ Segundo Comparato (2005, p. 388), o § 3º do art. 115: “Prevê, ademais, a ocorrência de abuso da minoria, no exercício de voto (§ 3o)”.

¹⁸⁴ Borba (2008, p. 342-343) entende que o voto vencido pode não ser necessariamente inofensivo, uma vez que tem repercussões fora da esfera social, e cita como exemplo o voto de minoritário de má-fé para aprovar a confissão de falência da sociedade. Para o mencionado autor, *in verbis*: “Verifica-se, todavia, que o voto vencido nem sempre será inteiramente inofensivo. A repercussão que venha a ter poderá, em certas circunstâncias, afetar o conceito da compenhia, abalando a sua posição no mercado, com consequentes prejuízos. O acionista, por exemplo, que, de má fé, votar favoravelmente à confissão de falência da sociedade, sem que haja motivos para tanto, mesmo que seu voto não seja vencedor, terá colocado a empresa sob suspeição, trazendo-lhe consequências manifestamente danosas”. No mesmo sentido, Tavares Guerreiro (1986, p. 108), que cita como exemplo a recusa imotivada do minoritário em aprovar as demonstrações financeiras, que pode prejudicar o crédito da companhia.

¹⁸⁵ Sobre o objetivo da regra de proibição do voto na deliberação sobre o laudo de avaliação, Rego explicita (2009, p. 411): “A proibição do voto do acionista na deliberação relativa ao laudo de avaliação dos bens que contribuir para o capital (art. 115, § 1º) tem como objetivo precípua assegurar a realidade do capital social, garantindo a correta avaliação dos bens utilizados para integralização de ações da companhia e impedindo que acionista utilize seu direito de voto para aprovar laudo de avaliação prejudicial à companhia. Trata-se de

Em ambas as hipóteses, considera-se haver uma proibição sumária do exercício do direito de voto, uma vez que é bastante evidente que os interesses em jogo são absolutamente antagônicos e excludentes, sendo certo que não há qualquer garantia de que o acionista não privilegiará o interesse egoísta. Por essa razão, essas hipóteses são de *proibição* de votar.¹⁸⁷

O voto eventualmente proferido nessas duas situações é nulo, porquanto a lei proíbe expressamente a sua prática, nos termos do art. 166, inc. VII, do Código Civil,¹⁸⁸ sendo anulável a sua deliberação, conforme determina o § 4º do art. 115 da LSA.

4.4.3 *Benefício particular*

Benefício particular é a expressão utilizada pela doutrina para identificar a terceira hipótese constante do § 1º do art. 115 da LSA, qual seja: “o acionista não poderá votar nas deliberações da assembléia-geral relativas [...], nem em quaisquer outras que puderem beneficiá-lo de modo particular, [...]” (BRASIL, 1976).

Não se confunde com as vantagens auferidas por meio do voto evadido de abuso de direito, porque o *benefício particular* distingue-se exatamente pela licitude.¹⁸⁹ Enquanto a vantagem advinda do abuso pressupõe um ato ilícito, o benefício particular decorre de um benefício lícito, obtido por meio de deliberação majoritária, como, por exemplo, as partes beneficiárias emitidas em favor dos acionistas fundadores.

situação de conflito de interesses formal do acionista com a companhia. Nesses casos, conforme será discutido abaixo, independentemente da intenção ou do conteúdo do voto do acionista, a deliberação caracteriza conflito determinado a priori, vedando o exercício do direito de voto”.

¹⁸⁶ O mesmo Rego (2009, p. 412) *apud* Eizirik esclarece a impossibilidade de o acionista votar nas próprias contas: A razão para tal vedação da lei é derivada do preceito ético-jurídico de que a ninguém é lícito julgar em causa própria. É a aplicação do princípio *nemo iudex in causa propria*, como ensina ERZRIK (1998, p. 108). 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. (REGO, 2009, p. 412).

¹⁸⁷ Confirma essa conclusão França, segundo o qual: “Antes de mais nada, soa perfeitamente claro que as duas primeiras hipóteses nele reguladas, são hipóteses de ‘divieto di voto’. Nas deliberações relativas ao laudo de avaliação dos bens que conferiu ao capital social e à aprovação das suas contas como administrador, o acionista está proibido de votar, ressalvada, para a primeira hipótese, o disposto no §2º do art. 115 e, para a segunda, nas companhias fechadas, o disposto no §6º do art. 134. A essas regras se reportam, outrossim, os arts. 8º, §5º, e 134, §1º, da Lei 6.404” (FRANÇA, 1993, p. 87).

¹⁸⁸ Nesse sentido, ver Rego (2009, p. 414).

¹⁸⁹ Nesse sentido, ver França, segundo o qual: “Nesse passo porém o legislador não teve em mente os benefícios ou vantagens indevidos, de caráter extra-social, de que cuida o parágrafo 243, inciso 2, da Lei Acionária Alemã, mas benefícios perfeitamente lícitos, que a lei permite sejam atribuídos aos acionistas.” (FRANÇA, 1993, p. 97).

A doutrina exprime a essência do *benefício particular* pela quebra do princípio da igualdade entre os acionistas. Ao estudar o Direito alemão, Comparato afirma o seguinte, *in verbis*:

No tocante aos benefícios ou vantagens indevidos, que resultam da deliberação impugnada, ou que tendem a derivar do voto abusivo, ainda que não vitorioso, a doutrina alemã apresenta uma precisão digna de nota. O § 243 da lei acionária germânica de 1965 usa da expressão "vantagens especiais ou particulares" (*besondere Vorteile*). Em seus abalizados comentários à *Aktiengesetz*, Godin e Wilhelmi esclarecem que se trata de vantagens que não são normalmente atribuídas a todos quantos se encontram na mesma situação jurídica perante a companhia; ou seja, uma violação do princípio de igualdade relativa que consubstancia a justiça distributiva, como assinalamos. Assim é que o acionista controlador pode auferir, como resultado da deliberação impugnada, benefícios econômicos diversos da simples distribuição de dividendos ou bonificações em dinheiro. Ora, embora seja controlador, ele não deixa de ser acionista, não podendo portanto pretender, nessa qualidade, vantagens diversas das que competem, por lei, aos demais acionistas. (COMPARATO, 1995, p. 90).¹⁹⁰

Distinguindo-se do abuso de direito, pois, pelo fato de o *benefício particular* implicar *vantagem lícita*, nem por isso deixa de configurar um problema de agência ou conflito de interesses *lato sensu*. Isso porque, similarmente ao que ocorre nas outras hipóteses, não há como garantir que o acionista *beneficiado* vote com isenção e em benefício dos demais sócios.

4.4.4 Conflito de interesses *stricto sensu* ou simplesmente interesse conflitante

Da análise pormenorizada das hipóteses do § 1º do art. 115 da LSA, verifica-se como última a que veda o exercício do voto quando o acionista “[...] tiver interesse conflitante com o da companhia”.

Considera-se que tal hipótese remete ao conceito geral de conflito de interesses, mas, enquanto espécie, versa sobre circunstância em que não estarão presentes elementos ou requisitos particulares que caracterizariam o abuso de direito (ato ilícito, dano presente ou potencial), as situações objetivas de proibição do exercício do voto na deliberação sobre o

¹⁹⁰ Nesse sentido, ver também Rego (2009, p. 413): “Ao contrário das demais hipóteses de nulidade objetiva do voto (nº 2 e 3 deste § 1º), esta, na prática, é a mais difícil de ser verificada no momento da deliberação. É, por vezes, confundida doutrinariamente com o conflito de interesses ou com o abuso, mas a distinção, a nosso ver, está justamente na sua característica principal: vantagem que beneficia o acionista de modo particular, que quebra a unidade e o princípio de igualdade entre os acionistas- não é requisito o interesse conflitante ou o exercício abusivo porque a lei não pressupõe vantagem ilícita. O próprio VALVERDE dá como exemplo de tais vantagens a bonificação de ações, o direito de preferência ou o direito estatutário de receber pensão ou aposentadoria, que são vantagens perfeitamente lícitas, mas que podem ter o condão de quebrar o princípio da igualdade de tratamento dos acionistas. GUIMARÃES (1960, v. 2, p. 136) também comenta o dispositivo, afirmando que é lícito à Assembléia Geral atribuir vantagens a determinados acionistas, por vários motivos. Mas, segundo ele, "por mais justos que sejam os fundamentos da exceção aberta em seu favor", o acionista está impedido de concorrer com seu voto”.

laudo de avaliação de bem com que concorrer o próprio acionista para o capital social e a que julgar as suas próprias contas e, finalmente, o benefício particular (conflito com o interesse dos demais sócios e não da companhia).

Nas palavras de Carvalhosa (2013, p. 384), *in verbis*:

Aí o termo tipificador: ‘interesse conflitante’, que se destaca inteiramente do uso generalizado da expressão ‘conflito de interesses’, que consta apenas no preâmbulo do presente artigo.

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.

Rego (2009, p. 421) afirma ocorrer o interesse conflitante “quando o interesse particular do sócio e o interesse social, este entendido como o interesse comum dos sócios, estão em situação contraposta ou antagônica”.

4.5 Das correntes interpretativas da LSA em matéria de conflito de interesses

Revisadas as situações que configuram as hipóteses de conflitos de interesses, considerou-se pertinente dedicar uma seção para estudar as correntes de interpretação do art. 115 da LSA.

Como será demonstrado a seguir, instalou-se na doutrina e nas decisões da CVM amplo debate sobre o momento de incidência da regra de *proibição do voto proferido em conflito de interesses*, positivada por meio do referido artigo e seus parágrafos.

Apenas para introduzir a abordagem da polêmica, há de um lado os que afirmam que a dicção do § 1º do art. 115 não admite outra interpretação que não a que proíbe o acionista de exercer o direito de voto nas deliberações em que tiver interesse conflitante com o da companhia. Nesse caso, estariam autorizados tanto o presidente da mesa, quanto o órgão fiscalizador – a CVM – a sinalizarem ao acionista seu impedimento, deixando-se de computar o voto. De outro lado, há os que preferem temperar a rigidez de uma interpretação literal para, invocando uma exegese conjunta entre os §§ 1º e 4º, dizerem que, se o § 4º prevê a anulabilidade da deliberação viciada por conflito de interesses, implica a possibilidade de o voto ser proferido, embora sua legalidade possa ser objeto de análise *a posteriori*.

Às duas correntes denominou-se, respectivamente, *formalista e materialista*.

4.5.1 Teoria formalista

Segundo aqueles que adotam a *teoria formalista*, cujos principais expositores serão vistos na seção 4.5.3, o acionista está proibido de votar nas assembleias em que tiver interesse conflitante com o da companhia. A regra de impedimento incidiria, pois, *a priori*, ou seja, antes de proferido o voto, e sem que haja, portanto, necessidade de examinar seu conteúdo. Sob esse ponto de vista, o conflito seria formal, porquanto há risco de o acionista preferir algum interesse diverso do interesse social ou dos demais acionistas, ao exercer o voto.

Não há dissenso quanto ao impedimento de voto, nas hipóteses em que o conflito se dá na espécie em que o acionista vota sobre o laudo de avaliação de bens com que conferiu ao capital social ou sobre as contas de sua própria administração.¹⁹¹

Como observa França (2014, p. 92), *in verbis*:

Nos casos enfocados, pois, a violação do *divieto* acarreta, *ipso facto*, a nulidade do voto e a consequente anulabilidade da deliberação, se o voto for determinante para a formação da maioria. Aqui, pois, o legislador estabeleceu, com base em precisas circunstâncias formais, à semelhança do que ocorre no direito alemão e no italiano, um controle *ex ante* de legitimidade do voto, sendo de todo dispensável perquirir acerca da ocorrência de prejuízo para a companhia ou para outros acionistas, de vez que o perigo de dano, como acentua Galgano, acha-se *in re ipsa*.

Está ainda *razoavelmente* pacificado que a hipótese de benefício particular também encerra uma hipótese de impedimento prévio de voto,¹⁹² porquanto, no momento da

¹⁹¹ É o que afirma Silva (2012, p. 24), *in verbis*: “A análise do conflito de interesses é *ex ante factum* nas hipóteses de proibição expressa na LSA do exercício do direito de voto: (i) do acionista nas deliberações relativas ao laudo de avaliação de bens com que este concorrer para a formação do capital social; e (ii) do acionista nas deliberações relativas à aprovação de suas contas como administrador. O entendimento da doutrina não é vacilante no que tange a essas hipóteses taxativas de proibição do direito de voto”. No mesmo sentido, Rego (2009, p. 410-411).

¹⁹² O Parecer de Orientação 34, da CVM, ao tratar do *impedimento de voto em casos de benefício particular* afirma: “é razoavelmente pacífico que a hipótese de benefício particular é diferente da hipótese de conflito de interesses, no texto do art. 115, § 1º, da Lei 6.404/76. Também é razoavelmente pacífico que em caso de benefício particular o acionista está previamente impedido de votar. Mas é normalmente difícil distinguir as hipóteses de benefício particular das hipóteses de conflito de interesses” (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2006, p. 1). Em conclusão, o parecer de orientação proíbe o exercício do direito de voto para a sociedade *holding* e para os seus acionistas que detenham participação direta na companhia, em operações de incorporação, direta ou reversa, e incorporação de ações, quando forem atribuídos diferentes valores para as demais ações. Estarão proibidos de votar também os demais acionistas aos quais foi atribuído maior valor, se não tiverem sido estabelecidos critérios objetivos de valoração, como fluxo descontado de dividendos futuros ou diferenças de cotação a mercado. A mesma desproporção poderá ocorrer nas hipóteses em que o número de ações da sociedade *holding* for proporcionalmente maior que as de emissão da controlada, quando o único ou principal ativo da controladora é a própria controlada e, mantido o mesmo número de ações na operação de substituição. Nesse caso, também a sociedade *holding* estará proibida de votar. Confirmam o fato de o benefício particular ser verificável *a priori* Novaes França (1993, p. 87/91), segundo o qual “Pode-se concluir, assim, que, na hipótese de deliberação que beneficie o acionista de modo particular, está-se também, tal como nas duas primeiras hipóteses previstas no § 1º do art. 115, diante de um caso de *divieto di voto*, sendo nulo o

deliberação, há risco de o acionista auferir benefício lícito, particular, em detrimento dos interesses dos demais acionistas, com a consequente quebra da isonomia que deve imperar entre todos eles.

Portanto, segundo a teoria formalista, se o acionista em assembleia tiver interesse extrassocial antagônico com o interesse comum dos sócios, estará impedido de votar, *a priori*.

4.5.2 Teoria materialista ou substancial

Em oposição à teoria formalista, os materialistas, cujos principais expositores serão vistos na seção 4.5.3 defendem a ideia de que somente é possível verificar a ocorrência do sacrifício do interesse comum dos sócios após a deliberação, quando a situação será submetida a um exame do conteúdo do voto proferido.

Quanto ao abuso do exercício do direito de voto, a própria dicção do *caput* do art. 115 já exprime a ideia de que a manifestação do voto é pressuposto para a sua configuração, ao empregar a expressão *voto exercido*. Portanto, a verificação da abusividade somente pode ser verificada *a posteriori*, ou seja, após a manifestação de voto do acionista. Nesse sentido, no julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM TA-RJ2002/1153, a Relatora Norma Parente, ao estudar a denotação da palavra *abuso*, não deixa dúvidas sobre tal conclusão, *in verbis*:

[...] 2. Da acepção da palavra abuso (do latim *abusu*) tem-se a exata noção do sentido da expressão voto abusivo. Isto porque esse vocábulo significa mau uso, uso errado, excessivo ou injusto. Ora, é evidente que para alguém abusar de alguma coisa é necessário que, ao menos, tenha tentado exercer algum poder sobre esta.

3. Posto o antecedente lógico, fica fácil visualizar que o voto abusivo somente pode ser detectado *ex post*, ou seja, após a sua emissão, confrontando-se o seu desiderato com os fins legais.

4. Assim, para que o voto seja considerado abusivo, segundo os termos da lei (art. 115 da Lei n.º 6.404/76), o fim pretendido deve ser o 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. Todas as espécies de voto abusivo se resumem nas máximas, admitidas em direito, *neminem laedere* e *suum cuique tribuere* que vedam as formas de enriquecimento sem causa e/ou com prejuízo de terceiros.

voto proferido em desrespeito à proibição, independentemente de qualquer indagação acerca do conteúdo da deliberação ou de eventual prejuízo potencial ou atual, à companhia”. Modesto Carvalhosa (2013, p. 385), para quem, *in verbis*: “Conclui-se, portanto, quanto ao §1º do presente artigo [115], que ali se contém os quatro tipos de matérias que impedem o voto do acionista interessado e, sem consequência, ensejam a sua nulidade de pleno direito, quando exercido. [...] Em face da natureza eminentemente formal de infringência a dispositivo legal, não se confunde o voto impedido com o abuso do direito de voto estabelecido no *caput* do artigo para todos os acionistas, indiscriminadamente”.

5. Para caracterizar o abuso mister é analisar, de maneira detida, o teor e as implicações do voto. Com base no princípio da boa-fé, presume-se que o acionista, ao exercer o seu poder, age em favor dos interesses sociais, fazendo com que o ônus da prova recaia sobre os que entendem ser a sua conduta abusiva. Neste caso há, necessariamente, uma avaliação substancial do voto "a posteriori". (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2002, p. 5).¹⁹³

Portanto, considera-se que no caso de voto abusivo o conflito de interesses somente pode ser verificado após o seu exercício, quando será apurada a intenção de o acionista causar prejuízos ou obter vantagens ilícitas, assim como dano em si, presente ou potencial.

4.5.3 Das divergências sobre a apuração do voto proferido na hipótese de interesse conflitante

Se para os conflitos de interesses especificados pelas situações de deliberação do laudo de avaliação do bem que o próprio acionista votante confere para o capital social ou das suas contas enquanto administrador, de benefício particular (essas, consideradas hipóteses de conflito formal), ou na espécie de abuso de direito (conflito material) não há significativo dissenso quanto ao momento de verificação do conflito, se *a priori* ou *a posteriori*, o mesmo não ocorre para a hipótese do acionista *que tiver interesse conflitante com o da companhia* (parte final do § 1º do art. 115 da LSA).

Para representar aqueles que defendem ser o *interesse conflitante* verificável *ex ante*, citem-se Carvalhosa¹⁹⁴ e Comparato¹⁹⁵, para quem o art. 115, § 1º, estabelece hipóteses de

¹⁹³ No mesmo sentido Silva (2012, p. 24-26), segundo o qual: “Observa-se que o §3º do art. 115 da Lei de Sociedades por Ações determina que *o acionista responde pelos danos causados pelo exercício abusivo do direito de voto, ainda que seu voto não haja prevalecido*. Assim, não resta dúvida, da análise de tal parágrafo, de que o voto abusivo somente pode ser averiguado posteriormente. Portanto, as hipóteses aqui tratadas até o momento tratam de conflito de interesse que somente serão analisadas após o fato”. Ver também Carvalhosa (2013, p. 386-387), segundo o qual, ao tratar do exercício abusivo do direito de voto: “Constitui, assim, o abuso de direito um ato ilícito que se dá no exercício de prerrogativa constituída por lei ou por contrato, sendo, portanto, ao mesmo tempo, ato autorizado, porém praticado ilegitimamente pelo seu titular. Usa-se um direito legal ou contratualmente instituído a seu favor para a prática de uma ilicitude que acarreta dano a outrem. Trata-se da instrumentalização de um direito subjetivo constituído não para exercê-lo regularmente, mas para beneficiar sem causa o seu titular e, sem consequência, prejudicar alguém”.

¹⁹⁴ “Não existe a propalada diferença entre o chamado conflito formal *versus* conflito fundamental. Essa falta questão tem sido invocada para derogar a proibição de voto no caso de interesse conflitante, que é a quarta tipificação do §1º. A norma ora estudada, quando restringe o exercício do voto do acionista interessado, nessa quarta tipificação do §1º, define-a como ‘interesse conflitante’ para, assim, configurar a impossibilidade jurídica de uma parte formar a vontade de outra. Desse modo, a restrição legal do voto do acionista interessado tem como fundamento o interesse conflitante, encontrável em qualquer relação contratual de natureza unilateral ou bilateral, sendo, portanto, de caráter formal e apriorístico. Posto isso, não existe essa dialética sofisticadamente criada, sem nenhuma base normativa, entre o chamado ‘conflito formal’ *versus* ‘conflito fundamental’, a não ser que se traduza essa figura artificialmente criada – ‘conflito substancial’ - como sinônimo de conduta ilícita de que fala o art. 186 do Código Civil.” (CARVALHOSA, 2013, p. 398).

¹⁹⁵ “A lei brasileira, como a italiana, proíbe seja dado em assembléia geral um voto conflitante com o interesse da companhia. Indaga-se, portanto, se a mesa diretora dos trabalhos da assembléia estaria autorizada a não

impedimento, sem qualquer exceção. Referidos autores fundamentam suas respectivas posições no fato da inexistência de norma jurídica a indicar a necessidade de verificação do conflito *a posteriori*, ainda que o conflito de interesses não transpareça preliminarmente.

De outro lado, França¹⁹⁶, Rego¹⁹⁷, Campos¹⁹⁸, Pedreira e Lamy Filho¹⁹⁹ reúnem algumas das vozes que defendem a necessidade de um exame *a posteriori* do exercício do voto conflitante. Para eles, o *interesse conflitante* é substancial porque: (i) a proibição cautelar

computar esse voto na deliberação. Parece evidente que sim, quando se trata de uma das situações de conflito aberto de interesses, relacionadas no § 1º do art. 115: deliberações relativas ao laudo de avaliação dos bens com que o votante concorrer para a formação do capital, aprovação de contas do votante como administrador ou concessão de vantagens pessoais. Trata-se, afinal, de mera aplicação do princípio ‘*nemo iudex in causa propria*’. Tirante esses casos expressamente indicados na norma, para que haja impedimento do voto é mister que o conflito de interesses transpareça a priori da própria relação ou negócio sobre que se vai deliberar, por exemplo, um contrato bilateral entre a companhia e o acionista. Não transparecendo preliminarmente o conflito de interesses, nem por isso deixa de valer a proibição do voto, a qual continua a se dirigir ao votante e que pode, em qualquer hipótese, ser invocada por outros acionistas presentes na assembléia.” (COMPARATO, 1995, p. 91)

¹⁹⁶ “[...] ao fazer referência a ‘interesse conflitante com o da companhia’, no § 1º, do art. 115, a lei não está se reportando a um conflito meramente formal, mas sim a um conflito substancial, que só pode ser verificado mediante o exame do conteúdo da deliberação. Tal como na Itália, pois, a lei, nessa hipótese, proíbe, cautelarmente, o acionista de votar. Se o acionista vota, deve-se verificar então, o modo como votou: se, efetivamente, sacrificou o interesse da companhia ao seu interesse pessoal, com prejuízo, potencial ou atual, à companhia ou aos outros acionistas, seu voto será nulo, bem como anulável a deliberação tomada, se o voto foi decisivo para a formação da maioria. Em suma, a lei não estabeleceu, para tal situação, um divieto de voto, como o fez para as demais hipóteses do § 1º do art. 115.” (FRANÇA, 1993, p. 97)

¹⁹⁷ “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. [...] O conflito de interesses, no entanto, não é matéria que possibilite o pré-julgamento do voto. Tanto que a própria LSA admite, por exemplo, o contrato da sociedade com o acionista (ou mesmo com o administrador), nos artigos 117, § 1º, letra (f), e 156, § 1º. São casos em que acionista (ou administrador) e companhia estão em posições contrapostas (e, formalmente, em conflito), e nem por isso estão impedidos previamente de agir. São vigiados de perto, com seu direito circunscrito por normas dispositivas que, uma vez quebradas, permitem a anulação do negócio e a cobrança dos danos havidos. Essa é também a regra que vale para o conflito de interesses no exercício do direito de voto. [...] Tanto é assim que a sanção legal é a anulabilidade do voto, tal qual o abuso do direito de voto, e não a nulidade, como nas hipóteses de conflito de interesse formal (v. § 105).” (REGO, 2009, p. 422-423)

¹⁹⁸ “Para que se caracterize o conflito de interesses mencionado na LSA, é necessária uma situação que implique obrigatoriamente um choque de interesses, uma colisão entre o interesse social e o do administrador, que faria com que um não pudesse prevalecer sem o sacrifício do outro. Essa contraposição, esse conflito, deve ser substancial (e não apenas formal), efetivo e irreconciliável, a não permitir convergência ou conciliação. Para se alcançar um interesse, ter-se-ia inevitavelmente que prejudicar o outro.” (CAMPOS, 2009, p. 1156).

¹⁹⁹ Em parecer especialmente elaborado no Inquérito Administrativo CVM TA-RJ2002/1153, José Luiz Bulhões Pedreira e Alfredo Lamy Filho assim se manifestaram: “Se o acionista tem interesse conflitante com o da companhia mas vota efetivamente no interesse desta, e não em outro interesse extra social, o exercício do voto é regular e válido. Esse regime da lei explica-se porque a existência do conflito de interesses potencial autoriza a suspeita, mas não a certeza, da violação da norma legal que prescreve ao acionista o dever de votar no interesse da companhia, e não em interesse extra social oposto ao da companhia. O ato ilícito consiste em votar em interesse contrário ao da companhia, e não em votar tendo um interesse extra social. (fls. 282/283)”. E, o segundo autor: “Não nos parece, por todo o exposto, subsistam dúvidas de que o § 1º do art. 115 – até por ser parágrafo que explicita hipóteses do ‘caput’ – há que ser entendido e aplicado no sentido de que ‘o interesse conflitante’, a ser examinado e caracterizado em cada caso, e não no mero aspecto formal (como num contrato bi-lateral) supõe o exame da causa (‘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’. (fls. 309).” (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2002, p. 19).

constante da norma é dirigida para o acionista. Se ele vota, é preciso investigar se houve o sacrifício do interesse da companhia; (ii) se a deliberação tomada por voto prevalente em conflito é anulável (art. 115, §4º), supõe-se o seu exercício, não havendo falar-se em proibição prévia; (iii) a LSA autoriza o contrato do acionista controlador (art. 117, § 1º, alínea f) e do administrador (art. 156, § 1º) com a companhia, porque exige que a sua conclusão se dê em bases equitativas; (iv) o que a lei veda é o exercício do direito de voto contra o interesse da companhia e não o fato de o acionista ter um interesse extrassocial; (v) a interpretação do § 1º do art. 115 deve obediência aos limites estabelecidos no *caput* – isto é, voto proibido é aquele proferido com o fim de causar dano ou obter vantagem a que não faz jus.

Tem-se como mais acertada a interpretação segundo a qual a hipótese de interesse conflitante encerra a necessidade de uma análise *a posteriori*, porquanto está franqueado aos demais acionistas demonstrar que o conteúdo do voto e, por conseguinte, o resultado da deliberação sacrificaram o interesse da companhia. Como resultado, a deliberação viciada pelo voto dado em conflito de interesses é passível de anulação.

5 DA SOLUÇÃO DO PROBLEMA PROPOSTO

Busca-se, por meio da presente pesquisa responder à seguinte questão: Pode o acionista Entidade Fechada de Previdência Complementar (EFPC) votar nas eleições em separado para os representantes dos minoritários ou preferencialistas, nos Conselhos de Administração ou Fiscal de companhia aberta que o patrocina?

Revedo os pressupostos conceituais estudados no Capítulo 3, tem-se que a EFPC, como titular de participação minoritária de ações ordinárias ou de ações preferenciais sem direito a voto, situa-se em um sistema jurídico particular da companhia aberta, conformado em um contrato plurilateral. No âmbito desse sistema, a posição jurídica da EFPC lhe confere direitos, obrigações e deveres. Ao voto pode ser atribuída natureza jurídica de direito subjetivo ou *poder-dever*, também denominado *direito-função*. Será direito subjetivo quando a deliberação versar sobre as bases do contrato de sociedade que levou o acionista a subscrever e realizar o capital social. Será *poder-dever* quando o acionista participar da formação da vontade social, quando deverá votar no interesse da companhia (conforme regra geral do art. 115 da LSA), assim considerado o interesse comum dos sócios. O direito de voto poderá ser suspenso pelos demais acionistas apenas no caso de descumprimento de obrigação e não de *dever*, razão pela qual não há autotutela conferida aos próprios acionistas quando o voto é proferido com violação ao dever de votar no interesse da companhia. Pelo princípio majoritário, a EFPC se sujeita às deliberações da maioria de votos, observada a prevalência da vontade do acionista controlador – se verificada sua ocorrência no quadro acionário da companhia –, cujo conceito abrange o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto ou sob controle comum. A LSA tempera o princípio majoritário, que justifica o poder do controlador em face dos minoritários, por meio de uma série de prerrogativas conferidas a esses últimos, entre as quais a de manter representante nos Conselhos de Administração e Fiscal.

Situado o problema no contexto dos pressupostos conceituais, passa-se a sintetizar a conduta que dá origem ao problema, o que se fez, mediante a análise de casos julgados pela CVM, reunidos por meio do seguinte quadro, em ordem cronológica de julgamentos.

Quadro 2 – Resumo de julgados da CVM

Identificação	Conduta	Dispositivos violados (Termo de acusação)	Conclusão da CVM	Conclusão do CRSFN
Fundação Sudameris	Voto na eleição do CF, para vaga de preferencialistas.	Art. 115, <i>caput</i> (abuso de direito de voto)	Absolvição por ausência de influência determinante, entre outros fundamentos.	Não identificado julgamento.
PREBEG	Indicar e votar nos membros do conselho de administração e do conselho fiscal nas eleições em separado reservadas aos acionistas minoritários do BEG.	Arts. 239 e 240 ²⁰⁰ (vagas para minoritários e preferencialistas)	Absolvição por ausência de influência determinante e falta de prova de alinhamento de interesses.	Absolvição. O fato de haver maioria de indicados pelo patrocinador não retira a independência da entidade.
Mendesprev I	Participar da votação em separado para a escolha do conselheiro fiscal representante dos minoritários [<i>sic</i>] preferencialistas da companhia.	Arts. 115 e 161, § 4º	Advertência por violação ao art. 161, § 4º	Advertência
Mendesprev II	Participar da votação em separado para a eleição do conselheiro fiscal representante dos acionistas minoritários [<i>sic</i>] preferencialistas da companhia.	Art. 161, § 4º	Multa de R\$300 mil	Multa de R\$ 150 mil
SERGUS	Participar da votação em separado para a eleição do conselheiro fiscal representante dos acionistas preferencialistas da companhia	Art. 161, § 4º	Multa de R\$200 mil	Sem julgamento
PETROS, FUNCEF e PREVI	Participar da votação reservada aos minoritários e preferencialistas para o Conselho de Administração e Fiscal.	Art. 141, § 4º, 161, § 4º, 239 e 240	Petros: R\$ 800 mil. FUNCEF e PREVI: advertência	Sem julgamento

Fonte: Elaborado pelo autor.

O Quadro 2 demonstra que, à exceção dos dois primeiros casos, nos outros quatro houve condenação administrativa das EFPC Mendesprev, Sergus, Petros, Funcef e Previ, com a aplicação de advertências e multas, por participarem das eleições de representantes de minoritários ou preferencialistas nos Conselhos de Administração ou Fiscal.

²⁰⁰ No regime de governança das Sociedades de Economia Mista, a LSA assegura vagas reservadas aos minoritários e preferencialistas no Conselho de Administração e Fiscal. Portanto, similarmente ao regime geral de governança, as imputações à PREBEG sobre violação dos arts. 239 e 240 são similares às demais constantes da quadro analítico (Quadro 2), quando remetem aos arts. 141 e 161 da mesma lei.

O caso mais recente, envolvendo as EFPC Petros, Funcef e Previ, ao passar em revista os principais fundamentos adotados nos julgamentos anteriores, confirma o entendimento que se consolidou na autarquia, no sentido de que o impedimento de voto dos fundos de pensão decorre de uma interpretação extensiva do Parecer de Orientação CVM 19/90,²⁰¹ aos acionistas minoritários e preferencialistas que estejam *ligados* ao controlador da companhia.²⁰²

O Parecer de Orientação CVM 19/90 afirma o entendimento da CVM sobre a proibição do exercício do direito de voto pelo próprio controlador, para a eleição de vagas reservadas aos preferencialistas no Conselho Fiscal. Por razões óbvias, ainda que o controlador seja titular de ações preferenciais, não se pode admitir que a ele seja dada vaga reservada a essa espécie, pois considerar tal hipótese seria desvirtuar claramente a finalidade da lei, mais especificamente do disposto no art. 161, § 4º, da LSA.

A interpretação extensiva do Parecer de Orientação CVM 19/90 à situação problema ficou expressamente consignada no voto do então Diretor Marcelo Trindade, no caso Mendesprev I (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2007), nos seguintes termos:

O impedimento de voto do controlador de que trata o Parecer de Orientação 19/90 (e também o impedimento para o voto em preenchimento de outras vagas que devam ser preenchidas, segundo a lei, por votação dos acionistas minoritários) estende-se às entidades de previdência complementar patrocinadas pela companhia aberta ou por suas controladoras, desde que, cumulativamente: (i) a vontade política da entidade de previdência complementar, assim entendida a indicação da maioria de seus administradores máximos, caiba à patrocinadora ou seu controlador, equiparando-se a essa hipótese a de indicação paritária de tais administradores, quando o voto de desempate couber a administrador indicado pela patrocinadora ou seu controlador; (ii) não tenha sido adotado mecanismo que assegure que a deliberação de indicação de conselheiros fiscais ou de administração a serem eleitos seja adotada com a participação majoritária de administradores da entidade indicados pelos participantes. Em qualquer caso, será irrelevante a influência econômica da patrocinadora sobre a entidade de previdência complementar. (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 1990).

Nesse contexto, a pertinência da presente pesquisa surge do questionamento teórico sobre a possibilidade de extensão de uma regra de proibição de voto quando se trata de restrição não expressamente prevista em lei.

²⁰¹ Referido parecer estabelece uma proibição do exercício do direito de voto ao acionista controlador, também titular de ações preferenciais, em relação às eleições de representantes desta classe no Conselho Fiscal. É o que retrata o seguinte trecho do parecer: “Ressalte-se, ainda, que para não se tornar meramente nominal o direito atribuído por lei aos preferencialistas, deve-se entender que da votação em separado desses acionistas para a eleição de seu representante no Conselho Fiscal não poderão participar os acionistas controladores, ainda que portadores também de ações preferenciais. Tal participação, se admitida, redundaria em cerceamento efetivo do direito essencial de fiscalizar e em representação inequívoca dos interesses, não raramente contrários, que a lei buscou proteger” (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 1990, p. 1).

²⁰² Cf. seção 2.1, supra.

O referencial ou marco teórico da presente pesquisa remete ao tema *conflito de interesses* (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2007), porquanto exprime o dever geral de o acionista votar no interesse da companhia, assim como as hipóteses de proibição do exercício do direito de voto, constantes do art. 115 da LSA. O tema envolve tutela das relações estabelecidas entre as posições jurídicas dos acionistas, entre si, e entre eles e os órgãos da companhia, no âmbito de seu sistema jurídico particular. Toma-se como princípio de enquadramento teórico a afirmação de Carvalhosa (2013, p. 382), segundo o qual, *in verbis*:

A Lei 6.404, de 1976, cria a figura do abuso de direito de voto e a conceitua no *caput* do presente artigo.

Por outro lado, o §1º desta norma [o artigo 115 da LSA] tipifica as quatro hipóteses de impedimento do exercício do direito de voto. Essas hipóteses de impedimento do exercício do direito de voto não admitem construção administrativa, jurisdicional ou arbitral sobre essa matéria restritiva de direito subjetivo essencial.

No caso do abuso de voto (*caput*), caberá à jurisdição competente enquadrar a conduta na definição contida no *caput* do artigo.

E no que respeita ao impedimento de voto do §1º, deve a dicção judicial, administrativa (CVM) ou arbitral cingir-se objetivamente ao descumprimento das quatro hipóteses aí tipificadas. Não cabe aqui nenhuma construção interpretativa ou extensiva a respeito, já que se trata de restrição do exercício de direito subjetivo essencial do acionista, o de votar.

Deve-se, a propósito, anotar que as normas que restringem direitos legítimos não podem ser extensivamente interpretadas, como se fossem padrões normativos (*standards*), vocacionados a uma construção jurisdicional ou administrativa.

Reverendo as afirmações de Carvalhosa, destaca-se a sua orientação no sentido de que, repita-se, “não cabe aqui nenhuma construção interpretativa ou extensiva a respeito, já que se trata de restrição do exercício de direito subjetivo essencial do acionista, o de votar” (CARVALHOSA, 2013, p. 382), configurando, portanto, posição contrária ao entendimento da CVM.

Uma vez orientada a pesquisa pelo marco teórico de Carvalhosa, partiu-se para a pesquisa dos demais teóricos, cujos nomes foram levantados pela revisão da literatura até o momento em que nenhum novo autor era citado para tratar sobre o mesmo tema. Antes, porém, de analisar os conflitos de interesses em espécie, reputou-se oportuno estudar a abordagem econômica dos problemas de agência no âmbito do Direito Societário, quando ficou demonstrada a identidade de ambos os conceitos – conflitos de interesses e problemas de agência. Essa coincidência conceitual possibilita o enquadramento do problema da pesquisa entre as categorias de estratégias jurídicas para a solução dos problemas de agência

ou conflito de interesses, em estudo que envolveu diversas outras jurisdições.²⁰³ Em seguida, passou-se a examinar o conceito de conflito de interesses, e suas espécies, segundo a legislação e doutrina brasileiras.

Far-se-á, a seguir, o enquadramento do problema à correspondente espécie de conflito de interesses e às respectivas estratégias legais para evitá-lo ou remediá-lo.

Antes, contudo, é mister fixar uma conclusão preliminar no sentido de que, para os fins da presente pesquisa, as eleições em separado para o Conselho de Administração e Fiscal, com a garantia de participação de minorias, sem vinculação ou influência determinante do controlador, são questões da mesma espécie. Isso porque tanto o art. 141, § 4º, quanto o 161, § 4º, visam à formação de colégios eleitorais compostos apenas por acionistas minoritários ou titulares de ações preferenciais sem direito a voto ou com esse direito restrito.²⁰⁴

Posta a teoria, consistente no referencial teórico que restringe o direito de voto dos acionistas, passa-se a verificar se a EFPC pode votar na assembleia destinada à eleição de conselheiros representantes das minorias – assim considerados os acionistas titulares de ações ordinárias não integrantes do grupo controlador, bem como os titulares de ações preferenciais sem direito a voto ou com esse direito restrito. É dizer, testa-se se o exercício do direito de voto da EFPC nessas condições configuraria, segundo as espécies de conflitos de interesses: (i) benefício particular; (ii) interesse conflitante ou (iii) abuso do direito de voto.

Revedo a seção 4.4.3, afasta-se a ocorrência de benefício particular, porquanto, de acordo com a hipótese fática levantada pelos processos administrativos sujeitos à apreciação da CVM e analisados acima, supõe-se que o voto da EFPC nas eleições para os citados órgãos colegiados sobre influência determinante do controlador da companhia, em função do vínculo que as une. Portanto, nesses casos, as EFPC não obterão quaisquer benefícios particulares, porque atenderão a interesses alheios – o do controlador da companhia patrocinadora.

²⁰³ Cf. obra de Armour, Hansmann e Kraakman (2009), citada acima.

²⁰⁴ Nesse sentido, confira-se trecho do voto da Relatora do PAS CVM 11/2012, Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes, *in verbis*: “Embora os casos anteriores mencionados na seção II em que houve condenação pelo Colegiado da CVM tenham envolvido a eleição de conselheiro fiscal, a discussão de fundo para os conselheiros de administração é idêntica. Se um determinado acionista está impedido de votar na eleição de conselheiro fiscal como representante dos acionistas minoritários (art. 161, §4º, da Lei nº 6.404/1976), o mesmo impedimento se aplicaria para a eleição em separado dos representantes no conselho de administração. Afinal, a regra de eleição em separado para o conselho de administração, introduzida pela Lei 10.303/2001, replica em essência a regra que já existia naquele diploma para a composição do conselho fiscal. Assim sendo, embora o Parecer de Orientação CVM nº 19/1990 disponha apenas sobre a eleição dos conselheiros fiscais (até porque é anterior à reforma da lei societária realizada em 2001), a sua lógica se aplica integralmente ao art. 141, § 4º, da Lei nº 6.404/1976, que buscou justamente ampliar a representatividade dos minoritários nos conselhos de administração das companhias” (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2012, p. 47).

O problema ganha aparente complexidade quando se pretende o seu enquadramento entre interesse conflitante (a 4ª hipótese do § 1º, do art. 115) ou abuso de direito (a hipótese do *caput* do art. 115).

Na análise das hipóteses de conflito de interesses, constante da seção 4.4, preferiu-se buscar uma distinção máxima entre as categorias enumeradas pelo próprio art. 115. No mesmo caminho, Carvalhosa (2013, p. 384) empregou o verbo *tipificar* para enumerar as situações de proibição ou restrição do exercício do direito, momento em que procurou expressamente diferenciar a figura do abuso de direito do *interesse conflitante*. Nesse sentido e pela pertinência de um exame mais detido, cite-se novamente o mesmo trecho da doutrina de Carvalhosa (2013, p. 384), *in verbis*:

Aí o termo tipificado: ‘interesse conflitante’, que se destaca inteiramente do uso generalizado da expressão ‘conflito de interesses’, que consta apenas no preâmbulo do presente artigo.

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.

Ao confrontar as duas espécies de conflitos de interesses, o mesmo autor defende, *in verbis*:

Não existe a propalada diferença entre o chamado conflito formal versus conflito fundamental. Essa falta questão tem sido invocada para derogar a proibição de voto no caso de interesse conflitante, que é a quarta tipificação do §1º. A norma ora estudada, quando restringe o exercício do voto do acionista interessado, nessa quarta tipificação do §1º, define-a como ‘interesse conflitante’ para, assim, configurar a impossibilidade jurídica de uma parte formar a vontade de outra. Desse modo, a restrição legal do voto do acionista interessado tem como fundamento o interesse conflitante, encontrável em qualquer relação contratual de natureza unilateral ou bilateral, sendo, portanto, de caráter formal e apriorístico. Posto isso, não existe essa dialética sofisticadamente criada, sem nenhuma base normativa, entre o chamado ‘conflito formal’ versus ‘conflito fundamental’, a não ser que se traduza essa figura artificialmente criada – ‘conflito substancial’ - como sinônimo de conduta ilícita de que fala o art. 186 do Código Civil”. **Na esfera do Direito Societário, existe tipicamente o interesse conflitante que se dá na esfera obrigacional, ou seja, na impossibilidade legal (art. 166, VII, do Código Civil) de o acionista formar a vontade da companhia com quem vai contratar. De outro, existe a conduta ilícita própria do abuso no exercício do direito de voto, configurado no *caput* deste artigo, em que a satisfação do interesse próprio do acionista se faz com o sacrifício do interesse social.** (CARVALHOSA, 2013, p. 397-398, grifo acrescido).

Note-se que a distinção dessas duas figuras é o centro de uma polêmica doutrinária²⁰⁵ estabelecida sobre a real intenção da LSA a respeito do interesse conflitante – autorizar um controle *a priori* do exercício do direito de voto, o que impede o acionista com interesse conflitante de votar (conflito formal); ou deixar para examinar a licitude do voto, mediante a análise de seu conteúdo e consequências *a posteriori* (conflito material). Nesse passo, diverge Carvalhosa de Lamy Filho, a começar pela necessidade de distinção das duas figuras, *in verbis*:

"Não nos parece, por todo o exposto, subsistam dúvidas de que o § 1o do art. 115 – até por ser parágrafo que explicita hipóteses do ‘caput’ – há que ser entendido e aplicado no sentido de que ‘o interesse conflitante’, a ser examinado e caracterizado em cada caso, e não no mero aspecto formal (como num contrato bi-lateral) supõe o exame da causa (‘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’. (fls. 309)”. (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2002).

Para Lamy Filho, portanto, exigindo o interesse conflitante a análise da causa e do fim do voto, supõe-se seja o mesmo exercido para fins de sua apreciação *a posteriori*. Ao explicar a hipótese de interesse conflitante (constante do parágrafo) com o abuso de direito (constante do *caput*), Lamy Filho não deixa dúvidas sobre o seu alinhamento em relação aos que defendem o *conflito material*.

Por lógica consequência, não haveria razão, segundo Lamy Filho, para distinguir em espécies diversas as situações em que o acionista vota no interesse particular – seja ele de natureza contratual ou política.²⁰⁶ E é exatamente em função da natureza do interesse contraposto ao da companhia que parte a diferença de raciocínio de Carvalhosa, para quem “a restrição legal do voto do acionista interessado tem como fundamento o interesse conflitante, encontrável em qualquer relação contratual de natureza unilateral ou bilateral, sendo, portanto, de caráter formal e apriorístico” (CARVALHOSA, 2013, p. 397).

De fato, há uma relevante complexidade e controvérsia acerca dos conceitos envolvendo o interesse conflitante e o abuso de direito e sua consequente necessidade de apuração *a priori* ou *a posteriori*. A abordagem econômica dos problemas de agência confirma esses dois tipos de solução e controle para os conflitos de interesse em geral, em que

²⁰⁵ Cf. seção 4.5.3.

²⁰⁶ Confirma esse raciocínio a lição de Pedreira: “O ato ilícito consiste em votar em interesse contrário ao da companhia, e não em votar tendo um interesse extra social” (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2002, p. 19). Ou seja, o ato ilícito consiste em votar contra o interesse da companhia, independentemente de sua natureza.

os ordenamentos vinculam proibições *ex ante* a regras e *ex post* a cláusulas abertas.²⁰⁷ Ou seja, se a norma é tomada como tipo, como regra, é possível o controle *ex ante*. Caso contrário, se os conceitos forem mais abertos e sujeitos a interpretação, como pretenderam os autores da lei, o controle deverá ser *ex post*.²⁰⁸

Tendo em vista o enquadramento da situação-problema como abuso de direito de voto, há necessidade de um exame posterior de licitude de seu conteúdo, conforme consenso da doutrina.²⁰⁹

Nesse sentido, o suposto voto da EFPC exercido no interesse de seu “controlador” e “patrocinador” para eleição de ilegítimo representante nos Conselhos de Administração e Fiscal pode ser considerado abusivo, pois, segundo a dicção do *caput* do art. 115, da LSA: “[...] considerar-se-á abusivo o voto exercido com o fim de causar dano [...] a outros acionistas, ou de obter [...] para outrem, vantagem a que não faz jus e de que resulte, ou possa resultar, prejuízo [...] para outros acionistas” (BRASIL, 1976).

Confirma a hipótese de ocorrência de abuso de direito de voto de natureza política o mesmo Carvalhosa (2013, p. 398), *in verbis*:

Haverá lesão ao interesse dos demais acionistas sempre que se tende, com o voto abusivo, tolher-lhes direitos patrimoniais, como, v. g., uma distribuição equitativa de dividendos além dos obrigatórios ou mínimos ou, então, o cerceamento do direito de subscrição preferencial de valores mobiliários de emissão da companhia; **ou, ainda, o direito político de voto ou de eleição de representantes dos minoritários nos órgãos de administração e fiscalização, assegurados pela lei ou pelo estatuto.**

Assim, haverá abuso no exercício do direito de voto (*caput* e §3º) sempre que utilizado para obtenção de vantagem política ou patrimonial, para si ou para terceiros.

Reitere-se que essas vantagens perseguidas por meio de voto abusivo podem não ser meramente patrimoniais. Também vantagens políticas com que se obtém o controle mediante a utilização abusiva de formas legais (art. 118), como, v. g., a acessão de ações de outra companhia pela constituição de subsidiária integral (art. 252), constituem lesão aos interesses dos demais acionistas. (Grifos acrescentados)

Vê-se que Carvalhosa tipifica a hipótese ora estudada expressamente como abuso de direito (conforme trecho em destaque).

²⁰⁷ Cf. seção 4.2.3.1.

²⁰⁸ Cf. exposição justificativa para a atual LSA: “O artigo 115 cuida dos problemas do abuso do direito de voto e do conflito de interesses entre o acionista e a companhia. Trata-se de matéria delicada em que a lei deverá deter-se em alguns padrões necessariamente genéricos, deixando à prática e à jurisprudência margem para a defesa do minoritário sem inibir o legítimo exercício do poder de maioria, no interesse da companhia e da empresa” (MINISTÉRIO DA FAZENDA, 1976, p. 14-15).

²⁰⁹ Cf. seção 4.5.2 em que se demonstrou o consenso em torno do controle do abuso do exercício do direito de voto.

Por essas razões, pode-se afirmar que (i) o voto exercido no interesse do controlador para a eleição de membros reservados às minorias nos Conselhos de Administração e Fiscal é considerado abuso de direito de voto de natureza política; e (ii) não diverge a doutrina sobre a verificação desse mesmo abuso posteriormente ao seu ato.

Noutra linha de raciocínio, cogita-se a possibilidade de impedimento do direito de voto, não com fundamento no art. 115 da LSA, mas diante da hipótese segundo a qual a EFPC integra o grupo de controle, independentemente de acordo de voto.

Os julgados analisados no Capítulo 2 concluíram, em sua maioria, que, embora o fundo de pensão seja pessoa jurídica distinta da companhia, de fato, e com base no regime jurídico destinado às EFPC – o sistema particular integrado pelas Leis Complementares nº 108 e nº 109, ambas de 2001, e os respectivos estatutos –, a companhia patrocinadora elege a maioria dos integrantes da instância máxima da entidade, o Conselho Deliberativo. Por essa razão e observado o princípio hierárquico que rege o sistema orgânico das pessoas jurídicas, o controlador da companhia tem o poder, ainda que potencial, de eleger, em nome da entidade, o representante das minorias nos Conselhos de Administração e Fiscal da própria companhia, indiretamente, via fundo de pensão. Essa possibilidade, pois, configuraria clara transgressão aos fins do disposto nos arts. 141, § 4º, e 161, § 4º, que preveem respectivamente as vagas para as minorias nos citados órgãos colegiados da companhia.

Contextualizado o exercício da influência do controlador sobre as entidades de previdência, indaga-se se seria possível proibir – em um controle *ex ante* – a entidade de exercer o direito de voto, ou se haveria necessidade de verificar a abusividade do voto, conforme a solução anterior.

Remetendo a fundamentos do caso Sudameris,²¹⁰ o relator do caso Mendesprev I infere a possibilidade de equiparação da entidade de previdência ao acionista controlador, “desde que se possa concluir, na análise do caso concreto, que tais pessoas ‘atuaram,

²¹⁰ Cf. trecho do caso Sudameris: “8. Enfatize-se que, nos termos da lei, para que se caracterize o acionista controlador, é necessário que o acionista reúna essas condições acima apontadas, cumulativamente, notadamente: (i) que seja titular de direitos de sócio que lhe assegure, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembléia geral; (ii) detenha o poder de eleger a maioria dos administradores; mas só isso a princípio não basta, a lei exige, ainda, que o acionista controlador use esses direitos para dirigir as atividades sociais. 9. Esse é o entendimento dos autores do Projeto de Lei, Professores Lamy e Bulhões, citados acima, manifestado na Exposição de Motivos: “a caracterização do acionista controlador é definida no parágrafo único do artigo 116 e pressupõe, além da maioria de votos, o efetivo exercício do poder de controle para dirigir a companhia.” 10. A questão, todavia, torna-se mais complicada quando se está diante de situação, como a do presente caso, em que não se busca identificar o acionista controlador da companhia, mas sim analisar se outros acionistas são ou não pessoas a ele ligadas, ou melhor, se atuaram, principalmente por meio do exercício do direito de voto, representando o interesse daquele acionista” (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2004, p. 10).

principalmente por meio do exercício do direito de voto, representando o interesse daquele acionista”²¹¹.

Para testar a possibilidade de considerar a EFPC acionista controlador, transcreve-se a seguir o art. 116, da LSA, *in verbis*:

Art. 116. Entende-se por acionista controlador a pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que:

a) é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembléia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e

b) usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.

Parágrafo único. O acionista controlador deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, e tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender. (BRASIL, 1976, grifos acrescentados).

Relendo o *caput* do dispositivo em destaque para coletar a combinação que se subsume à situação *sob exame*, tem-se a seguinte leitura: *Entende-se por acionista controlador o grupo de pessoas sob controle comum*.

No caso Mendesprev II, o relator, Otavio Yazbek, volta a fazer remissão ao conceito de acionista controlador, a fim de determinar quais acionistas serão enquadrados como tais. É dizer que são controladores o acionista ou grupo de acionistas que exercem o *poder* para eleger a maioria dos administradores.

21. O Parecer de Orientação nº 19/90 apenas trata da questão da possibilidade de voto pelos próprios controladores, apontando que tal voto tornaria inócua a disposição do art. 161, § 4º, “a”, da Lei nº 6.404/76. Em princípio, portanto, ele não se aplicaria ao caso em tela. No entanto, deve-se convir que, identificada a impossibilidade de voto do acionista controlador, cumpre pensar o que efetivamente caracteriza essa figura. E essa tarefa torna-se ainda mais importante quando se leva em conta que, tanto no art. 116, quanto no art. 243 da LSA, são usadas expressões que remetem ao conteúdo material do poder de controle, tais como “poder de eleger a maioria dos administradores”, uso efetivo daquele poder e “preponderância nas deliberações sociais”. Vale dizer, para a sistemática criada pela Lei das SA, importa não apenas uma condição formal, mas importam também os resultados que materialmente decorrem daquela condição. O tema já foi discutido por muitos autores e entendo que ele é, aqui, de alguma valia.

22. Para mim, tanto essa preocupação quanto a referência, nos dois dispositivos, a grupos de acionistas, ou seja, à atuação concertada, deixa claro que, muitas vezes, não basta levar em conta a atuação daquela pessoa primariamente identificada como

²¹¹ Conforme § 12 do voto e citando Campos, o Relator do caso Sudameris, Yazbek, conclui pela possibilidade de equiparação da EFPC ao acionista controlador (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2004, p. 6).

controlador, mesmo porque essa atuação pode ser reforçada ou complementada por outros que estejam sob aquela influência determinante. (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2010).

De acordo com o trecho citado, Yazbek procura dar uma denotação mais abrangente à figura do controlador – por meio de uma interpretação sistemática –, quando se depreende que tal conclusão decorre apenas de uma literal exegese do *caput* do art. 116, porquanto é também controlador o grupo de pessoas sob controle comum – assim entendida a titularidade da maioria de votos na instância máxima da EFPC e o conseqüente poder de eleger a maioria dos administradores, como ficou caracterizado na relação entre o controlador da companhia, a própria companhia e a entidade de previdência.

Como bem observaram Pedreira e Lamy Filho (2009c, p. 816):

[...] a referência da lei ao grupo de controle formado por pessoas ‘sob controle comum’ visa a abranger a hipótese de pessoas jurídicas de direito público ou de direito privado que não tenham a forma de sociedade e não estejam, portanto, compreendidas na definição de sociedade controladora constante do § 2º do artigo 243.

Ou seja, a Entidade Fechada de Previdência Complementar, cuja natureza é de fundação ou associação, é acionista controlador, porque tanto a companhia, quanto a própria entidade estão sob controle comum, conforme expressa definição do art. 116 da LSA.

É hipótese de controle indireto, como ensinam Pedreira e Lamy Filho, ao comentarem o art. 116, da LSA, *in verbis*:

Controle indireto é modalidade de poder própria de um grupo ou estrutura de sociedades. A relação de poder não é parte da organização interna de uma das sociedades, mas do grupo, pois vincula o papel de acionista controlador de uma sociedade aos órgãos sociais de outra. A fonte de poder são as relações societárias entre as sociedades, e o poder é exercido indiretamente - por meio dos órgãos sociais de outra sociedade. (PEDREIRA; LAMY FILHO, 2009c, p. 834).²¹²

Segundo esse raciocínio, pois, a EFPC integra o grupo de controle – a rigor, o *caput* do art. 116 a definiria como acionista controlador, enquanto grupo –, independentemente de acordo de voto, sendo certo que o exercício de fato do poder de controle parte do controlador comum da companhia, que o exerce de modo permanente.

Por essa razão, a EFPC estaria proibida de formar o colégio eleitoral assegurado às minorias para a eleição do Conselheiro de Administração, em função de expressa vedação legal à participação do *acionista controlador*, conforme redação do § 4º do art. 141. Por

²¹² No mesmo sentido, ver Carvalhosa (2013, p. 435-436).

analogia,²¹³ tal previsão deve ser aplicada ao art. 161, § 4º, por ocasião da eleição do Conselheiro Fiscal representante das minorias, porquanto os motivos que levam à tutela dos minoritários em ambos os órgãos é, como visto, exatamente o mesmo – temperar o princípio majoritário e, por conseguinte, moderar o poder do acionista controlador.

Apresentam-se, portanto, duas soluções possíveis para regular o exercício do direito de voto pela EFPC, que, objetivamente, é titular de ações ordinárias não integrantes do bloco de controle havido por acordo de acionistas ou de ações preferenciais e, por conseguinte, apta, em princípio, a integrar o colégio eleitoral das minorias para a eleição dos respectivos representantes nos Conselhos de Administração e Fiscal.

A primeira delas segue o regime de verificação do voto abusivo, porquanto haverá necessidade de se perquirir, após o seu exercício – controle *ex post* ou *a posteriori* –, se a EFPC agiu em benefício do controlador para indicar um ilegítimo representante, segundo os interesses das minorias. Nesse caso, haveria violação do art. 115, *caput* da LSA.

A segunda parte de uma hipótese em que a EFPC seria o controlador, porquanto é parte do grupo de pessoas *sob controle comum*. Por essa razão, seria possível em tese exercer um controle *ex ante* ou *a priori* do exercício do direito de voto, dado o impedimento expresso de sua participação no colégio eleitoral para eleger os representantes das minorias, em estrita observância aos arts. 116 e 141, § 4º, da LSA.

Nesse sentido, está bem caracterizada verdadeira antinomia da norma, uma vez que a primeira solução legal autoriza o exercício do direito de voto, embora sujeito a controle *a posteriori*, e na segunda, a manifestação de voto é proibida.²¹⁴

Para solver a antinomia, é preciso valer-se do critério de especialidade da norma jurídica. Enquanto o art. 115 da LSA estabelece uma norma geral de controle do exercício do direito de voto, encerrando hipóteses de proibição de seu exercício e análise de sua legalidade (anulabilidade, por abuso); os arts. 116 e 141, § 4º, encerram hipótese mais específica de proibição.²¹⁵

²¹³ Nas palavras de Reale, tem-se por analogia a seguinte operação mental: “A analogia, como instrumento de aplicação do Direito, resulta de expresso imperativo legal, porquanto sabido é que, havendo lacuna na lei, cabe o recurso aos casos análogos, aos costumes ou aos princípios gerais do Direito. [...] É de presumir-se que, havendo correspondência de motivos, igual deve ser o preceito aplicável” (REALE, 2002, p. 146).

²¹⁴ Bobbio define antinomia nos seguintes termos: “Definimos a antinomia como aquela situação na qual são colocadas em existência duas normas, das quais uma obriga e a outra proíbe, ou uma obriga e a outra permite, ou uma proíbe e a outra permite o mesmo comportamento” (BOBBIO, 1995, p. 86).

²¹⁵ O mesmo autor assim descreve a aplicação do critério da especialidade, entre os cronológico e hierárquico: “O terceiro critério, dito justamente da *lex specialis*, é aquele pelo qual, de duas normas incompatíveis, uma geral e uma especial (ou excepcional), prevalece a segunda: *lex specialis derogat generali*. Também aqui a razão do critério não é obscura: a lei especial é aquela que anula uma lei mais geral, ou subtrai de uma norma parte de sua material para submetê-la a uma regulamentação diferente (contrária ou contraditória). A passage

Confirma a eficácia do critério da especialidade²¹⁶ a aplicabilidade do art. 115, como norma geral, pois o mesmo subsiste para quaisquer outras situações não previstas pela LSA, inclusive para aquela em que, no caso concreto, o controlador da companhia não disponha, segundo os estatutos da EFPC, de poder para eleger a maioria dos integrantes de sua instância máxima. Valida-se também, pela mesma razão, a solução dada pela CVM no sentido de neutralizar a ação do controlador da companhia, mediante disposição estatutária da EPFC para reservar ao colégio eleitoral dos representantes dos participantes a prerrogativa de indicar e votar nas eleições em separado promovidas na companhia, caso em que estaria afastada a hipótese de controle indireto – ao menos para tal deliberação – e consequente impedimento de voto – controle *a priori*.

Portanto, uma vez identificado o controle comum da companhia e da EFPC, o *controle indireto*, estar-se-á diante de uma hipótese de impedimento do direito de voto, a não ser que a deliberação de indicação dos representantes da entidade na companhia esteja imune à influência do controlador, como no caso da solução estatutária de reservar apenas aos conselheiros dos participantes deliberar sobre a indicação e voto nos respectivos representantes das minorias, no âmbito dos Conselhos de Administração ou Fiscal da companhia. Ausente a caracterização de *controle indireto*, seguir-se-á a norma geral de controle do exercício do direito de voto, quando deverá ser investigada a ocorrência de abuso do direito de voto.

de uma regra mais extensa (que abrange um certo *genus*) para uma regra derogatória menos extensa (que abrange uma *speciali* do *genus*) corresponde a uma exigência fundamental de justice, compreendida como tratamento igual das pessoas que pertencem a mesma categoria. A passagem da regra geral à regra especial corresponde a um processo natural de diferenciação, a persistência na regra geral importaria tratamento igual de pessoas que pertencem a categorias diferentes, e, portanto, numa injustiça” (BOBBIO, 1995, p. 95-96).

²¹⁶ Ainda segundo Bobbio, a utilização do critério da especialidade implica uma antinomia *total-parcial*. Nas palavras do autor, *a lei geral cai 'parcialmente'*. (*Idem, ibidem*, p. 97).

6 CONCLUSÕES

Do exposto, conclui-se que a EFPC é acionista pessoa jurídica distinta da companhia e seu administrador. Como acionista, está sujeita ao controle do exercício do direito de voto, nos termos do art. 115, da LSA, que encerra as hipóteses de conflitos de interesses enquanto gênero, de que são espécies: o abuso de direito; as situações de deliberações sobre o laudo de avaliação com que o próprio acionista concorre para o capital social e sobre as suas contas; enquanto administrador, o benefício particular e o interesse conflitante com o da companhia.

Não obstante as divergências encontradas na doutrina tanto no que concerne à tipificação das espécies de conflitos de interesse, bem como sobre a exegese do art. 115, verifica-se que o exercício do direito de voto, com o fim de auferir vantagem política para outrem configura, em tese, abuso do direito de voto, cujo controle é *ex post*. Encontrada, portanto, uma primeira solução possível, conforme a LSA.

O mesmo problema encontra uma segunda solução na própria LSA, quando caracterizado o exercício do controle indireto e comum à companhia e à própria entidade. Nesse caso, estar-se-á diante de uma hipótese de impedimento de direito de voto, sujeito, portanto, a controle *ex ante*, nos termos dos arts. 116, 141, § 4º, da LSA (proibição de participação do acionista controlador nas eleições em separado para o Conselho de Administração), aplicável analogamente ao Conselho Fiscal.

Demonstrada a antinomia das soluções, porquanto, na primeira, a hipótese é de impedimento de voto (conflito formal); e na segunda, de análise de sua validade (conflito material), utilizou-se o critério da especialidade para optar-se pela segunda, a solução determinada pela norma, mas apenas se caracterizado o exercício do controle indireto e a ausência de mecanismos estatutários que impeçam a influência do controlador na deliberação da EFPC que indica o nome de seu candidato aos órgãos colegiados da companhia patrocinadora.

O critério da especialidade, aplicado para solver a antinomia revelada pela presente pesquisa, tem sua eficácia confirmada pela subsistência da norma geral do art. 115 da LSA para as demais hipóteses que o problema em estudo encerra, ou seja, quando não caracterizada *a priori* a existência de controle comum da companhia e da própria EFPC.

REFERÊNCIAS

- ARMOUR, John; HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier. Agency Problems and Legal Strategies. In: KRAAKMAN, Reinier *et al.* **The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach**. 2nd ed. Oxford: Oxford University Press, 2009. p. 35-52. Ebook. Kindle edition.
- ARMOUR, John; HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier. Preface. In: KRAAKMAN, Reinier *et al.* **The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach**. 2nd ed. Oxford: Oxford University Press, 2009. p. 51-99. Ebook. Kindle edition.
- BARBOSA, Marcelo. Administradores. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (Coords.). **Direito das Companhias**. Rio de Janeiro: Forense, 2009a. v. I. Título VI. Capítulo 3. Seção 4. p. 1068-1082.
- BARBOSA, Marcelo. Obrigações dos Acionistas. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (Coords.). **Direito das Companhias**. Rio de Janeiro: Forense, 2009b. Título III. Capítulo 1. v. I. p. 277-296.
- BARBOSA, Marcelo. Direitos dos Acionistas. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (Coords.). **Direito das Companhias**. Rio de Janeiro: Forense, 2009c. v. I. Título III. Capítulo 2. Seção 1. p. 297-325.
- BARBOSA, Marcelo. Outros Direitos. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (Coords.). **Direito das Companhias**. Rio de Janeiro: Forense, 2009d. v. I. Título III. Capítulo 2. Seção 4. p. 430-437.
- BERLE, Adolf A.; MEANS; Gardiner C. **A moderna sociedade anônima e a propriedade privada**. Tradução de Dinah de Abreu Azevedo. São Paulo: Abril Cultural, 1984.
- BRASIL. Lei Complementar nº 108, de 29 de maio de 2001. Dispõe sobre a relação entre a União, os Estados, o Distrito Federal e os Municípios, suas autarquias, fundações, sociedades de economia mista e outras entidades públicas e suas respectivas entidades fechadas de previdência complementar, e dá outras providências. **Diário Oficial da União**, 30 maio 2001a. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/LCP/Lcp108.htm>. Acesso em: 28 dez. 2015.
- BRASIL. Lei Complementar nº 109, de 29 de maio de 2001. Dispõe sobre o Regime de Previdência Complementar e dá outras providências. **Diário Oficial da União**, 30 maio 2001b. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/LCP/Lcp109.htm>. Acesso em: 28 dez. 2015.
- BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de setembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. **Diário Oficial da União**, 17 dez. 1976. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404compilada.htm>. Acesso em: 19 ago. 2013.
- BRASIL. Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002. Institui o Código Civil. **Diário Oficial da União**, 11 jan. 2002. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/L10406.htm>. Acesso em: 29 dez. 2015.

BOBBIO, Norberto. **Teoria do Ordenamento Jurídico**. 6. ed. Brasília: Editora Universidade de Brasília, 1995.

BORBA, José Edwaldo Tavares. **Direito Societário**. 13. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2012.

BOTREL, Sérgio. **Direito Societário Constitucional: uma proposta de leitura constitucional do direito societário**. São Paulo: Atlas, 2009.

CAMPOS, Luiz Antônio de Sampaio. Deveres e Responsabilidades. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (Coords.). **Direito das Companhias**. Rio de Janeiro: Forense, 2009. v. I. Título VI. Capítulo 3. Seção 5. p. 1084-1255.

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**. 3. ed. São Paulo: Saraiva, 2013.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **OFÍCIO-CIRCULAR/CVM/SEP/Nº004/2011**, de 15 de março de 2011. Assunto: Orientações gerais sobre procedimentos a serem observados pelas companhias abertas e estrangeiras. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/circ/sep/anexos/oc-sep-0411.pdf>>. Acesso em: 25 jan. 2015.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Parecer de Orientação 34/2006**. Presidente: Marcelo Fernandez Trindade. Rio de Janeiro, 18 de agosto de 2006. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/pare.html>>. Acesso em 30 dez. 2015.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Parecer de Orientação CVM 19/90**. Rio de Janeiro, RJ, 9 de maio de 1990. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/pare/pare019.html>>. Acesso em: 25 jan. 2015.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Processo Administrativo Sancionador TA-RJ2002/1153**. Acusadas: Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil - PREVI, Fundação SISTEL de Seguridade Social. Relatora: Diretora Norma Parente Jonssen. Rio de Janeiro, 6 de novembro de 2002. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/sancionadores/sancionador/2002/20021106_RJ20021153.html>. Acesso em: 4 mar. 2015.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Processo Administrativo Sancionador RJ 2010/10.555**. Acusado: Instituto Banese de Seguridade Social - Sergus. Relator: Diretor Otavio Yazbek. Rio de Janeiro, 6 de setembro de 2011. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2011/20110906_PAS_RJ201010555.pdf>. Acesso em: 4 mar. 2015.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Processo Administrativo Sancionador TA-RJ2001/9686**. Indiciados: Banque Sudameris, Espólio do senhor Remo Rinaldi Naddeo, Fundação Sudameris. Relator: Diretor Luiz Antônio de Sampaio Campos. Rio de Janeiro, 12 de agosto de 2004. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2004/20040812_PAS_RJ20019686.pdf>. Acesso em: 23 abr. 2015.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Processo Administrativo Sancionador RJ2002/4985**. Acusados: Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Estado de Goiás S.A., Estado de Goiás, União. Relator: Diretor Pedro Oliva Marcilio de Sousa. Rio de Janeiro, 08 de novembro de 2005. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2005/20051108_PAS_RJ20024985.pdf>. Acesso em: 23 abr. 2015.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Processo Administrativo Sancionador RJ 07/05**. Acusado: MENDESPREV Sociedade Previdenciária e outros. Relator: Diretor Marcelo Fernandez Trindade. Rio de Janeiro, 24 de abril de 2007. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2007/20070424_PAS_0705.pdf>. Acesso em: 4 mar. 2015.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Processo Administrativo Sancionador RJ 2009/4768**. Acusado: MENDESPREV Sociedade Previdenciária. Relator: Diretor Otavio Yazbek. Rio de Janeiro, 13 de abril de 2010. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/sancionadores/sancionador/2010/20100413_RJ20084768.html>. Acesso em: 4 mar. 2015.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Processo Administrativo Sancionador 11/2012**. Acusados: Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil – PREVI, Fundação dos Economistas Federais – FUNCEF, Fundação Petrobras de Seguridade Social – PETROS. Relator: Diretora Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes. Rio de Janeiro, 2 de dezembro de 2014. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2014/20141202_PAS_112012.pdf>. Acesso em: 23 abr. 2015.

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS. **Pronunciamento CPC 05 (R1)**: Divulgação sobre Partes Relacionadas. Brasília, 3 de setembro de 2010. Disponível em: <<http://www.cpc.org.br/CPC/Documentos-Emitidos/Pronunciamentos/Pronunciamento?Id=36>>. Acesso em: 28 dez. /2015.

CONSELHO DE RECURSOS DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL. **Recurso 9611**. Recorrente: União Federal. Recorrida: Comissão de Valores Mobiliários. Relator: Darwin Corrêa. Brasília, 20 de setembro de 2011. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/crsfn/ementasacordaos.html>>. Acesso em: 30 dez. 2015.

CONSELHO DE RECURSOS DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL. **Recurso 11413**. Recorrente: Mendesprev Sociedade Previdenciária, Eugênio José Bocchese Mendes, Jesús Murillo Valle Mendes, Sérgio Cunha Mendes. Recorrida: Comissão de Valores Mobiliários. Relator: Francisco Satiro de Souza Júnior. Brasília, 12 de junho de 2012. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/crsfn/ementasacordaos.html>>. Acesso em 30 dez. 2015.

CONSELHO DE RECURSOS DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL. **Recurso 13044**. Recorrente: Mendesprev Sociedade Previdenciária. Recorrida: Comissão de Valores Mobiliários. Relator: Francisco Satiro de Souza Júnior. Brasília, 25 de setembro de 2013. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/crsfn/ementasacordaos.html>>. Acesso em: 30 dez. 2015.

COMPARATO, Fábio Konder. **Controle conjunto, abuso no exercício do voto acionário e alienação indireta de controle empresarial**. São Paulo: Saraiva, 1990.

COMPARATO, Fábio Konder. **Direito Empresarial: estudos e pareceres**. São Paulo: Saraiva, 1995.

EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**. São Paulo: Quartier Latin, 2011. v. I.

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

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

GUSTIN, Miracy Barbosa de Sousa; DIAS, Maria Tereza Fonseca. **(RE)pensando a pesquisa jurídica: teoria e prática**. 4. ed. Belo Horizonte: Del Rey, 2013.

KERSHAW, David. The corporate agency problem. In: _____. **Company Law in context: text and materials**. 2. ed. Oxford: Oxford University Press, 2012. Chapter 5. p. 171-188.

LAMY FILHO, Alfredo. Conselho Fiscal. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (Coords.). **Direito das Companhias**. Rio de Janeiro: Forense, 2009. v. I. Título VI. Capítulo 4. p. 1.263-1.292.

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

LEÃO JR., Luciano de Souza. Conselho de Administração e Diretoria. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (Coords.). **Direito das Companhias**. Rio de Janeiro: Forense, 2009. v. I. Título VI. Capítulo 3. p. 1029-1255.

LOBO, Carlos Augusto da Silveira. Constituição por Subscrição Pública. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (Coords.). **Direito das Companhias**. Rio de Janeiro: Forense, 2009. v. I. Título V. Capítulo 3. p. 703-721.

LUCENA, José Waldecy. **Das sociedades anônimas – comentários à lei**. Rio de Janeiro: Renovar, 2009. v. I.

MARTINS-COSTA, Judith. O direito privado como um "sistema em construção": as cláusulas gerais no Projeto do Código Civil Brasileiro. Artigo publicado na **Revista da Faculdade de Direito da UFRGS**, Porto Alegre, UFRGS/Síntese, n. 15, 1998, p. 129-154. Disponível em: <<http://www.ufrgs.br/ppgd/doutrina/martins1.htm>>. Acesso em: 10 ago. 2013.

MAXIMILIANO, Carlos. **Hermenêutica e Aplicação do Direito**. 16. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2003.

MINISTÉRIO DA FAZENDA. **Exposição de Motivos nº 196**, de 24 de junho de 1976. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/leis/anexos/EM196-Lei6404.pdf>>. Acesso em: 28 jan. 2015.

NORONHA NETO, Francisco. A devida diligência dos administradores de entidades fechadas de previdência complementar. In: CONGRESSO NACIONAL CONPEDI/UNINOVE, 22., São Paulo/SP, 2013. **Anais...** São Paulo/SP: CONPEDI/UNINOVE, 13 a 16 de novembro de 2013. p. 9-34. Disponível em: <<http://www.publicadireito.com.br/artigos/?cod=e40bd8dcd68f3194>>. Acesso em: 29 dez. 2015.

PEDREIRA, José Luiz Bulhões; LAMY FILHO, Alfredo. Conceito, objeto social e classes. In: PEDREIRA, José Luiz Bulhões; LAMY FILHO, Alfredo (Coord.). **Direito das companhias**. Rio de Janeiro: Forense, 2009. v. I. p. 23-189.

PEDREIRA, José Luiz Bulhões; LAMY FILHO, Alfredo. Ação como Participação Societária. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (Coords.). **Direito das Companhias**. Rio de Janeiro: Forense, 2009a. v. I. Título II. Capítulo 2. p. 215-271.

PEDREIRA, José Luiz Bulhões; LAMY FILHO, Alfredo. Classes de Companhias. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (Coords.). **Direito das Companhias**. Rio de Janeiro: Forense, 2009b. v. I. Título I. Capítulo 4. p. 129-160.

PEDREIRA, José Luiz Bulhões; LAMY FILHO, Alfredo. Estrutura da Companhia. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (Coords.). **Direito das Companhias**. Rio de Janeiro: Forense, 2009c. v. I. Título VI. Capítulo 1. p. 775-868.

PEDREIRA, José Luiz Bulhões; LAMY FILHO, Alfredo. Natureza e Normas Gerais. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (Coords.). **Direito das Companhias**. Rio de Janeiro: Forense, 2009d. v. I. Título IV. Capítulo 1. p. 503-539.

PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Capitalização e Financiamento da Companhia. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (Coords.). **Direito das Companhias**. Rio de Janeiro: Forense, 2009a. v. II. Título VI. Capítulo 2. p. 1317-1350.

PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Compra por Companhia Aberta do Controle de Sociedade Empresária. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (Coords.). **Direito das Companhias**. Rio de Janeiro: Forense, 2009b. v. II. Título XI. Capítulo 1. p. 2025-2031.

PEDREIRA, Luis Eduardo Bulhões. Direito de Retirada. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (Coords.). **Direito das Companhias**. Rio de Janeiro: Forense, 2009c. v. I. Título III. Capítulo I. Seção II. p. 326-376.

PIVA, Luiz Carlos. Lucros, Reservas e Dividendos. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (Coords.). **Direito das Companhias**. Rio de Janeiro: Forense, 2009. v. II. Título VII. Capítulo 5. p. 1663-1732.

REALE, Miguel. **Filosofia do Direito**. 20. ed. São Paulo. Saraiva: 2002.

REGO, Marcelo Lamy. Direito de Voto. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (Coords.). **Direito das Companhias**. Rio de Janeiro: Forense, 2009. v. I. Título III. Capítulo 2. Seção 3. p. 377-429.

ROSMAN, Luiz Alberto Colonna. Modificação do Capital Social. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (Coords.). **Direito das Companhias**. Rio de Janeiro: Forense, 2009. v. II. Título VII. Capítulo 3. p. 1367-1499.

ROSSETTI, José Paschoal; ANDRADE, Adriana. **Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2011.

SILVA, Alexandre Couto. Conflito de Interesses: Problemas de Agência. In: SILVA, Alexandre Couto (Coord.). **Direito Societário: 35 anos da Lei de Sociedades por Ações**. São Paulo: Saraiva, 2012. p. 20-32. Ebook.

TEPEDINO, Ricardo. Assembleia Geral. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (Coords.). **Direito das Companhias**. Rio de Janeiro: Forense, 2009. v. I. Título VI. Capítulo 2. p. 871-1.028.