ROGÉRIO SOLER JUNIOR

CONFLITO DE INTERESSES E DIREITO SOCIETÁRIO:

Revisão e crítica do debate brasileiro na era da governança corporativa

Dissertação de Mestrado

Orientador: Professor Titular Dr. Calixto Salomão Filho

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

FACULDADE DE DIREITO

São Paulo – SP

2020

ROGÉRIO SOLER JUNIOR

CONFLITO DE INTERESSES E DIREITO SOCIETÁRIO:

Revisão e crítica do debate brasileiro na era da governança corporativa

Dissertação apresentada a Banca Examinadora do Programa de Pós-Graduação em Direito, da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, como exigência parcial para obtenção do título de Mestre em Direito, na área de concentração Direito Comercial, sob a orientação do Prof. Titular Dr. Calixto Salomão Filho.

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

FACULDADE DE DIREITO

São Paulo – SP

2020

Catalogação da Publicação
Serviço de Biblioteca e Documentação
Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo

Soler Junior, Rogério
Conflito de interesses e direito societário: revisão e crítica do debate brasileiro na era da governança corporativa ; Rogério Soler Junior ; orientador Calixto Salomão Filho -- São Paulo, 2020.
241 f.
Dissertação (Mestrado - Programa de Pós-Graduação em Direito Comercial) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, 2020.

1. Direito societário. 2. Conflito de interesses. 3. Transações com partes relacionadas. 4. Acionista controlador. 5. Confiança. I. Salomão Filho, Calixto, orient. II. Título.

SOLER JUNIOR, Rogério. **Conflito de interesses e direito societário: revisão e crítica do debate brasileiro na era da governança corporativa**. Dissertação apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo para a obtenção do título de Mestre em Direito.

Data do Exame: _____

Julgamento: _____

Prof(a). Dr(a).

_____ **Instituição:** _____

Julgamento: _____ **Assinatura:** _____

Prof(a). Dr(a).

_____ **Instituição:** _____

Julgamento: _____ **Assinatura:** _____

Prof(a). Dr(a).

_____ **Instituição:** _____

Julgamento: _____ **Assinatura:** _____

AGRADECIMENTOS

Este trabalho representa o final de um percurso de três anos, no qual tive a oportunidade de refletir muito e aprender um pouco sobre um tema que há tempos me inquieta. A inquietação permanece comigo, mas se as páginas seguintes contribuirem algo para a discussão a que se referem, boa parte desse valor deverá ser creditado às pessoas que me auxiliaram nessa jornada.

Agradeço ao Prof. Calixto Salomão Filho pelo voto de confiança em meu projeto e por sempre me incentivar a sair de minhas zonas de conforto. Muitas professoras e professores foram determinantes para o meu amadurecimento intelectual e pessoal nesse período. Agradeço, em especial, ao Prof. José Reinaldo de Lima Lopes, por ter aberto as portas do estudo da história e da teoria do direito para mim e por sempre salientar a importância, e o prazer, de uma leitura cuidadosa de textos clássicos. À Profa. Juliana Krueger Pela e ao Prof. Carlos Portugal Gouvêa, agradeço pela generosidade da leitura e pelos comentários relevantes feitos no exame de qualificação. Às Profas. Mariana Pargendler e Luciana Pires Dias e ao Prof. Conrado Hübner Mendes, agradeço pela preciosa indicação de bibliografia e pela disponibilidade em discutir algumas das ideias que procurei desenvolver neste trabalho. À Profa. Juliana Domingues e a Fernando Amorim, agradeço pela oportunidade de apresentar a pesquisa empírica que consta do Capítulo 3 no IX Encontro de Pesquisa Empírica em Direito, em agosto de 2019. Ainda, agradeço a Flávia Mouta Fernandes e Felipe Paiva pela gentil recepção na B3 e pela disponibilidade em conversar a respeito deste trabalho. Procurei levar a sério todas as recomendações. As lacunas e erros que constam do texto final são de minha inteira responsabilidade.

Nos tempos de incerteza e ansiedade, o auxílio de amigos e colegas de aulas foi também fundamental para mim. Nomear todos agora seria difícil e me faria cometer injustiças. Por todos, agradeço a Bruno Conti e Paulo Fucci, companheiros nesse desafio.

Por fim, e fundamentalmente, agradeço a Andréia e Rogério, minhas maiores fontes de inspiração, pelo amor e suporte incondicionais. E à Sara, agradeço não só pelo amor e pelo suporte, mas pela paciência e ternura de sempre. A ela, peço também desculpas, por fazê-la passar a enxergar conflitos de interesses em todos os cantos.

RESUMO

SOLER JUNIOR, Rogério. **Conflito de interesses e direito societário: revisão e crítica do debate brasileiro na era da governança corporativa.** 2020. 241 ff. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2020

Há um desacordo persistente sobre a melhor interpretação das normas que disciplinam conflitos de interesses (CI) de acionistas controladores no Brasil. Argumento que o problema do debate teórico brasileiro sobre o conceito de CI em matéria societária é metodológico: primeiro, procura-se uma definição positiva do "interesse social", para depois investigar-se o conceito de CI. Dado que CI não são objeto exclusivo do direito societário, inverto os passos da pesquisa. No Capítulo 1, investigo o conceito de CI a partir de uma perspectiva interdisciplinar. Concluo que CI dizem respeito a relações de poder. Desse aspecto relacional, extraio duas dimensões do conceito: (i) o agente que decide, e (ii) o principal, que está sujeito aos efeitos da decisão. No Capítulo 2, aplico esse achado ao debate teórico do direito societário. Contesto a distinção entre CI formais *v.* substanciais e proponho um resgate crítico das teorias italianas sobre CI e seu aproveitamento pela doutrina brasileira. Supero o paradoxo da definição positiva do interesse social a partir de uma definição negativa, que dá sentido forte às disposições legais aplicáveis a deliberações societárias. No Capítulo 3, aproveitando a dupla dimensão do conceito, penso a discussão regulatória sobre OPR pelo olhar do investidor. Estudos empíricos apontam para um desconto relevante no preço das ações de companhias que realizam OPR, o que cria um peso-morto econômico. Leio essa evidência como uma sinalização de desconfiança. A literatura teórica e empírica sobre confiança sugere maior atenção a mecanismos de abertura das companhias a comunicação constante com investidores e sinalização de comprometimentos críveis de não expropriação por parte dos controladores. Com essas premissas, analiso os dados obtidos em pesquisa empírica que mapeou mecanismos internos de tratamento de OPR de 66 companhias abertas brasileiras, vigentes em 2018. A previsão de regras sobre OPR em acordos de controle, a baixa previsão de vetos e participação de conselheiros não vinculados ao controlador e as incertezas quanto às políticas de OPR são os principais pontos de atenção. Pensar formas de elaboração e negociação continuada de políticas de OPR pode ser uma possibilidade regulatória.

Palavras-chave: direito societário; sociedades anônimas; conflito de interesses; governança corporativa; regulação; transações com partes relacionadas; acionista controlador; confiança; cooperação

ABSTRACT

SOLER JUNIOR, Rogério. **Conflict of interests and corporate law: a critical review of the Brazilian debate in the age of corporate governance.** 2020. 241 ff. Dissertation (Master in Commercial Law) – Faculty of Law, University of São Paulo, São Paulo, 2020

There is persistent disagreement over the best interpretation of the rules applicable to conflicts of interest (CI) involving controlling shareholders in Brazil. I argue that there is a methodological problem in theoretical discussions over the concept of CI by Brazilian corporate lawyers, who first attempt a positive definition of the "company's interest" and then turn to the concept of CI. Since CI as a subject of inquiry are not exclusive to corporate law, I invert the research steps. In Chapter 1, I investigate the concept of CI through an interdisciplinary perspective (economics, applied ethics, private law theory). I conclude that CI refer to relations that involve power. From this relational aspect, I extract two dimensions of the concept: (i) the agent that decides, and (ii) the principal who is subject to the effects of the decision. In Chapter 2, I apply this finding to corporate legal theory. I criticize the distinction between formal *v.* substantial CI and propose a critical review of Italian legal theories of CI and their articulation by Brazilian lawyers. I overcome the paradox of the positive definition of the company's interest by providing a negative definition, which gives full scope to the rules applicable to corporate resolutions. In Chapter 3, following the double dimension of the concept, I approach the regulatory discussion over RPT from the investor's perspective. Empirical studies indicate relevant discount on share prices of companies that engage in RPT, which creates an economic deadweight. I read this finding as a signal of distrust. Theoretical and empirical literature on trust suggest focusing on mechanisms that make companies open to constant communication with investors and signal credible commitments on non expropriation by controllers. With these premises in mind, I analyze data gathered on an empirical research on the internal mechanisms for treatment of RPT of 66 Brazilian listed companies as of 2018. Rules applicable to RPT provided in controlling shareholders' agreements, low provision of vetos and engagement of directors independent from controlling shareholders and uncertainties regarding RPT corporate codes are the main points of attention. To conceive mechanisms of elaboration and periodic renegotiation of such RPT codes may be a regulatory possibility.

Keywords: corporate law; corporations; conflict of interest; corporate governance; regulation; related party transactions; controlling shareholder; trust; cooperation

ABREVIATURAS

Legislação, autoridades e instituições

ABRASCA – Associação Brasileira das Companhias Abertas

AMEC – Associação de Investidores no Mercado de Capitais

B3 – B3 S.A. – Brasil. Bolsa. Balcão

CBGC – Código Brasileiro de Governança Corporativa – Companhias Abertas

CF – Constituição da República Federativa do Brasil, 5 de outubro de 1988

Código Civil – Lei 10.406, de 10 de janeiro de 2002, cf. alterada

Código de Processo Civil – Lei 13.105, de 16 de março de 2015, cf. alterada

CONSOB – *Comissione Nazionale per le Società e la Borsa*

CPC – Comitê de Pronunciamentos Contábeis

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

IAS – *International Accounting Standards*

IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa

LSA – Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976, cf. alterada

Casos CVM referidos

Caso EMAE – Processo Administrativo CVM 19957.005749/2017-29

Caso GPC – Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2014/0591

Caso Melhoramentos – Processos Administrativos Sancionadores CVM nº RJ 2016/4426 e nº RJ2017/3871

Caso Previ-Sistel – Inquérito Administrativo CVM nº TA/RJ 2002/1153

Caso Tractebel – Processo Administrativo CVM nº RJ 2009/13179

Caso TIM – Inquérito Administrativo CVM nº TA/RJ 2001/4977

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO **13**

CAPÍTULO 1 – A DUPLA DIMENSÃO DOS CONFLITOS DE INTERESSESS **17**

1. Introdução **17**

1.1. Um olhar interdisciplinar **17**
1.1.1. A perspectiva econômica 18
1.1.2. A perspectiva da ética aplicada e *business ethics* 32

1.2. Uma teoria jurídica sobre conflitos de interesses: as posições de poder **53**
1.2.1. Poder jurídico como prerrogativa heterônoma 54
1.2.2. A definição procedimental dos atos jurídicos a partir das posições de poder 59

1.3. Conclusões parciais: organizando a discussão **65**

CAPÍTULO 2 – CONFLITO DE INTERESSES E DIREITO SOCIETÁRIO: UM CONCEITO A PARTIR DO DIÁLOGO COM AS FONTES DA DISCUSSÃO BRASILEIRA CONTEMPORÂNEA **69**

2. Introdução **69**

2.1. Uma questão preliminar: o problema da distinção conflitos "formais" v. "substanciais" **71**

2.2. Um resgate da discussão italiana sobre conflitos de interesses e o conceito de poder 78
2.2.1. Críticas às teorias do dano potencial e do motivo ilícito 89
2.2.2. Do organismo à organização: os problemas da definição positiva do interesse social 98
2.2.3. A definição negativa do interesse dos sócios e a definição positiva dos conflitos de interesses: uma atualização pontual de "O Contrato Plurilateral" 112

2.3. Alguns anacronismos na era da governança corporativa **125**
2.3.1. O preconceito contra a proibição de voto 131
2.3.2. O problema da presunção de boa-fé subjetiva 136

2.4. Conclusões parciais: um conceito a ser articulado **139**

CAPÍTULO 3 – OPERAÇÕES ENTRE PARTES RELACIONADAS E CONFIANÇA DO INVESTIDOR **145**

3. Introdução **145**

3.1 Conflitos de interesses *v.* operações entre partes relacionadas: intersecção, mas não continência 146

3.2 Operações entre partes relacionadas e (des)confiança: caso exemplar e evidências empíricas 149

3.3 Reflexões sobre operações entre partes relacionadas e percepção de risco de oportunismo 157
3.3.1 Conceito de confiança: atributos individuais, disposições gerais e relações específicas 157
3.3.2 Guias para a regulação de operações entre partes relacionadas sob a ótica da confiança 167

3.4 A regulação brasileira sobre operações entre partes relacionadas para companhias abertas 170
3.4.1 LSA e a centralidade do conselho de administração 171
3.4.2 CVM: transparência e foco nas operações extraordinárias 172
3.4.3 B3 e as regras do Novo Mercado 175
3.4.4 Código Brasileiro de Governança Corporativa – Companhias Abertas: constrangimentos adicionais 176

3.5 Pesquisa empírica: mecanismos internos de tratamento de operações entre partes relacionadas das companhias brasileiras com controle privado definido 177
3.5.1 Desenho da pesquisa 179
3.5.2 Resultados principais 184

3.6 Conclusões parciais: pontos de atenção da pesquisa e uma proposta 190

CONCLUSÕES GERAIS 197

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS 203

ANEXO 215

INTRODUÇÃO

"À mulher de César não basta ser honesta,
há que parecer honesta"

Situações de conflito de interesses são uma fonte de preocupação nos mais diversos campos da interação humana. Pode-se predicar situações em diferentes contextos e relações como envolvendo conflitos de interesse, tanto na esfera pública quanto no campo das relações privadas. Intuitivamente, entende-se que a ideia faz referência a uma espécie de risco, de tentação ou de quebra de expectativa. No entanto, justamente por seu apelo intuitivo, é comum que se deixe de lado a preocupação em tratá-la como um conceito teórico articulado, que dê sentido preciso à sua aplicação em diferentes situações.

Do ponto de vista do jurista, essa é uma dificuldade importante. Cabe ao direito a missão de tipificar adequadamente o comportamento esperado, de modo a permitir às pessoas orientar a sua conduta de acordo com as exigências da lei, bem como estabelecer critérios claros pelos quais o comportamento desviante pode ser sancionado. No caso específico dos conflitos de interesse, essa parece ser uma missão ainda em curso. Nota-se uma tendência global de recepção da expressão "conflito de interesses" pelo direito positivo em diversos países, inclusive no Brasil[1], bem como a emergência de uma literatura teórica que procura dar densidade teórica e normativa ao conceito[2]. A despeito de poder ser referido a uma espécie de sabedoria profunda, como ilustra o provérbio da mulher de César, referido na epígrafe, ou ao familiar brocardo *nemo iudex in causa propria*, o conflito de interesses é objeto de renovada atenção nos dias atuais e é particularmente difícil de teorizar.

Para o direito societário brasileiro, esse ressurgimento da ideia de conflito de interesses não deveria espantar. Há pelo menos duas décadas o tema ocupa advogados e

---

[1] V. Seção 1.1.2.3 abaixo.

[2] Além das referências que constam do texto, v. também: STARK, Andrew. *Conflict of Interest in American Public Life*. Cambridge: Harvard University Press, 2000; DAVIS, Michael, STARK, Andrew (Eds.). *Conflict of Interest in the Professions.* Oxford: Oxford University Press, 2001; GASH, Alison L., TROST, Christine. (Eds.) *Conflict of Interest and Public Life: Cross-national Perspectives*. Cambridge: Cambridge University Press, 2008

juristas do campo, em função, sobretudo, do interesse pelas decisões da CVM que interpretam o art. 115, §1º, da LSA. A popular querela entre as interpretações "formais" e "substanciais" da última parte do artigo originou diversos trabalhos acadêmicos e manifestações na imprensa de advogados envolvidos em disputas societárias. Muito antes disso, as discussões a respeito de conflitos de interesses e suas consequências para o exercício de prerrogativas dentro das sociedades empresárias ocuparam a atenção de juristas em outras partes do mundo, como ilustra a tradicional discussão italiana da primeira parte do século XX, à qual a doutrina brasileira comumente faz referência[3]

No entanto, as discussões nunca chegaram a bom termo. Uma explicação plausível desse fenômeno é a oposição que gera entre os atores envolvidos no cotidiano societário, para além dos juristas: acionistas controladores *v.* investidores minoritários. Com efeito, a interpretação da lei que impede o acionista controlador de votar em uma determinada deliberação em virtude de um conflito de interesses – a interpretação "formal" – gera um ônus maior ao controlador, enquanto a interpretação que lhe permite votar – a interpretação "substancial" – gera maior ônus para o investidor minoritário. Nessa mesma linha, uma recente tentativa de alteração legislativa do art. 115 da LSA, que dava ao artigo uma nítida feição "substancialista", foi frustrada, com forte oposição de associações vinculadas à defesa de interesses de investidores minoritários[4].

Analisar essa disputa sob o ponto de vista político ou estratégico certamente é possível. Contudo, admitir essa hipótese como única possibilidade implica assumir que não há mais razões normativas ou melhores argumentos que sejam capazes de encaminhar o problema pelo próprio discurso jurídico. Se tudo se resume a uma disputa econômica ou política, o que resta ao jurista dizer?

Este trabalho opta pela via argumentativa, acreditando ser possível encontrar as razões normativas – o que, do ponto de vista jurídico, implica a defesa de valores – pelas quais faz sentido disciplinar situações de conflito de interesses e defender certas abordagens em detrimento de outras. Sendo o direito um saber argumentado, não se trata de dar uma resposta última e definitiva, mas de avançar as interpretações existentes e questionar a sua fundamentação, chegando a uma resposta melhor, que será passível de críticas no futuro.

---

[3] V. Seção 2.2 abaixo.
[4] V. Seção 2.3.1 abaixo.

Acredita-se, então, que o problema envolvido na interpretação das normas de direito societário que fazem referência a conflitos de interesse não é uma simples questão de jogo político ou econômico, mas também um problema que decorre da falha dos juristas em desenvolver mais a fundo o conceito de conflito de interesses.

O objetivo geral do trabalho, nessa linha, é tentar articular um conceito jurídico de conflito de interesses no campo do direito societário, partindo de um diálogo com as melhores tentativas que o precederam. Especificamente aplicado ao debate brasileiro, esse objetivo geral implica enfrentar um problema particular: a dificuldade de definição do conceito de interesse social, ou interesse da companhia.

A LSA não prevê a expressão "conflito de interesses" diretamente no texto dos artigos aplicáveis a deliberações societárias, seja no contexto das assembleias gerais (art. 115, §1º), seja no contexto da administração (art. 156)[5]. A despeito de prevê-la no título das seções em que tais artigos estão inseridos, a redação dos artigos em si prevê uma redação levemente distinta: "interesse conflitante com o da companhia". A metodologia tradicional de interpretação desses dispositivos exige a definição do que seja o "interesse da companhia", para identificar a *contraposição* desse interesse ao interesse do sócio ou administrador que esteja envolvido na deliberação, de modo a impor-lhe as consequências previstas nos dispositivos (afastamento da deliberação e proibição de voto).

Os debates sobre o conceito de interesse social no campo do direito societário são antigos, polêmicos e irresolvidos. Ganharam conotação ideológica em certos momentos históricos, a depender do papel atribuído à empresa no contexto mais amplo de um projeto político e econômico nacional, e têm distintas formulações e objetivos a depender da cultura jurídica e do contexto institucional em que foram desenvolvidos (Gelter, 2010). Mesmo no campo mais restrito das deliberações societárias, há diversas propostas interpretativas possíveis sobre o sentido de se afirmar que uma dada deliberação atende aos interesses da companhia[6]. Trata-se de um termo aberto, que dificulta a extração de consequências específicas e, justamente por essa ambiguidade, dá margem ao confronto entre controladores e investidores.

---

[5] V. Seção 1.1.2.3.
[6] V. Seção 2.2.

O ponto importante a se notar é o fato de a doutrina brasileira não tratar o conceito de conflito de interesses de forma autônoma, mesclando-o ao conceito de interesse social. Essa opção metodológica fica evidente quando se olha para uma das obras seminais e mais influentes sobre o tema: o livro do professor Erasmo Valladão A. e N. França, *Conflito de interesses nas assembleias das S.A.*, publicado pela primeira vez em 1993. Antes da conversão em livro, o trabalho foi apresentado um ano antes pelo autor como dissertação de mestrado à Faculdade de Direito da USP, sob outro título: *Ensaio sobre o interesse da companhia e sua tutela nas deliberações assembleares.*

A problemática que este trabalho se propõe a enfrentar, então, é a seguinte: é possível articular um conceito de conflito de interesses no campo do direito societário sem enfrentar a difícil questão da definição do interesse social? A questão ganha sentido quando se constata que o conceito de conflito de interesses é foco de atenção de outros campos de estudo para além do direito societário – e mesmo para além do direito.

A proposta deste trabalho, nesse sentido, é de inverter os passos de pesquisa: investigar os elementos centrais de uma definição de conflito de interesses em primeiro lugar, para depois retornar ao direito societário com os achados, testando-os contra as premissas do discurso tradicional. Esse é o primeiro passo a ser dado. Parte-se da hipótese de que uma investigação mais ampla sobre o conceito de conflito de interesses pode gerar resultados úteis para suprimir algumas das lacunas e problemas argumentativos envolvidos na interpretação das normas de direito societário, em especial aquelas aplicáveis às deliberações societárias, que visam disciplinar conflitos de interesses.

CAPÍTULO 1 – A DUPLA DIMENSÃO DOS CONFLITOS DE INTERESSESS

1. Introdução

O objetivo deste capítulo inicial é explorar algumas abordagens teóricas sobre o conceito de conflito de interesses. Parte-se da hipótese de que é possível visualizar elementos comuns nessas abordagens e, consequentemente, chegar a um núcleo duro do conceito. A hipótese é justificada pela constatação de que o conceito de conflito de interesses é utilizado, por um lado, para descrever e valorar situações em diversos campos internos ao direito e, por outro lado, pode ser visualizado por outros ângulos téoricos que não o jurídico. Se o conceito é empregado em diversas circunstâncias, sob diferentes perspectivas, presume-se que há um fundo comum, ainda que expresso de maneiras distintas, que dá sentido a esse uso.

Nessa linha, propõe-se uma inversão metodológica em relação aos estudos doutrinários tradicionais sobre conflitos de interessess no campo do direito societário. Como será melhor exposto no capítulo seguinte, esses estudos partem de uma definição de "interesse", para então discutir o conceito de "interesse social" ou "interesse da sociedade" e, como um terceiro passo, definir "conflito de interesses" em função do conceito de interesse social. Uma vez que constatado que o conceito de conflito de interesses abrange muitos outros campos além do direito societário, partirei deste conceito, para então aplicá-lo a esse campo particular do direito societário.

1.1. Um olhar interdisciplinar

Antes de refletir sobre o conceito de conflito de interesses do ponto de vista jurídico, é esclarecedor expandir o campo de visão para outras disciplinas. A constatação de que conflitos de interessess não são um fenômeno objeto de análise e teorização exclusivo do direito convida a aprender com abordagens vindas de outras perspectivas. O objetivo não é

a imposição acrítica de discursos dotados de premissas e racionalidades próprias por sobre o direito, mas a identificação de pontos comuns e de questões as quais o olhar específico do jurista, por vezes, não é capaz de apreender prontamente. A interdisciplinariedade permite, sob esse viés, um enriquecimento da teoria e da doutrina jurídicas.

Nesse sentido, propõe-se uma revisão de duas perspectivas distintas, mas que dialogam abertamente com a disciplina jurídica, sobre o conceito de conflito de interesses: (i) a perspectiva dos estudos econômicos, e (ii) a perspectiva dos estudos de ética aplicada, em especial em sua versão aplicada aos negócios (*business ethics*).

1.1.1. A perspectiva econômica

Do ponto de vista econômico, conflitos de interessess podem ser compreendidos como o resultado inevitável de interações econômicas que envolvem ao menos um agente especializado no fornecimento de um determinado produto ou serviço. Alison Grey Anderson (1978) argumenta que conflitos de interesses só podem ser pensados a partir de um modelo de teoria econômica que leve em conta tanto custos de transação como falhas ou imperfeições de mercado[7]. Com efeito, um modelo econômico neoclássico "puro"[8], que trabalha com a hipótese de competição perfeita e informações completas e disponíveis a todos os agentes econômicos, não capta o problema central que fundamenta a preocupação com conflitos de interesses: o risco de oportunismo.

Em um contexto econômico marcado pela disparidade de forças, no qual se verificam situações de assimetria informacional, como as que envolvem agentes econômicos especializados ou mesmo circunstâncias mais drásticas, como monopólios, surgem possibilidades para que os agentes se aproveitem de sua posição de vantagem em interações econômicas para extrair mais recursos do que poderiam no cenário hipótetico do modelo neoclássico puro. Considerando a escassez de recursos econômicos, mesmo na presença de regras gerais que disciplinem essas interações, um agente racional – entendida a

[7] As referências a "olhar econômico", "ponto de vista econômico", "perspectiva econômica" etc. no texto dizem respeito a essa abordagem teórica (que poderíamos denominar neoclássica realista).
[8] Fala-se em "pureza" na medida em que a literatura econômica que reconhece a existência e analisa as falhas, ou imperfeições, de mercado, tanto não abandona certas premissas do modelo original – como a associação da racionalidade à maximização de utilidade (ou riqueza, expressa em termos monetários) – como pode ser lida criticamente como uma vertente que procura apenas estudar, e compreender como compensar, "desvios" a esse modelo (v. Salomão Filho, 2012, pp. 15-16).

racionalidade como maximização de utilidade – terá incentivos para aproveitar-se de sua vantagem ("*cheat*") caso os benefícios do oportunismo sejam superiores àqueles que poderia obter seguindo as regras estabelecidas. Assim, qualquer violação de regras que implique uma transferência de recursos em favor do agente violador configura, nessa perspectiva, uma situação de conflito de interesses[9].

A questão colocada por esse tipo de problema, sob a perspectiva econômica, é o fato de que a especialização é também um fator de geração de eficiência, na medida em que pode proporcionar ganhos mútuos para os agentes que interagem. Em uma economia de mercado ideal, a circunstância de, por exemplo, um padeiro e um mecânico de automóveis poderem focar-se em suas próprias tarefas e *confiar* um no outro para exercê-las, de modo a engajar-se em trocas econômicas entre si quando necessitarem, gera benefícios mútuos superiores àqueles disponíveis caso ambos tivessem que viver de modo autônomo, por conta própria. Generalizando esse argumento, a especialização proporciona, em teoria, um aumento de riqueza geral na medida em que permite que cada indivíduo maximize sua própria utilidade mediante o emprego de suas habilidades específicas, por um lado, e se aproveite do uso produtivo das habilidades específicas de terceiros, por outro lado.

O risco de oportunismo é então entendido como um custo associado à especialização econômica. Uma vez que há um ganho esperado em interações econômicas que envolvem especialização, de modo que proibir qualquer modalidade desse tipo de interação, em virtude do receio do risco de oportunismo, implica abrir mão de um potencial aumento geral de utilidade[10] – em outras palavras, implica gerar ineficiência –, uma intervenção externa sobre a interação, como uma proposta de regulação jurídica, deve ser antecedida de um cálculo de custos e benefícios esperados. Dado que o ganho da especialização decorre, justamente, da

---

[9] "[Individuals] will have an incentive to 'cheat' if by doing so they can obtain more resources than they could by following the established rules for allocation and distribution (…) The basic scarcity conflict of interest which exists in the absence of markets and governments is thus replaced by a conflict between each individual's interest in maximizing his total resources and his duty to comply with the established rules once mechanisms for resource allocation and distribution have been established. The direct conflict between individuals over scarce resources is transformed into a conflict for each individual between his self-interest and his duty not to cheat others (…) Any rule violation affecting resource distribution or allocation is thus in some sense a 'conflict-of-interest' problem" (Anderson, 1978, pp. 742-743).

[10] Diferentemente do que ocorre com situações de oportunismo em que não há uma possibilidade de ganho recíproco, como furtos: "Most types of cheating arising from scarcity are dealt with by attempting to eliminate the opportunities to cheat. Theft, for example, is controlled by hiring policemen and putting locks on doors; we have no interest in providing thieves with access to their victims' property. In the case of exchange conflicts of interest, however, competing social values are involved. We wish to discourage cheating, but not by limiting opportunities for exchange" (Anderson, 1978, p. 744).

capacidade de o agente empregar suas habilidades de forma discricionária na produção de um bem ou na prestação de um serviço – isto é, sem a intervenção ou monitoramento excessivos de seus potenciais clientes –, a intervenção externa não pode, em benefício da eficiência, restringir completamente o exercício dessa discricionariedade, seja por engessar demais o exercício da atividade, seja por criar mecanismos voltados ao monitoramento do oportunismo cuja manipulação imponha custos mais elevados do que os benefícios esperados das interações envolvendo especialização. Idealmente, a disciplina de interações econômicas marcadas por especialização consiste, portanto, em um complexo exercício calculista que deve almejar o ponto ótimo entre o estímulo à eficiência e a coibição do oportunismo.

Um dos pontos de atenção para esse exercício são as circunstâncias nas quais a disciplina do mercado não é suficiente, por si só, para manter os riscos de oportunismo sob controle. Em contextos nos quais haja informação suficiente disponível a respeito de variações de qualidade entre produtos ou serviços de um mesmo tipo, é esperado que os potenciais compradores ou tomadores de serviços sejam capazes de precificar essas variações – em outras palavras, o mecanismo de preços exerce sua função de transmissor homogêneo de informações –, de modo que o eventual oportunismo de um vendedor – que tenta vender um bem de qualidade inferior à média pelo preço médio, ou vender um bem de qualidade média por um preço superior – é identificável e sancionável pelos próprios compradores ou tomadores, que simplesmente deixam de contar com o fornecedor oportunista, forçando-o a não ser oportunista ou, no limite, excluindo-o do mercado.

No entanto, em situações nas quais a identificação da qualidade de um produto ou serviço ou da sua variação entre similares seja muito custosa ou muito difícil, em função de sua especificidade, ou nas quais um dos agentes seja capaz de determinar preços de forma unilateral, como em monopólios, o mercado, via formação de preços, não é capaz de exercer esse efeito disciplinador a contento. Nessas circunstâncias, a teoria sugere que alguma forma de intervenção externa, pela via regulatória, é necessária para evitar (i) o risco de drenagem completa dos recursos pelo fornecedor oportunista, como na hipótese de um monopolista que fornece bens essenciais (pense-se em matérias-primais fundamentais ou medicamentos específicos, únicos, para certas doenças) para o mercado, ou (ii) o risco de encolhimento e, no limite, de desaparecimento do mercado em questão, na medida em que a dificuldade de distinção entre bens ou serviços de qualidade superior ou inferior, que provoca disfunção do

mecanismo de preços, afasta os melhores fornecedores – incapazes de remunerar adequadamente o seu investimento – e, consequentemente, mina a *confiança* dos potenciais compradores ou tomadores, que passam a acreditar que apenas bens ou serviços de menor qualidade estão disponíveis[11].

Nesse sentido, a intensidade do problema colocado por conflitos de interessess, entendidos como o risco de oportunismo do agente em posição de vantagem informacional em uma relação econômica, é diretamente proporcional à assimetria de forças entre as partes da relação. Uma hipótese específica desenvolvida dentro dessa linha argumentativa, e que interessa mais diretamente a este trabalho, são os casos contemplados pela teoria da agência – ou pela leitura econômica da teoria da agência[12]. Trata-se de situações em que um indivíduo ou grupo de indivíduos – os agentes – é encarregado de exercer funções e tomar *decisões em benefício de outros* – os principais.

Diversos tipos de relação podem ser modelizadas como relações principal-agente: advogados-clientes, médicos-pacientes, gestores de fundos de investimento-cotistas e, notadamente, administradores-acionistas ou acionistas controladores-acionistas minoritários, dentre outras. Essas relações envolvem, tipicamente, uma disparidade informacional aguda entre o agente e os principais, dada a alta especialização do agente, que possui conhecimentos específicos dos quais o principal não partilha, e a dificuldade, ou alto custo, de monitoramento, pelo principal, do comportamento do agente, encarregado de agir em seu benefício – os chamados custos de agência.

O risco de oportunismo nessas situações é exacerbado, podendo o agente aproveitar-se de sua posição vantajosa na relação para extrair benefícios particulares, ou para terceiros a ele vinculados, em detrimento do principal, risco mais óbvio em casos nos quais o agente é encarregado de gerir diretamente o patrimônio do principal, como ocorre em sociedades empresárias com controladores e acionistas-investidores externos, apartados do controle[13].

---

[11] A hipótese original dessa consequência, desenvolvida a partir do exemplo do mercado de veículos usados, é de Akerlof (1970).

[12] A análise de relações principal-agente não é exclusiva da economia. V. Heath (2009) para uma versão "expandida" da teoria da agência, com uma crítica à limitação metoológica do olhar econômico (em especial a concepção instrumental de racionalidade).

[13] Mas não só. Pense-se no médico que, encarregado de diagnosticar um paciente, receita-lhe um medicamento de eficácia ainda não totalmente comprovada, produzido por uma farmacêutica que patrocina algumas de suas pesquisas ou viagens a congressos. Salvo na hipótese de o paciente também ter conhecimentos de medicina, trata-se de uma relação na qual a possibilidade de o oportunismo do médico não ser detectada é enorme.

No entanto, intervenções externas sobre essas relações devem, seguindo o princípio geral, atentar para os benefícios que decorrem desses tipos de relação e buscar um ponto ótimo entre a coibição do oportunismo e os ganhos que decorrem da especialização do agente, que pode ser colocada a serviço do principal, gerando ganhos mútuos. A delegação de tarefas jurídicas para advogados, de diagnósticos de doenças para médicos, de administração de patrimônio para gestores especializados, ou de condução dos negócios empresariais para administradores ou controladores comprometidos com o dia-a-dia da gestão, são fatores potenciais de geração de eficiência econômica. Logo, não devem ser proibidas, e a discricionariedade desses agentes não deve ser excessivamente tolhida.

É frequente, na literatura econômica aplicada às sociedades empresárias, de origem norte-americana, a modelização das relações societárias como relações entre principais e agentes[14], considerados os administradores ou acionistas controladores como agentes e os

[14] Em linha com a própria tradição jurídica norte-americana, que desde meados do século XIX já aplicava de modo analógico os princípios da relação fiduciária clássica de *trust* às então emergentes companhias empresariais, em especial no que diz respeito a conflitos de interesses envolvendo administradores (v. Marsh, 1966, pp. 35-39). Essa analogia acompanha o diagnóstico clássico de Adolf Berle e Gardiner Means (1932, em especial Cap. VII) a respeito da separação entre a propriedade acionária e o controle da gestão da empresa, considerado o conjunto de acionistas como verdadeiros *trustees* dos administradores. Aqui, cabe uma breve digressão. Ao menos no que diz respeito a Berle, essa vinculação de caráter fiduciário dos administradores ao acionariado pulverizado não consistia numa declaração de princípio que entendia o objetivo da gestão da empresa, do ponto de vista normativo, como a maximização do valor das ações dispersas. Como já era claro em seu debate com Merrick Dodd, antes da publicação de *The Modern Corporation and Private Property*, Berle entendia que o problema central a ser enfrentado era a excessiva concentração de poder nas mãos dos administradores, sem qualquer constragimento jurídico crível à época. Em sua visão, a afirmação do princípio fiduciário em favor dos acionistas era, naquele momento, o único mecanismo jurídico à vista capaz de oferecer esse constrangimento, sem negar que outros *stakeholders* das grandes companhias também deveriam ser protegidos – o que seria feito a partir da construção do aparato regulatório estatal norte-americano no contexto das reformas do *New Deal* a partir de 1933, da qual Berle era um dos ideólogos ("The shareholder who now has a primary property right over residual income after expenses are met, may ultimately be conceived of as having an equal participation with a number of other claimants. Or he may emerge, still with a primary property right over residual income, but subordinated to a number of claims by labor, by customers and patrons, by the community and the like, which cut down the residue. It would, as Professor Dodd points out, be unfortunate to leave the law in such shape that these developments could not be recognized as a matter of constitutional or corporation law. But it is one thing to say that the law must allow for such developments. It is quite another to grant uncontrolled power to corporate managers in the hope that they will produce that development (…) Unchecked by present legal balances, a social-economic absolutism of corporate administrators, even if benevolent, might be unsafe; and in any case it hardly affords the soundest base on which to construct the economic commonwealth which industrialism seems to require. Meanwhile, as lawyers, we had best be protecting the interests we know, being no less swift to provide for the new interests as they successively appear" (Berle, 1932, pp. 1371-1372). Seu diagnóstico original é, em certa medida, reciclado e apropriado por economistas (v. Jensen e Meckling, 1976) para fundamentar a noção de primazia do acionista como função última da sociedade empresária justamente no momento de crise tanto do Estado regulador construído pelo *New Deal* como da "*managerial era*" norte-americana nos anos 1970, sem atentar para as nuances originais do argumento. Passados trinta anos do *New Deal*, Berle indicava mesmo ter mudado sua percepção sobre a elite empresarial norte-americana, na presença, evidentemente, de constrangimentos jurídicos muito mais desenvolvidos ao seu poder: "I have been accused of (and plead guilty to) believing that the businessmen constituting managements in general are more trustworthy and that their standards are higher, than was the case at the close of the twenties. While human nature probably has not changed much, community standards

acionistas minoritários como seus principais. Um dos focos de análise são os benefícios que o agente – o controlador (seja um acionista controlador, seja um administrador que exerce controle gerencial)[15] – é capaz de extrair de sua posição de vantagem em relação aos principais – os acionistas não controladores –, denominados tecnicamente de benefícios privados de controle (Dyck e Zingales, 2002). Esses benefícios são múltiplos, abrangendo tanto fatores de quantificação quase impossível, como (i) o valor subjetivo positivo que o controlador atribui à possibilidade de gerir a empresa por conta própria, ou (ii) as benesses materiais, ou mesmo políticas, de que o controlador pode usufruir em virtude de sua posição[16], quanto vantagens econômicas passíveis, em maior ou menor grau, de quantificação objetiva, como as decorrentes de (i) aproveitamento de oportunidades comerciais ou informações sensíveis da empresa em benefício próprio do controlador, (ii) celebração de contratos em condições desvantajosas para a empresa em benefício do controlador ou terceiros a ele vinculados[17], ou (iii) desvios claros e abertos de recursos da companhia pelo controlador[18].

Uma segunda forma de abordar os riscos de oportunismo na relação societária parte da distinção, grosso modo, entre má gestão e gestão oportunista (Gilson e Schwartz, 2012). É possível que a confiança depositada pelos acionistas na gestão dos controladores seja traída em um sentido fraco, na medida em que os últimos apenas não entreguem os resultados esperados em virtude de decisões negociais equivocadas, as quais não implicam um desvio de recursos em seu benefício particular – casos que a literatura norte-americana denomina "*shirking*". O oportunismo em sentido forte, portanto, é aquele que implica uma traição da confiança que decorre de decisões que favorecem o controlador em detrimento, ou às custas,

---

do develop, and they have. These have been implemented by institutions tending to enforce them; the Securities and Exchange Commission, the various regulatory commissions, elevation of securities exchange administrations to disciplinary agencies with the Securities and Exchange Commission looking over their shoulders, more active state inspection, a better educated financial press, more widespread use of congressional investigations, and the now lively administration of the antitrust division of the Department of Justice" (Berle, 1962, pp. 437-438). Para uma associação histórica entre a emergência da noção da primazia do acionista, a crise da *managerial era* norte-americana e a concomitante emergência do capitalismo financeiro, v. Fligstein (2016). Para uma crítica à apropriação seletiva do argumento de Berle por economistas de viés neoliberal, v. Cioffi (2019).

[15] Daqui em diante, usarei o termo "controlador" para referir-me, indistintamente, a essas duas categorias de agentes.

[16] Quanto às benesses materiais, pense-se no uso privado de veículos ou aviões particulares, de propriedade da companhia, por seus controladores, ou o custeio de jantares luxuosos com clientes por seus altos executivos. Quanto às políticas, pense-se na "abertura de portas" em gabinetes de autoridades públicas que a posição de controle de uma grande companhia permite (algo especialmente relevante no Brasil).

[17] Em geral compilados sob a rubrica "operações entre partes relacionadas". V. Capítulo 3 abaixo.

[18] Em geral qualificados como situações de "*tunneling*". V. Johnson et al. (2000).

dos demais acionistas – casos referidos como "*stealing*". Enquanto casos de *shirking*, na medida em que dizem respeito à própria discricionariedade que se espera do controlador na gestão dos negócios, em um cenário de incerteza quanto ao futuro, são de difícil regulação, casos de *stealing*, em geral apreensíveis a partir de critérios objetivos[19] que permitem identificar o risco de oportunismo do controlador, são mais facilmente – e justificadamente – reguláveis (Roe, 2002).

1.1.1.1. As dimensões da regulação de conflitos de interessess sob o olhar econômico

Para fechar este breve panorama, cabe destacar duas contribuições especialmente relevantes da visão econômica sobre conflitos de interesses que serão úteis para a continuidade do estudo, focado na regulação de conflitos de interesses nas relações societárias. Como visto, a premissa básica dessa perspectiva é a análise de situações de conflito de interesses a partir de um *tradeoff*. Por um lado, há ganhos econômicos esperados na especialização ou, mais especificamente, na delegação, pelos principais, de tarefas para agentes especializados. Por outro lado, essa delegação acarreta riscos de oportunismo pelos agentes. A visão econômica recomenda que o direito tenha em conta esse *tradeoff* no momento de refletir sobre a regulação a ser proposta para coibir os riscos de oportunismo.

Nessa linha, a literatura econômica propõe duas abordagens sobre o problema colocado por conflitos de interesses. A primeira delas, que podemos denominar *atual*, pensa a regulação a partir de operações econômicas pontuais e nos ganhos de eficiência que essas operações podem gerar isoladamente. O ponto crucial dessa abordagem é a premissa de que a relação societária já está formada. A segunda abordagem, que podemos denominar *potencial*, pensa a regulação a partir da premissa oposta, refletindo sobre as condições que permitem que a relação societária venha a se formar – isto é, as condições que influenciam investidores externos a integrarem a relação societária. Em outras palavras, a regulação de conflito de interesses pode exercer duas funções distintas: (i) estimular a realização do máximo de operações eficientes possível, segregando operações ineficientes que favoreçam

[19] Pense-se em operações econômicas envolvendo a companhia, onde se encontram o controlador e os acionistas não controladores, e o próprio controlador, direta ou indiretamente, ou reorganizações societárias (tipicamente incorporações envolvendo controladas e controladores) que impliquem redistribuição de poder de voto em favor do controlador e em detrimento dos acionistas minoritários. Essa distinção entre *shirk* e *steal* é especialmente útil para identificar os problemas da distinção "conflitos formais" v. "conflitos materiais", como explorado adiante.

o controlador de modo exclusivo[20] (uma perspectiva mais próxima a uma visão exclusiva do direito societário), e (ii) estimular a entrada de capital externo nas sociedades, na medida em que reforça a confiança dos potenciais investidores frente aos riscos de oportunismo dos controladores estabelecidos (uma perspectiva que associa o direito societário ao mercado de capitais).

a. Abordagem atual: eficiência pontual de operações econômicas

A abordagem atual propõe refletir sobre a regulação de conflitos de interesses como uma variável que pode ser alterada, mantidas constantes todas as demais condições institucionais que circundam uma relação societária que envolva controladores e não controladores[21]. Partindo dessas premissas, questiona-se qual a forma de regramento de situações que implicam conflitos de interesses que melhor se adequa ao princípio geral do equilíbrio entre a garantia de realização de operações econômicas eficientes, de um lado, e a redução dos riscos de oportunismo, de outro lado.

Para operações que envolvem conflitos de interesses, como contratações diretas ou indiretas entre a companhia e seu acionista controlador, a literatura propõe, basicamente, duas estratégias regulatórias: imposição de regras que devem ser observadas *antes* da consumação do negócio (controles *ex ante*) e previsão de revisão de mérito das condições do negócio por um terceiro (*e.g.* um juiz ou um árbitro) *após* a consumação do negócio (controles *ex post*). Procedimentos *ex ante* envolvem, em maior ou menor grau, um constrangimento à discricionariedade do controlador. Regras sobre transparência, aprovações com quórum mais elevado em conselho de administração, pareceres de auditores independentes ou obrigatoriedade de submissão da decisão aos demais acionistas livres de conflitos de interesses (aprovações pela maioria da minoria), dentre outras possibilidades, são exemplos de procedimentos *ex ante* que funcionam, idealmente, como limitadores os riscos de oportunismo. No entanto, por imporem custos adicionais à operação econômica,

[20] Essa é a função tradicionalmente atribuída à regra, sob uma perspectiva de direito comparado: "In traditional self-dealing, the law's concern is that an influential manager or a controlling shareholder will transact with the company on terms less favorable for the company than could be obtained in an arm's length negotiation" (Enriques et al., 2017, p. 145).

[21] Um dos principais expoentes dessa abordagem é Zohar Goshen (v. Goshen, 2003; Goshen e Hamdani, 2019).

esses procedimentos reduzem a sua eficiência total esperada e podem, no limite, barrar a realização de operações potencialmente legítimas e eficientes envolvendo o controlador[22].

Regras que prevejam a obrigatoriedade de aprovação de operações que envolvam conflito de interesses do controlador pelos acionistas não conflitados[23] são pensadas como fontes de redução de eficiência, tanto por desestimularem o controlador a propor algumas dessas operações, que seriam potencialmente eficientes, como por criarem riscos de comportamento oportunista pelos próprios acionistas minoritários, que poderiam exigir condições negociais mais favoráveis para si em virtude de seu poder de veto – os chamados riscos de *holdout*[24]. Um breve parêntese: no caso brasileiro, esse parece ser um risco mais teórico do que prático, ao menos no que diz respeito à proposta e realização das operações, sem avaliar o mérito dos valores envolvidos[25].

Do ponto de vista econômico, a situação mais desejável, em tese, é a regulação por meio de controles *ex post*, uma vez que, em princípio, nenhuma operação eficiente seria perdida[26]. Esse controle deve ser exercido por juízes ou árbitros capazes de aferir os méritos

---

[22] Nessa linha, um aspecto interessante da regulação *ex ante*, que poderia ser objeto atenção mais detida (o que não será feito neste trabalho), é o seu teórico impacto redistributivo e, no limite, concorrencial. É possível hipotetizar situações (v. Goshen, 2003, pp. 413-414) em que os procedimentos *ex ante* encarecem a realização de operações entre partes relacionadas pelo controlador e o estimulam a buscar alternativas de mercado. Nessas circunstâncias, à potencial ineficiência alocativa (obsessão da análise econômica do direito aplicada ao direito societário, como transparece do panorama traçado no texto) corresponderia uma distribuição de recursos no mercado. Os potenciais impactos anticoncorrenciais de operações entre partes relacionadas são sugeridos, mas não aprofundados, pela literatura mais recente sobre o tema (v. Enriques e Tröger, 2019).

[23] Essa aprovação pode ser direta (como no caso de submissão da operação à assembleia) ou indireta (como no caso de imposição de voto afirmativo, ou poder de veto, de um representante dos acionistas minoritários no conselho de administração.

[24] V. Goshen (2003, p. 411-412 e 417).

[25] V. Seção 2.3.1 abaixo.

[26] Uma premissa importante dessa abordagem é o fato de que operações que envolvem conflitos de interesses podem ser até *mais* eficientes do que operações similares, em função da potencial redução de custos de negociação, uma vez que é, em tese, menos custoso fazer negócios consigo mesmo ou com agentes com os quais se tem um vínculo estreito do que com terceiros desconhecidos. No entanto, essa mesma premissa prejudica o argumento de que a função das regras que disciplinam operações envolvendo conflitos de interesses, como certas operações comerciais entre partes relacionadas, é replicar operações "*arm's lenght*", entre desconhecidos, uma vez que a redução da incerteza decorrente do relacionamento pretérito entre as partes, que é a fonte de redução dos custos de negociação, confere à operação um caráter "idiossincrático" que a torna incomparável com operações análogas entre desconhecidos, comprometendo o controle substancial *ex post*: "Relationships differ from arm's lenght transactions because they involve some degree of idiosycrasy (i.e., the parties' identity is not a matter of indifference). Idiosyncrasy of transactions inside the firm is of course higher than that of transactions outside the firm. However, the underlying rationale is the same in both cases: relationships may reduce exposure of the parties' investments to uncertainty (…) The consequence is twofold (…) On the one hand, the merits of idiosyncrasy in market relationships bear no more second-guessing than the basic choice as to 'make-or-buy'. On the other hand, the terms of transaction within idiosyncratic relationships cannot possibly be compared with those of any transaction between perfect strangers, since arm's length is by definition incompatible with idiosyncrasy. There is no reason to consider related-party transactions

substantivos da operação, validando as operações eficientes e rejeitando as ineficientes, que prejudicam os demais acionistas em benefício do controlador. No entanto, essa preferência normativa pelo controle *ex post* deve ser contraposta ao contexto institucional mais amplo da jurisdição sob análise. Os principais fatores a serem levados em conta[27] são:

(i) a proximidade do mercado de capitais local do modelo neoclássico ideal, refletida (a) na dispersão e qualidade da divulgação de informações a respeito das companhias e das operações que conduzem, e (b) na presença de investidores sofisticados, em especial institucionais, capazes de processar essas informações e precificá-las adequadamente, de modo a sancionar ações oportunistas pela via do preço das ações;

(ii) a relevância do fator reputacional no mercado em questão, que pode exercer uma pressão informal para coibir o eventual oportunismo do controlador; e

(iii) sobretudo, a qualidade do sistema de aplicação das leis, refletida (a) na sofisticação e conhecimento interdisciplinar específico dos juízes ou árbitros a respeito de questões societárias, em especial sua capacidade de avaliar as condições e o racional econômico de cada operação, bem como seu potencial de geração de benefícios compartilhados ou exclusivos ao controlador, (b) na

---

as separated from the idiosyncratic relationship they may be part of, for there lays the only legitimate business purpose that they may have in corporate governance (…) In this perspective, any attempt to determine whether a related-party transaction was actually concluded at arm's length would be quite a strech. But it would be even worse to allow for a judgment whether it was worthwhile for the company to enter into a certain transaction with a a corporate controller's related party *instead* of at arm's length" (Pacces, 2012, p. 248). Para um contra-argumento em favor da possibilidade e das vantagens de revisões *ex post* por um sistema judiciário especializado, v. Rock (2019) (argumentando que operações *arm's lenght* envolvendo bens ou serviços similares aos envolvidos em operações entre partes relacionadas podem, ao menos, servir como *benchmark* para efeitos comparativos em revisões *ex post*, e que, baseando-se na experiência da corte de Delaware, é possível que juízes se tornem, ao menos, razoavelmente competentes em *valuation*). É curioso notar uma traço cultural implícito nesse ponto. Há uma certa tendência (não plenamente generalizável) de autores norte-americanos, como Edward Rock ou Ronald Gilson (v. Gilson e Schwartz, 2012), ou ao menos influenciados pela tradição jurídica norte-americana, como Zohar Goshen, inclinarem-se favoravelmente a controles *ex post* de operações envolvendo conflitos de interessess baseando-se na experiência da corte altamente especializada de Delaware que parece ser bastante excepcional ao redor do mundo (Rock (2019) chega a falar que a revisão judicial *ex post* é custosa, dentre outros fatores, por poder suspender os efeitos de uma determinada operação por *semanas*, algo bastante inusitado aos olhos de um leitor brasileiro, acostumado com a morosidade do judiciário local e com a extensão de processos judiciais por vários anos, ou mesmo com procedimentos arbitrais, que tomam, ao menos, alguns meses). Por outro lado, Alessio Pacces, italiano e, portanto, vindo de uma jurisdição onde o controle judicial de operações societárias em geral é visto como deficiente, tende a inclinar-se para soluções baseadas em procedimentos *ex ante* e limitar o escopo das revisões judiciais.

[27] Com base em Goshen (2003).

rapidez da entrega de decisões definitivas pelos julgadores, e (c) nos custos envolvidos na adjudicação.

Nesse sentido, quanto melhor a jurisdição atender a esses critérios – em especial a qualidade do sistema de aplicação das leis –, mais indicada será a adoção dos controle *ex post*, dado que o conjunto institucional como um todo é capaz de colocar freios ao comportamento oportunista, permitindo que mais operações eficientes envolvendo o próprio controlador e a companhia sejam levadas a cabo. Em jurisdições nas quais esses critérios estejam distantes do ideal, a adoção de procedimentos de controle *ex ante* é mais recomendada, na medida em que o risco de oportunismo e, portanto, a possibilidade de operações ineficientes, em benefício exclusivo do controlador, serem levadas a cabo sem a possibilidade de defesa adequada pelos demais acionistas é exacerbado.

b. Abordagem potencial: geração de confiança por meio da proteção jurídica

A abordagem potencial propõe uma reflexão distinta. A partir do mesmo conjunto de possibilidades regulatórias disponível para lidar com situações envolvendo conflitos de interesses, questiona-se qual combinação está associada a um mercado de capitais maior e mais desenvolvido. A premissa dessa proposta é uma relação positiva entre a proteção jurídica conferida ao investidor frente ao potencial oportunismo do controlador em uma dada jurisdição e o desenvolvimento de seu respectivo mercado de capitais. Em outras palavras, entende-se que o direito tem um papel determinante na *formação da confiança* dos investidores[28].

Note-se que essa abordagem assume um *ponto de vista* distinto, em relação à abordagem atual. Enquanto a abordagem atual focaliza aquele que, em princípio, *toma* a decisão – o agente, ou, mais especificamente, o controlador –, e se preocupa com os constrangimentos à sua discricionariedade sob uma perspectiva de maximização da

[28] Essa é a premissa da linha de estudos econométricos e comparativos – campo conhecido como *law and finance* – que procura associar, empiricamente, o desenvolvimento econômico e financeiro de um país às suas instituições jurídicas: "Initial research in this area argues theoretically and shows empirically that differences in legal investor protection across countries shape the ability of insiders to expropriate outsiders, and thus determine investor confidence in markets and consequently their development" (Djankov et al., 2005, p. 2). Para uma apresentação dos propósitos e do desenvolvimento da literatura *law and finance*, v. Pargendler (2013, pp. 41-46).

eficiência (quanto mais operações eficientes conduzidas, melhor)[29], a abordagem potencial focaliza aquele que *recebe os efeitos* das decisões negociais ou, mais especificamente, que *potencialmente* recebe tais efeitos e é, em maior ou menor grau, capaz de antecipar os riscos de oportunismo e precificá-los ou, no limite, decidir não se expor a eles. Nas duas abordagens, o direito, e a regulação jurídica de operações que envolvem conflitos de interesses, em particular, é relevante, mas sob diferentes perspectivas.

Um exemplo importante da abordagem potencial é o estudo seminal de Simeon Djankov et al. (2005). Nesse trabalho, os autores procuravam identificar, a partir de um estudo empírico comparativo entre 72 jurisdições, quais tipos de regras jurídicas disciplinando operações que envolvem conflitos de interessess de controladores estariam associadas a mercados de capitais mais desenvolvidos. Em síntese, os autores propuseram a advogados das jurisidições selecionadas que respondessem, com base em seus respectivos direitos positivos, tal qual vigentes em maio de 2003, questões a partir de um caso hipotético de uma operação que envolve conflito de interesses do controlador. No caso proposto, o controlador detém 90% das ações votantes da Cia. A, uma companhia fechada, e 60% das ações votantes da Cia. B, uma companhia aberta, da qual o controlador é membro do conselho de administração e seu filho, o principal executivo. O controlador propõe que a Cia. B adquira parte do ativo ocioso da Cia. A, mediante pagamento, em dinheiro, de um valor correspondente a 10% do ativo da Cia. B[30]. Os autores compilaram e quantificaram as

[29] Esse foco de preocupação sobre o agente, tomador de decisões, fica bastante evidente na proposta teórica de Goshen e Hamdani (2019) de proteção à "visão idiossincrática" do controlador a respeito do negócio como um fator adicional a pender a balança em favor de restrições menos rígidas à discricionariedade dos controladores, mesmo em situações de conflito de interesses. Essa teoria parece talhada para contemplar os modelos empresariais de *startups* do setor de tecnologia, em geral associadas à figura de um fundador criativo e visionário. A recente débacle do WeWork, que envolveu, dentre outros muitos fatores, a descoberta de operações questionáveis como a aquisição da marca "We" utilizada pela companhia, que havia sido registrada diretamente por seu fundador, Adam Neumann, além de locações de imóveis, pela companhia, também pertencentes ao fundador, para instalação dos espaços de *coworking* por ela operados, sugerem alguma parcimônia na aceitação dessa teoria (e na confiança irrestrita em jovens empreendedores excessivamente "idiossincráticos"). Um excelente perfil de Adam Neumann e detalhes do caso estão disponíveis em reportagem da *Vanity Fair*, "'*You don't bring bad new to the cult leader': inside the fall of WeWork"*, 21.09.2019, disponível em https://www.vanityfair.com/news/2019/11/inside-the-fall-of-wework# (último acesso em 16.01.2020).

[30] Assume-se, no caso, que a operação possua, ao menos potencialmente, um propósito negocial, a despeito de envolver um conflito de interesses evidente. Assumindo que a operação seja aprovada e que possa implicar expropriação dos acionistas não controladores da Cia. B, questiona-se: (i) quais as instâncias internas da responsáveis por aprovar a operação, (ii) quais informações devem ser apresentadas ao conselho de administração, aos acionistas, à bolsa de valores e ao regulador do mercado de capitais, (iii) quais os deveres legais substantivos dos executivos, membros do conselho e do controlador, (iv) quais os meios jurídicos e as causas de agir disponíveis aos acionistas não controladores para contestar a operação, (v) o que precisa ser provado e quais os agentes legitimados a questionar em juízo em cada causa de agir, (vi) se há mecanismos de

soluções do caso propostas pelos respondentes em três segmentos, derivando de cada qual um índice específico. A cada variável analisada é atribuída uma pontuação positiva, caso prevista no direito positivo da jurisdição em questão, ou pontuação zero, caso não prevista:

(i) Controles *ex ante*, que incluem as seguintes variáveis: (a) obrigatoriedade de aprovação da operação pelos acionistas não controladores, (b) transparência quanto (b.1) à participação simultânea do controlador nas Cias. A e B, (b.2) à descrição dos ativos a serem adquiridos, do preço e das condições de pagamento, bem como à justificativa do preço da operação, (c) possibilidade de revisão das condições da operação por um perito independente, antes de sua aprovação (o "Índice de Controle *ex ante*");

(ii) Controles *ex post* privados, que incluem as seguintes variáveis: (a) transparência, via inclusão em demonstrações financeiras periódicas, quanto (a.1) às participações diretas e indiretas do controlador em A e B, (a.2) à descrição dos ativos a serem adquiridos, do preço e condições de pagamento, bem como à justificativa do preço da operação, (b) possibilidade de acionistas titulares de 10% das ações da Cia. B processarem, em nome da companhia ou diretamente, o controlador ou os administradores da Cia. B, (c) possibilidade de anulação da operação, ou de se exigir reparação civil do controlador ou dos administradores da Cia. B, caso a operação se revele prejudicial aos demais acionistas, e (d) previsão legal de mecanismos facilitadores de coleta de provas, via nomeação judicial de interventores ou requisição forçada de documentos (o "Índice de Controle *ex post* Privado", sendo que a média deste Índice e do Índice de Controle *ex ante* compõe o "Índice Anti-*Self Dealing*"); e

(iii) Controles *ex post* públicos, que incluem as seguintes variáveis: (a) previsão de imposição de multas, pelo regulador do mercado de capitais, aos membros da instância da Cia. B que aprovou a operação ou ao controlador, (b) sanções criminais aos membros da instância da Cia. B que aprovou a operação ou ao controlador.

---

acesso a informações e descoberta de provas pelos acionistas não controladores, e (vii) se há previsão de multas ou sanções criminais caso a operação se revele prejudicial aos não controladores.

Os autores cruzaram os dados de cada segmento e os índices calculados com estatísticas de desenvolvimento do mercado de capitais, como (i) razão entre a capitalização de mercado do país e o seu PIB ("MCap/PIB"), (ii) razão entre o número de ofertas iniciais de ações em bolsa do país e o seu PIB ("IPO/PIB"), e (iii) a proporção entre o número de companhias abertas de um país e a sua população. O cruzamento indicou, em especial, que (a) Índices de Controle *ex ante* e *ex post* Privados mais elevados estão fortemente associados a uma maior razão MCap/PIB, (b) Índices de Controle *ex post* Privados e Índices Anti-*Self Dealing* mais elevados estão fortemente associados a uma maior razão IPO/PIB e a um maior número de companhias abertas, proporcionalmente à população. Nessa linha, estabelece-se uma correlação positiva entre a proteção jurídica ao investidor (ao menos no que diz respeito ao direito positivo) e um mercado de capitais mais desenvolvido.

As recomendações regulatórias apresentadas na conclusão do estudo são mistas e também sujeitas a uma avaliação de contexto institucional mais amplo, o que as torna algo indistintas das recomendações apresentadas pela abordagem atual. Tanto estratégias de controle *ex ante* que envolvem ampla transparência a respeito da existência do conflito de interesses e das condições específicas da operação, somadas à submissão da operação à aprovação dos não controladores, por um lado, como estratégias de controle *ex post*, que envolvem divulgação periódica de operações conflitadas realizadas, via demonstrações financeiras, somadas a uma facilitação da contestação judicial de operações suspeitas, por outro lado, são, segundo a pesquisa, associadas a um maior desenvolvimento do mercado. A possibilidade de sucesso das estratégias de controle *ex post* é sujeita ao mesmo *caveat* apresentado pela abordagem atual, dependendo, fundamentalmente, da qualidade do sistema de aplicação das leis de cada jurisdição.

Para os própositos do argumento deste capítulo, no entanto, basta a constatação de que esse estudo seminal, ainda que sujeito a críticas[31], sugere que, do ponto de vista

[31] A metodologia desenvolvida nesse estudo, com algumas suplementações, serve como base para a elaboração do índice de proteção aos investidores que compõe o influente *ranking Doing Business*, do Banco Mundial (v. https://portugues.doingbusiness.org/pt/methodology/protecting-minority-investors, último acesso em 16.01.2020). Puchniak e Varottil (2019) criticam (i) o foco exclusivo da metodologia no direito positivo de cada país, sem ter em conta a forma local de interpretação e aplicação das regras expressas, que pode ser muito distinta do que as regras positivas sugerem a primeira vista, e (ii) uma certa miopia dessa metodologia, que sugere que todo e qualquer controlador é movido por objetivos oportunistas e que toda e qualquer operação envolvendo conflito de interesses é necessariamente ineficiente, o que não seria verdade. A distinção proposta neste trabalho permite responder, ainda que parcialmente, a essa segunda crítica: no fundo, Djankov et al. estão

econômico, regras que disciplinam conflitos de interesses podem exercer uma **dupla função**: não somente selecionar, pontualmente, operações econômicas eficientes e ineficientes, mas também *estímular* o investimento, fornecendo garantias institucionais aos potenciais investidores que, em princípio, favorecem a exposição ao risco de oportunismo de controladores ou, em outros termos, impactam positivamente a sua confiança em investir, de modo que regras que disciplinam conflitos de interesses podem produzir, a depender do contexto institucional em que operem, externalidades positivas ou negativas.

1.1.2. A perspectiva da ética aplicada e *business ethics*

A perspectiva dos estudos de ética aplicada sobre conflitos de interesses, em especial em sua vertente aplicada aos negócios (*business ethics*)[32], estabelece um diálogo produtivo com a perspectiva econômica. Por um caminho distinto, esses estudos, partindo também do modelo principal-agente, apontam para a dupla dimensão dos conflitos de interesses: a dimensão de quem toma uma decisão, por um lado, e a dimensão de quem está sujeito – ou pode vir a estar sujeito – aos efeitos da decisão, por outro lado. Essa percepção conecta o conceito de conflito de interesses a outra ideia bastante influente no campo do direito societário: a de governança corporativa.

1.1.2.1. Conflitos de interesses em contexto histórico: da virtude individual à desconfiança institucional

A pergunta central que guia os estudos de *business ethics* sobre conflitos de interesses diz respeito à proeminência que o uso desse conceito ganhou no debate público a partir das últimas décadas do século XX, transcendendo o campo mais restrito da linguagem jurídica tradicional, aplicável a situações particulares – como relações fiduciárias ou de representação, de modo geral. Wayne Norman e Chris MacDonald (2010) atentam para o fato de que algumas questões básicas evocadas pelo conceito de conflito de interesses – *e.g.*

---

abordando uma função distinta das regras de conflito de interesses, mais preocupados com a associação da disciplina de conflitos de interesses aplicável às relações controladores e não controladores ao desenvolvimento do mercado – i.e., às externalidades que geram – do que com a dimensão da eficiência de operações pontuais.

[32] "*Business ethics*", enquanto campo de estudo autônomo, tem por objeto principal de estudo os casos e problemas morais derivado do âmbito negocial a partir de uma abordagem conceitual filosófica, feita por filósofos (v. *The Oxford Handbook of Business Ethics*, 2010, Introduction).

os receios quanto à tentação ou à corrupção, das quais decorrem o conteúdo substantivo de deveres fiduciários ou de juízes[33] – são antiquíssimas e há muito tratadas pelo direito, ainda que de forma esparsa. No entanto, o uso da expressão "conflito de interesses", em referência a uma gama de situações envolvendo tanto agentes públicos como privados, e o interesse em tratá-la de forma unificada, como um conceito autônomo aplicável a diversas situações nos dois âmbitos, cresceu profundamente nas últimas décadas do século XX. Nessa linha, há uma dimensão histórica importante a ser considerada na análise de seu sentido. O que explica esse fenômeno?

A explosão do uso da expressão "conflito de interesses" se dá, inicialmente, *fora* do âmbito do direito positivo ou de decisões judiciais. Os primeiros estudos norte-americanos no campo de *business ethics*, que abordam o conceito de conflito de interesses começam a surgir nos anos 1980 e partem da constatação do emprego crescente da expressão em códigos de ética profissionais, como os aplicáveis ao exercício da advocacia, códigos de conduta e políticas internas de grandes corporações[34]. De maneira geral, atribui-se às iniciativas de autorregulação o papel de introduzir a expressão "conflito de interesses" no vocabulário corrente ao redor do mundo[35].

Nesse primeiro momento, os estudos de *business ethics* propõem-se a um exercício de análise conceitual aplicado à expressão "conflito de interesses", procurando tanto isolar os elementos necessários à adequada caracterização de uma dada situação como envolvendo um conflito de interesses, como explicitar os problemas morais ou éticos implicados por tais situações[36]. As primeiras propostas procuram segregar um uso genérico da ideia de interesses conflitantes entre dois sujeitos autônomos – como as situações em que ambos desejam um

---

[33] O exemplo é curioso: "One can surely not understand why a sultan would have insisted on having his harem attendants castrated without imagining him being keenly aware of the mostly unsupervised attendants' potential conflict of interest" (Norman e MacDonald, 2010, p. 444). Em nossa tradição, o brocardo *nemo iudex in causa propria* (ainda invocado na argumentação sobre conflito de interesses em matéria societária no Brasil) dá conta da antiguidade desse tipo de preocupação.

[34] V. Davis (1982), que trabalha a partir das definições do *Code of Professional Responsibility* da *American Bar Association*, e Boatright (1992), que aborda exemplos de políticas internas de corporações aplicáveis a seus empregados e códigos de ética aplicáveis a profissão de jornalista.

[35] "Si elles sont ainsi relativement peu fréquentes dans les textes de loi, des dispositions relatives aux conflits d'intérêts sont en revanche fréquemment présentes dans les codes, chartes ou directives de déontologie et/ou de bonne conduite, dont se dotent certaines professions ou institutions, privées ou publiques, parfois sur injonction du législateur" (Valiergue, 2019, p. 19). Um exemplo são as *Guidelines on Conflicts of Interest in International Arbitration*, elaboradas pela *International Bar Association* (disponível em https://www.ibanet.org/ENews_Archive/IBA_July_2008_ENews_ArbitrationMultipleLang.aspx, último acesso em 16.01.2020).

[36] Empregarei aqui "ética" e "moral" indistintamente.

mesmo bem que não pode ser repartido entre si[37] – de seu uso específico, mais próximo ao sentido intuitivo que identifica o problema central ao qual a expressão faz referência – os já aludidos riscos de tentação ou corrupção ou, nos termos do discurso econômico, de oportunismo. Vincula-se então o uso do conceito de conflito de interesses às situações nas quais um agente está encarregado, ou tem um dever, de exercer julgamentos ou tomar decisões em benefício de terceiros – em linha com o modelo principal-agente.

As primeiras definições propostas por esses estudos enfatizam três dimensões distintas do conceito:

(i) Conflitos de interesses referem-se a situações nas quais a *capacidade de julgamento* do agente que ocupa uma posição de tomada de decisão em favor de um principal é, ou pode ser, comprometida, em virtude de influências ou interesses estranhos à relação que mantém com o principal[38];

(ii) Conflitos de interesses referem-se a situações nas quais o *cumprimento de um dever*, do agente em relação ao principal, é colocado em xeque em virtude de

[37] "[We] can find the words 'conflict', 'of,' and 'interest' conjoined in [classical] political philosophy texts (…) but in any examples we have found, this expression refers simply to the existences of what we may call 'clashing interests,' for example, where you and I both want something but cannot both have it (…) Still, there are genuinely novel features of our contemporary concept and of the ways we use it in our evaluations of individuals and the institutions within which they work" (Norman e MacDonald, 2010, p. 444). Esse sentido genérico da expressão é o empregado pela doutrina tradicional de direito societário, que pensa conflitos de interesses como "incompatibilidade" entre interesses (entendidos em sentido objetivo): "[L'incompatibilità] si verifica ogni qual volta un determinato bene non sia idoneo a soddisfare i bisogni di più soggetti, o comunque non a soddisfarli completamente. In questo caso si hanno *interferenze* fra gli interessi relativi a quel bisogno, che possono essere *assolutamente incompatibili* (il che avviene quando la soddisfazione di un bisogno esclude il soddisfacimento, anche parziale, dell'altro), o *relativamente incompatibili* (quando permane la possibilità di una incompleta realizzazione di entrambi)" (Jaeger, 1964, p. 8); "Por interesse pode-se entender a relação existente entre um sujeito, que possui uma necessidade, e o bem apto a satisfazê-la, determinada na previsão geral e abstrata de uma norma. Para satisfação das suas necessidades, o homem vale-se de bens. Entre o sujeito e o bem, portanto, forma-se uma relação que, na situação jurídica enfocada, toma o nome de interesse (...) Diz-se, assim, primeiramente, que os interesses podem ter uma relação de *relevância* ou de *indiferença* (...) Há relevância quando existe essa relação ou interferência, que pode ser de *solidariedade* (ou *instrumentalidade*) ou de *conflito* (ou incompatibilidade)" (França, 1993, pp. 15-17).

[38] Nessa linha, a definição de Michael Davis: "A person P_I has a conflict of interest in role R if, and only if, a. P_I occupies R; b. R requires exercise of (competent) judgment with regard to certain questions Q; c. A person's occupying R justifies another person relying on the occupant's judgment being exercised in the other's service with regard to Q; d. Person P_2 is justified in relying on P_I's judgment in R with regard to Q (in part or at least) because P_I occupies R; and e. P_I is (actually, latently or potentially) subject to influences, loyalties, temptations, or other interests **tending to make P_i's (competent) judgment in R with regard to Q less likely to benefit P_2** than P_I's occupying R justifies P_2 in expecting" (Davis, 1982, p. 24 – grifou-se).

influências ou interesses que recaem sobre o agente e que são estranhos à relação que mantém com o principal[39]; e

(iii) Conflitos de interesses referem-se a situações nas quais o advento ou a existência de influências ou interesses externos à relação principal-agente, independentemente de afetarem ou não a capacidade de julgamento do agente ou o cumprimento do dever, podem impactar a *confiança* que o principal deposita no agente[40].

A diferença entre a primeira e a segunda definições é sutil: ambas dizem respeito à potencialidade de quebra de um dever, mas a primeira focaliza diretamente as capacidades de julgamento do agente, enquanto a segunda prescinde delas. Ambas, no entanto, colocam o holofote sobre o agente que exerce julgamento ou toma decisões, enquanto a terceira joga luz sobre o outro lado da relação: o que está em jogo em situações de conflito de interesses não é necessariamente a capacidade do agente, mas a *percepção* do principal, que pode impactar a própria constituição ou manutenção da relação.

Do ponto de vista moral, as duas primeiras definições tocam o aspecto *atual*, da decisão – é imoral que o agente tome decisões que efetivamente violem os interesses do

---

[39] Nessa linha, as definições de Thomas Carson: "A conflict of interest exists in any situation which an individual (I) **has difficulty discharging the official (conventional/fiduciary) duties attaching to a position or office she holds** because either: (i) there is (or I believes that there is) an actual or potential conflict between her own personal interests and the interests of the party (P) to whom she owes those duties, or (ii) I has a desire to promote (or thwart) the interests of (X) (where X is an entity which has interests) and there is (or I believes that there is) an actual or potential conflict between promoting (or thwarting) *X's* interests and the interests of P" (Carson, 1994, p. 388 – grifou-se); e de John Boatright: "A conflict of interest occurs not merely when there is a conflict but **when an interest of some kind conflicts with an obligation that a person has to others** (…) The conflict occurs when a personal interest comes into conflict with an obligation of a certain kind or when two obligations of a certain kind come into conflict. The kind of obligations in question can be characterized as role obligations (…) but a further qualification is needed. The qualification is that the obligation in a conflict of interest is an obligation to act in the interest of another. This kind of obligation exactly coincides with the obligation in an agency relation. It is the obligation that an agent owes a principal" (Boatright, 1992, pp. 190-191 – grifou-se).

[40] Nessa linha, o argumento de Neil Luebke: "[I] disagree that the principal moral concern regarding a [conflict of interest] is the threat to the *correctness* of a decision. To my mind, the moral issue is trust, not correctness. **The appropriate question a client might raise is 'Can I *trust* X to give me good advice?' not 'Can I trust X to give me *good* advice?'** (…) A client concerned with correctness might seek several opinions; a client concerned with trust examines reputation and commitments (…) To be in a situation that merely *appears* to affect one's judgment has not thereby *actually* injured the quality of that judgment. However, given my definition of [conflict of interest] as a moral category, it is clear that avoiding the appearance of a [conflict of interest] is essentially related to (…) the avoidance of certain situational factors that threaten *trust*" (Luebke, 1987, pp. 74-75 – grifou-se). John Boatright também abarca a ideia de confiança, mas apenas indiretamente, na medida em que o descumprimento do dever, pelo agente, que prejudica o principal rompe o elo de confiança que forma a relação: "To exploit an agency relation for personal gain is to violate the bond of trust that is an essential part of the relation" (Boatright, 1992, p. 192).

principal em benefício próprio, ou de terceiros a ele vinculados, em virtude de um conflito de interesses –, enquanto a segunda toca o aspecto *potencial*, da própria posição de conflito de interesses – o *advento* de conflito de interesses dá margem a suspeição, de modo que é imoral, por exemplo, que o agente voluntariamente se coloque em uma posição de conflito de interesses, independentemente do contéudo, ou resultado efetivo, das decisões que venha a tomar em tais circunstâncias. Em outros termos, enquanto a primeira dimensão focaliza o aspecto subjetivo da tomada de decisão, questionando as capacidades do agente em resistir à tentação, a segunda focaliza o aspecto objetivo da situação na qual a decisão é tomada – a perspectiva dos principais –, vinculando o conceito de conflito de interesses a situações em que é *plausível duvidar* da capacidade de julgamento do agente.

É possível, portanto, estabelecer um paralelo entre as dimensões dos conflitos de interesses sob o ponto de vista econômico, expostas acima, e as dimensões atual e potencial focalizadas pelas diferentes abordagens pioneiras de *business ethics* sobre o conceito de conflito de interesses. A dimensão atual se preocupa com a possibilidade de aproveitamento da especialização do agente, raiz de geração de eficiência, a qual está diretamente ligada à sua capacidade de tomar boas decisões, que pode *ou não* ser afetada em situações de conflito de interesses. A dimensão potencial, por sua vez, se preocupa com o impacto das situações de conflito de interesses na percepção que o principal tem a respeito do agente e da relação que mantém com ele. Em uma situação de conflito de interesses, na abordagem potencial, não se questiona ao agente se este acredita que a sua capacidade de julgamento será afetada; a questão é dirigida *ao principal*, e consiste em saber se este tem razões para desconfiar da capacidade de julgamento do agente e, em especial, se teria decidido sujeitar-se ao poder de decisão do agente caso tivesse antecipado o advento de tal situação.

Ambas as dimensões, sob os dois pontos de vista, abordam questões igualmente problemáticas. No entanto, seguindo a análise de Norman e MacDonald (2010), é o progressivo peso relativo que a dimensão potencial vem ganhando, desde as últimas décadas do século XX o fator a explicar a explosão do uso da expressão “conflito de interesses” em códigos de conduta, políticas corporativas e manuais de boas práticas em diversos campos, em um primeiro momento, e a sua progressiva recepção por legisladores e reguladores ao redor do mundo, mais recentemente.

Os autores argumentam que a dimensão atual, com seu foco no agente que toma decisões em benefício de sujeitos distintos de si, corresponde, grosso modo, à compreensão que a teoria ética clássica tem dos problemas evocados por conflitos de interesses. Situações em que um sujeito é tentado a desviar-se de suas obrigações, de modo a auferir benefícios particulares, são tradicionalmente pensadas pelo olhar do agente, na medida em que este é capaz de resistir à tentação e se manter fiel a elas. Trata-se de uma abordagem focada, portanto, na virtude individual[41].

No entanto, essa abordagem centrada na virtude do agente é insuficiente para dar conta do significado contemporâneo do conceito de conflito de interesses. Pierre Le Coz (2016) identifica, na contemporaneidade, do ponto de vista da filosofia, uma superação de um racionalismo tradicional, cuja expressão clássica é o pensamento de R. Descartes, que teorizava uma separação rígida entre corpo e alma. Nessa tradição, pensa-se o corpo como uma simples máquina, cujo funcionamento se dá por impulsos automáticos, os quais a vontade racional está sempre em condição de subordinar. O homem, sobretudo o homem culto, da ciência, é pensado como um sujeito racional dotado de um poder de introspecção que lhe permite detectar quaisquer riscos de desvio ao seu próprio bom julgamento – em outros termos, de resistir aos impulsos da "carne" ou da "paixão". Nesses termos, um conflito de interesses que recaia sobre um sujeito racional só provocará consequências sobre o seu julgamento na ausência de clareza de sua parte – i.e, se o sujeito não tiver sua capacidade de julgamento plenamente cultivada e desenvolvida. O problema se esgotava, portanto, na esfera individual[42].

---

[41] "Most theorists would agree (...) that '[O]ne can have a conflict of interest without being in the wrong. To have a conflict of interest is merely to have a moral problem. What will be morelly right or wrong ... is how one responds to the problem.' When we say that Aristotle or Kant did not think in terms of conflicts of interest in the contemporary sense, this is primarily what we are referring to. They understood the idea of trusted physicians, or politicians, or magistrates, or civil servants being tempted to enrich themselves rather than fulfilling their duties to their 'principals' or to the public. But roughly speaking, for early thinkers, the moral analysis of such a situation would focus on the 'professional' in question having (or failing to have) the courage to do the right and honorable thing and to resist the temptations of corruption. As long as this person has remained virtuous and fulfilled his primary duties, nothing morally wrong has happened" (Norman e MacDonald, 2010, p. 447).

[42] "En lui assignant le statut d'une simple machine, Descartes fait accéder le corps à une neutralité axiologique qui le délivre de sa déchéance peccamineuse. Il n'y a plus ni chair, ni péché, ni tentation maléfique. Le corps cartésien se résume à des automatismes, à des ressorts et des poulies (...) Tandis que, par sa volonté, l'âme affirme son pouvoir de juguler les passions du corps, son entendement lui permet de se connaître elle-même par un effort réflexif. L'homme de science est un sujet rationnel doté d'un pouvoir d'introspection qui lui permet de détecter tout risque de 'conflits d'intérêts' susceptible d'entacher l'impartialité de son jugement (...) Le conflit d'intérêts selon Descartes ne peut provenir que de l'absence de clarté et de distinction (...) En tant que sujet transparent à lui-même, l'homme de Descartes n'a pas réellement besoin d'un concours extérieur pour avoir conscience des mobiles de ses décisions" (Le Coz, 2016, pp. 56-57).

Le Coz argumenta que esse modelo introspectivo de honestidade deu lugar a um modelo *declarativo*. A sociedade contemporânea é, seguindo seu argumento, marcada pela desconfiança, e o homem, visto como falível e influenciável. Se não rejeita completamente a capacidade de julgamento de um agente, o olhar contemporâneo amplia seu campo de visão para abranger também os terceiros que estão sujeitos aos efeitos desse julgamento. E, em situações de conflito de interesses, tais terceiros podem ter razões legítimas para suspeitar que o julgamento não será o ideal[43].

A própria ciência contribui para essa passagem. Uma ilustração é o crescente interesse que suscitam os estudos de psicologia comportamental, os quais, baseados em evidência empírica e experimental, colocam em xeque a presunção de que indivíduos, ainda que bem intencionados, são sempre capazes de exercer julgamentos isentos e acertados. Em sua revisão dessa literatura, desenvolvida a partir dos trabalhos seminais de Amos Tversky e Daniel Kahneman, Anna Lygia Costa Rego (2010) elenca os diversos tipos de viéses inconscientes identificados em processos de tomada de decisão aos quais o julgamento humano pode estar sujeito, incluindo (i) tendência a validação presente de eventos futuros incertos (ilusão de validade), (ii) ancoragem em exemplos disponíveis ou experiências pretéritas similares às do contexto de tomada de decisão, que não correspondem necessariamente às circunstâncias reais em que a decisão é tomada (viés de consistência), (iii) confiança excessiva nas próprias capacidades ou previsões, e (iv) tendência a confirmação das expectativas do grupo mais restrito ao qual o agente pertence[44].

Norman e MacDonald compilam resultados de alguns estudos empíricos que corroboram as previsões dessa literatura no campo da assessoria financeira: (i) um estudo de Roni Michaely e Kent Womack identificou a existência de viéses cognitivos em analistas financeiros sugerindo que estes não somente resistem, mas são psicologicamente incapazes de agir segundo a evidência estatística de que boa parte das ofertas públicas de ações nas

---

[43] "Nous sommes passés d'um modèle introspectif à un modèle déclaratif. Pour nous, l'homme est faillible, influençable, opaque à lui-même, et la science n'y pourra rien changer. Le risque de conflit d'intérêts ne peut plus s'apprécier de manière solitaire et subjective. Il doit être évalué de manière objective et sera contrôlé par des tiers (...) [L'] appréciation personnelle n'est certes pas rejetée, mais elle a besoin d'être complétée par un regard extérieur. Sa situation sera évaluée non seulement au regard de la *réalité* du conflit d'intérêts, mais également de la *suspicion* de conflits d'intérêts aux yeux du public. Les apparences ont désormais plus d'importance que ce que ressent l'individu en son for intérieur" (Le Coz, 2016, p. 57).

[44] V. Rego (2010, Cap. 2).

quais trabalham não atingem as previsões anteriores ao seu lançamento, (ii) um estudo de Don Moore, George Loewestein, Lloyd Tanlu e Max Bazerman apresentou dados experimentais indicando que auditores financeiros são possivelmente incapazes de superar viéses favoráveis aos seus clientes na revisão de suas demonstrações contábeis, mesmo na presença de incentivos financeiros para entregar revisões precisas, ainda que desfavoráveis ao cliente, e (iii) em linha com o anterior, uma revisão de diversos outros estudos empíricos realizada por Mark Nelson concluiu existir evidência consistente de viéses favoráveis aos clientes por parte de auditores contábeis[45]. Nesse sentido, as evidências indicam que a ocorrência de conflitos de interesses pode impactar a capacidade de julgamento e decisão de um agente *independentemente* de sua intenção ou de incentivos externos para superar os viéses a que está sujeito.

Nessa linha, a abordagem centrada na virtude individual não apreende a razão central pela qual a preocupação com conflitos de interesses tomou grandes proporções a partir das últimas décadas do século XX até o presente. Tampouco apreende a forma pela qual essa disseminação começou, partindo de iniciativas de autorregulação e, apenas mais recentemente, sendo redescoberta pelos legisladores e reguladores. Há um razoável consenso na literatura que aborda o conceito de conflito de interesses de que a disseminação do seu uso está ligada, por um lado, à crescente complexificação da sociedade capitalista e ao avanço da regulação estatal sobre virtualmente todos os setores da economia e, por outro, ao avanço tecnológico e à disseminação do acesso à informação por meio da mídia de massa.

Esses fatores implicam (i) uma crescente dependência do público em geral de profissionais, funcionários e serviços cada vez mais especializados, tanto do setor público como do setor privado, de modo que proliferam as relações principal-agente nas quais os principais têm cada vez mais dificuldade em monitorar e avaliar a conduta dos agentes, (ii) uma cobertura midiática mais intensa sobre abusos de poder que culminam em escândalos corporativos e de corrupção, que também crescem em proporção e potencial de prejuízo àqueles que dependem ou se associam a essas instituições e (iii) o risco de imposição de

[45] As referências são: Michaely, R., K. L Womack, "Conflict of Interest and the Credibility of Underwriter Analyst Recommendations," *Review of Finance* 12 (1999) 653-86; Moore, D. A., G. Loewenstein, L. Tanlu, M. H. Bazerman, "Auditor Independence, Conflict of Interest, and the Unconscious Intrusion of Bias." Harvard Business School Working Paper #03-116 (2003); e Nelson, M. W. "A Review of Experimental and Archival Conflicts-of-Interest Research in Auditing" in Moore, Don. A., Daylian M. Cain, George Loewenstein, Max H. Bazerman, eds., *Conflicts of Interest: Challenges and Solutions in Business, Law, Medicine, and Public Policy*. New York: Cambridge University Press, 2005. Todos *apud* Norman e MacDonald (2010, p. 456).

pesadas regulações em caso de escândalos que abalem a confiança pública[46]. Em outras palavras, implicam a constituição de uma sociedade marcada pela desconfiança institucional, como argumenta Pierre Le Coz[47].

Sociólogos apontam na mesma direção. Erhard Friedberg (2012) elenca algumas explicações complementares sobre as razões pelas quais conflitos de interesses se tornaram uma preocupação tão abrangente nos dias atuais. Por um lado, o autor aponta que a crescente complexidade das sociedades contemporâneas leva a um aumento de exposição à discricionariedade (e (im)probidade) de profissionais e funcionários especializados. Ademais, a própria tendência à especialização crescente de tarefas e funções em estruturas burocráticas, públicas e privadas, funcionaria como uma espécie de fábrica de novas possibilidades de conflitos de interesses para os agentes que venham a exercê-las. Por outro lado, identifica o avanço de um "ethos" democrático e de uma correspondente exigência por transparência e *accountability* de instituições públicas e privadas, instigada pela

---

[46] "Au fil de ses nombreux travaux, la doctrine est en effet parvenue à démontrer que les conflits d'intérêts étaient présents dans toutes les branches du droit et que leur traitement constituait un enjeu majeur du droit. Si tel est le cas, c'est que la société, devenue et devenant de plus en plus complexe, rend nécessaire l'intervention de 'sachants', habiles à prendre en charge l'intérêt d'autrui quel que soit le domaine considéré. Qu'ils aient ou non des conséquences préjudiciables, leurs conflits d'intérêts sont à l'origine d'une perte de confiance des sujets de droit et des citoyens envers ceux qui agissent pour eux, particulièrment accentuée en période de crise économique. **L'enjeu des conflits d'intérêts n'est donc pas seulement d'éviter que des sujets de droit pâtissent des agissements de ceux auxquels ils confient leurs intérêts. Il s'agit aussi de raffermir ou de restaurer une confiance déjà entamée par des nombreux scandales**, afin d'éviter que les sujets de droit ne se détournent de ces acteurs ou ne remettent systématiquement en cause leur légitimité, ce qui pourrait paralyser le fonctionnement de la société" (Valiergue, 2019, p. 27 – grifou-se); "[It] is certainly possible to be in a conflict-of-interest situation and still faithfully fulfill one's duty to the principal in question. But it is not the whole story, and it is not the whole reason we now place such great emphasis on conflict of interest. **The other half of the story is about why the professional body that agent is a member of, or the firm or government agency that agent works for, cares about conflicts of interest. They care not only because they fear individuals being harmed by their members but also because they rely crucially on a stock of trust from clients or the public at large** (…) By focusing on how major social and political institutions come to see it in *their* interest to reduce and manage conflicts of interest, we get a fuller sense of why the concept arose when it did (…) This rise coincided with a massive expansion of the role and size of government and the number of facets of people's lives affected by large state institutions. It also coincided with the ever growing prominence of the mass media (aided now by the Internet) and its ability to uncover and publicize even a whiff of corruption or abuse of privilege. Along with both of these trends came a more democratic, and less deferential, expectation of citizens for propriety in large institutions in both public and private sector. It is also the precise period when virtually every sector of the economy became heavily regulated, often for the first time. So business, NGOs, civil servants, and professions have all become keenly aware that if the public sees them abusing positions of trust or privilege, there is always a credible threat of renewed and tighter state regulation" (Norman e MacDonald, 2010, p. 463 – grifou-se).

[47] "Notre 'société de défiance' cherche davatange à enrayer le mal qu'à réaliser le bien. Elle aspire à mettre fin aux connivences souterraines qui minent l'espace public et la confiance du peuple en ses élites. L'heure est à l'éradication des conflits d'intérêts partout où ils se sont nichés, dans l'expertise scientifique, les affaires, la fonction publique et la vie politique" (Le Coz, 2016, p. 52).

multiplicação (ou pela expansão da cobertura midiática) de escândalos corporativos e de corrupção, que acarretam a disseminação de desconfiança institucional.

Nesse contexto, a confiança – ou, mais precisamente, o estímulo à confiança – desse público, os potenciais principais, ganha uma importância autônoma e essencial. É a própria legitimidade institucional das profissões (não mais como agentes isolados, mas como categorias sociais organizadas), das corporações privadas e dos organismos públicos que entra em questão, de modo que passa a ser do interesse dessas próprias instituições mostrarem-se atentas e capazes de tratar conflitos de interesses – e outras questões ligadas à integridade dos agentes que as compõem – *antes* que abusos efetivos venham a ocorrer. Ademais, na presença de um Estado regulador sensível a pressões públicas em situações de graves desvios de conduta, as iniciativas de autorregulação privada, pela via de publicação de códigos de conduta, cartas de princípios, políticas de integridade e afins, surgem como uma tentativa de compromisso de grandes corporações com seus acionistas, atuais e potenciais, e com seus *stakeholders* de modo geral, visando evitar possíveis intervenções regulatórias mais gravosas. Essa percepção cria uma ponte interessante entre o conceito de conflito de interesses e o de governaça corporativa.

1.1.2.2. O paralelo entre os conceitos de "conflito de interesses" e "governança corporativa": a era da governança corporativa no direito societário

Assim como a expressão "conflito de interesses", a disseminação da expressão "governança corporativa" está ligada ao mesmo fenômeno geral de progressiva desconfiança frente às instituições. Como argumenta Mariana Pargendler (2016), vive-se atualmente em uma era de obsessão pela "governança corporativa" na academia e nas discussões regulatórias, ainda que não haja uma definição unívoca e universalmente aceita da expressão. A aparição do termo no debate público data dos anos 1970, nos Estados Unidos, em um contexto de seguidos escândalos corporativos, ao qual se sobrepunha um movimento ideológico mais amplo e em ascensão, liberalizante, que se opunha a uma maior intervenção regulatória estatal sobre o domínio empresarial[48]. A autora também destaca a relevância de

[48] "The very expression corporate governance first gained ground in the 1970s. Although the New York Times featured the phrase as early as 1972, it was not until 1976 that the concept acquired theoretical backing (…) The first problem which corporate governance purported to address was the perception of unbridled "corporate power" and the ensuing need for corporate accountability. Two central events in the 1970s contributed to this diagnosis. The first was the unexpected debacle of the Penn Central Railroad, a company then regarded as 'the

novos escândalos corporativos e crises – como o caso Enron na virada do século XXI e a grande crise financeira global a partir de 2008 – na consolidação do movimento de governança corporativa ao longo das décadas seguintes.

O discurso de governança corporativa está associado a uma preocupação com o funcionamento interno das companhias, partindo-se do pressuposto de que alterações na estrutura de divisão de poderes interna da companhia, mais do que a simples imposição de deveres substantivos aos seus controladores ou altos administradores, por um lado, ou intervenções estatais externas à empresa, como o controle de estruturas via direito antitruste, por outro lado, são a maneira mais eficaz de constranger potenciais abusos de poder corporativo. Nessa linha, seguindo o argumento de Pargendler, muitos dos princípios hoje consolidados de "boa" governança corporativa extraem seu racional da linguagem da teoria do estado liberal clássica[49], mais desenvolvida no que diz respeito à reflexão sobre os limites do exercício do poder, sobre o desenho das instituições pensado a partir de tais limites e, sobretudo, sobre os fundamentos do dever do titular do poder de *prestar contas* – a *accountability*.

Esse diálogo explicita o caráter de solução de compromisso do movimento de governança. Afinal, como reconhece a própria ciência política, fonte de inspiração substantiva do movimento, falar em *accountability* implica, logicamente, aceitar tanto a existência do poder, cujo exercício deve ser sujeito ao *controle* daqueles em nome ou benefício de quem é legitimamente exercido, como um constrangimento apenas modesto à discricionariedade de seu exercício[50]. O debate de governança corporativa traz consigo,

---

bluest of blue chips.' The second was the illegal campaign contributions and foreign corruption incidents associated with the Watergate scandal" (Pargendler, 2016, p. 373).

[49] A autora destaca dois exemplos: a "separação de poderes" interna à companhia, reforçando-se a função de monitoramento do conselho de administração frente aos executivos, e a "democracia acionária", que parte de uma aposta no envolvimento e no poder de fiscalização e intervenção dos acionistas sobre a gestão.

[50] "[Political] accountability is a modest enterprise insofar as it accepts the reality of power as well as the relative opacity of power (…) Without power, without the capacity to make decisions and the corresponding capacity to attribute decisions, it does not make any sense to talk about accountability. Nobody can hold anybody accountable for the bad weather (unless I subscrive to prescientific meterological theories) (…) Holding power accountable does not imply determining the way it is exercised; neither does it aim at eliminating discretion through stringent bureaucratic regulation. It is a more modest project that admits that politics is a human enterprise whose elements of agency, freedom, indeterminacy, and uncertainty are ineradicable; that power cannot be subject to full control in the strict, technical sense of the word, and that even in a hypothetical world of perfect accountability, political power would continue to produce harm, waste, and any other kind of 'irreversible 'public bads' that even ideal agents of accountability could only ascertain, expose, and punish but neither repair nor undo" (Schedler, 1999, pp. 18-20).

portanto, ainda que implicitamente, uma discussão sobre legitimidade do exercício do poder dentro das companhias.

Por outro lado, trata-se de um razoável avanço em relação a certas visões anteriores, que pensavam o exercício da gestão empresarial como um poder sujeito apenas a responsabilização por seu mau uso – o binômio poder *v.* responsabilidade. A introdução da noção de *accountability* na discussão de direito societário adiciona a dimensão do controle continuado, periódico, do exercício do poder – e, no fundo, de sua legitimidade[51]. A função do empresário, do administrador ou do controlador deixa de se esgotar na produção de bons resultados: dadas as experiências acumuladas de desastres corporativos, cada vez mais exige-se que estes *justifiquem* continuamente o que fazem, de modo a evidenciar que estão prevenindo a ocorrência de novos desastres. No limite, busca-se reforçar a confiança do público – notadamente, do investidor – na integridade da companhia.

Soluções de boa governança, de modo geral, focalizam o processo decisório e a estrutura de incentivos interna à companhia. São muitos os exemplos: a separação clara de funções entre órgãos de monitoramento (conselho) e execução (diretores), a defesa de conselheiros independentes dos controladores e dos órgãos executivos das companhias, o foco crescente na criação de comitês de assessoria especializados, a defesa de critérios objetivos para o estabelecimento da remuneração de administradores, a centralidade da função da auditoria contábil, tanto interna quanto externa ou independente, a transparência dos mecanismos de controle internos, o estímulo ao envolvimento e ao ativismo dos acionistas, dentre outras possibilidades. Se, por um lado, essas medidas não tocam diretamente a discricionariedade de gestão em relação a decisões negociais específicas, por outro lado têm um claro objetivo de conferir legitimidade ao processo decisório da companhia, sob o ponto de vista de quem *não participa* dele ou, ao menos, não o controla. Nessa linha, independentemente da efetividade específica de cada mecanismo, cabe notar

[51] "In essence, while accountability forces power to enter into a dialogue, the notion of responsibility permits it to remain silent. While accountability builds on the modern idea that power and knowledge are separate goods, the notion of responsibility allows powerful actors to maintain the illusion that they know what they are doing and therefore to dismiss irritating questions that do nothing but disturb their solemn and responsible exercise of power" (Schedler, 1999, p. 19). Já nos anos 1950, na Itália, o grande doutrinador Giuseppe Ferri defendia, para as grandes companhias de capital aberto, com acionistas minoritários dispersos e descoordenados, medidas de transparência e publicidade dos atos de gestão, além de critérios rígidos para a elaboração de demonstrações financeiras, como forma de proteção desse acionariado disperso. O autor argumenta que tais medidas (parte integrante do que hoje se qualifica como boa governança) implicaria o abandono da reflexão do direito societário sob a lógica poder-responsabilidade em favor da lógica poder-responsabilidade-controle. V. Ferri (1956).

que, seja em sua vertente autorregulatória[52], seja em sua apropriação regulatória e legislativa[53], a governança corporativa inclui expressamente a geração de confiança dos investidores[54], atuais e potenciais, como um de seus objetivos centrais.

É nesse ponto que as ideias convergem. Não a toa, o discurso de governança corporativa incorpora a preocupação com conflitos de interesses, em especial com situações envolvendo acionistas controladores. Os mais recentes Princípios de Governança Corporativa do G20/OCDE (OCDE, 2015), por exemplo, destacam a relevância de previsão de mecanismos adequados, legislativos ou autorregulatórios, para lidar com conflitos de interesses em diversas circunstâncias, envolvendo diversos agentes distintos, dentre as quais:

(i) operações entre partes relacionadas, que envolvem, segundo a OCDE, conflitos de interesses "inerentes"[55], recomendando-se completa transparência a respeito de operação realizada, bem como quanto dos membros da companhia (*e.g.* controlador ou administradores) nelas envolvidos, e a previsão de algum tipo de procedimento específico de monitoramento e aprovação, seja pelo conselho de administração, seja pelos acionsitas desinteressados (Princípios II.F.1, V.A.3 e V.A.4);

---

[52] V. o pioneiro relatório Cadbury, de 1992, que instituiu o primeiro código de melhores práticas de governança corporativa, justificando a constituição do comitê que elaborou o relatório em um momento de "baixa confiança" nas informações contábeis publicadas pelas companhias, piorado pela ocorrência de fraudes: "The Committee was set up in May 1991 by the Financial Reporting Council, the London Stock Exchange and the accountancy profession to address the financial aspects of corporate governance (...) Its sponsors were concerned at the perceived **low level of confidence** both in financial reporting and in the ability of auditors to provide the safeguards which the users of company reports sought and expected (…) These concerns about the working of the corporate system were heightened by some unexpected failures of major companies' and by criticisms of the lack of effective board accountability for such matters as directors' pay" (*Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance, 1 december 1992*, Introduction – grifou-se) Disponível em https://ecgi.global/sites/default/files/codes/documents/cadbury.pdf. (último acesso em 16.01.2020).

[53] Veja-se o parágrafo de abertura da última edição dos Princípios de Governança Corporativa do G20/OCDE, importante *benchmark* global para reguladores: "The purpose of corporate governance is to **help build an environment of trust**, transparency and accountability necessary for fostering long-term investment, financial stability and business integrity, thereby supporting stronger growth and more inclusive societies" (OCDE, 2015 - grifou-se).

[54] Mais recentemente, o movimento vem caminhando no sentido de absorver demandas outras que não de investidores (v. Pargendler, 2016, pp. 389-395, referindo-se a preocupações com desigualdade econômica, desigualdade de gênero, respeito a direitos humanos e proteção ao meio-ambiente). Os princípios do G20/OCDE prevêem um capítulo, ainda tímido se comparado às previsões sobre proteção a investidores não controladores, que diz respeito ao "papel dos *stakeholders*" no sistema de governança corporativa (OCDE, 2015, pp. 34-37). Neste trabalho, limito-me a analisar a relação entre controladores e investidores, ou não controladores.

[55] V. Seção 3.1 abaixo.

(ii) exercício de direitos de acionista por investidores institucionais, como fundos de investimento, gestores de patrimônio de terceiros, em especial em situações nas quais o fundo pertence a um conglomerado financeiro que possui outros vínculos (*e.g.* empréstimos ou relações de assessoria financeira) com a companhia investida, recomendando-se transparência aos investiores quanto à existência de conflitos e os mecanismos colocados em prática para minimizar o impacto desses conflitos (Princípio III.C);

(iii) atuação de profissionais em análise e consultoria de investimento (*e.g. proxy advisors*, analistas de bancos de investimento, corretores, agências de *rating*) que tenham vínculos com a companhia sobre a qual exercem sua análise, os quais podem afetar-lhes o julgamento, recomendando-se transparência aos investiores quanto à existência de conflitos e os mecanismos colocados em prática para minimizar o impacto desses conflitos (Princípio III.D); e

(iv) situações relacionadas às funções do conselho de administração, como (a) estabelecimento de remuneração dos administradores e executivos, (b) aprovação de operações entre partes relacionadas, e (c) nomeação de executivos, recomendando-se o estabelecimento de comitês especiais específicos, compostos por conselheiros independentes do controlador e da companhia ou, ao menos, a participação ativa de conselheiros independentes em tais processos decisórios (Princípios VI.D.4, VI.D.6, VI.E.1).

O simples fato de tais recomendações serem expressamente incluídas como princípios norteadores da conduta de diversos agentes ligados à governança corporativa evidencia que a ideia contemporânea de conflito de interesses incorporada pelo discurso de governança não se resume à dimensão atual, referida acima. À possibilidade de que conflitos de interesses possam afetar o julgamento do agente em questão, não se responde com um voto de confiança, permitindo-lhe tomar decisões ou cumprir os deveres assumidos em relação ao principal, sem qualquer constrangimento. Muito pelo contrário: como se nota, a transparência em relação à existência do conflito, devida ao principal, é o mínimo denominador comum. A exigência de transparência só é compreensível se pensada sob o ponto de vista de quem não participa do processo decisório interno à companhia, mas pode ser afetado por seus resultados.

Seguindo essas influentes recomendações, a existência de um conflito de interesses demanda *algo além* do bom exercício da faculdade de julgar ou decidir que, no fundo, resume-se a uma capacidade subjetiva de cada agente (sujeita aos constragimentos e viéses discutidos acima). Ainda que cada medida específica recomendada possa ser questionada em sua efetividade, o fator a unificá-las é o fato de que a suspeita, ou a desconfiança, que recai sobre a capacidade decisória do agente em situação de conflito de interesses – i.e., a potencialidade de um resultado indesejável – implica a exigência de *algum tipo* de constrangimento (no mínimo, transparência).

Tal exigência está ligada não à capacidade de decisão do agente, mas à percepção de quem, em um cenário hipótetico, observa uma decisão em conflito de interesses ser tomada, ou verifica, posteriormente, que foi tomada. É nesse sentido que se entende a construção de um "ambiente de confiança"[56] como um dos objetivos fundamentais da boa governança corporativa. E é essa a percepção que conecta a visão de conflitos de interesses abarcada pelo discurso de governança corporativa – que inclui expressa e primordialmente a sua dimensão potencial – à tentativa de estabelecimento de uma teoria geral, jurídica, dos conflitos de interesses.

1.1.2.3. A transversalidade dos conflitos de interesses e a vantagem teórica do direito público

A preocupação com conflitos de interesses vem, desde o início do século, progressivamente ocupando a atenção de reguladores e legisladores, em nível nacional e internacional, para além do nicho de governança corporativa. A expressão vem ganhando espaço no direito positivo. De maneira geral, esse movimento é mais acentuado na disciplina aplicável a servidores e funcionários públicos. Percebe-se que a teoria do estado liberal que embasa as reflexões práticas sobre instituições públicas nas democracias ocidentais tem um vocabulário melhor articulado para abarcar a dimensão potencial dos conflitos de interesses.

A OCDE publicou, em 2003 e 2005, políticas com o intuito de orientar países membros e não-membros a identificar e administrar conflitos de interessess em instituições

[56] V. nota 53 acima.

públicas. Nelas, a organização afirma que o crescimento da preocupação com a disciplina de conflitos de interessess nessas instituições se dá de baixo para cima, a partir de uma sociedade civil cada vez mais exigente em relação a padrões éticos e de integridade na administração pública. A organização é clara em seu diagnóstico, colocando ênfase no aspecto potencial dos conflitos de interesses, anteriormente destacado:

> *"*Citizens expect individual public officials to perform their duties with integrity, in a fair and unbiased way. Governments are increasingly expected to ensure that public officials do not allow their private interests and affiliations to compromise official decision-making and public management. In an increasingly demanding society, inadequately managed conflicts of interest on the part of public officials **have the potential to weaken citizens' trust in public institutions** (…) Conflicts of interest in both the public and private sectors have become a major matter of public concern world-wide" (OCDE, 2003, p. 1 – grifou-se)

Ainda, destaca, em sua definição conceitual, a preocupação com a percepção dos conflitos para além do agente conflitado:

> "[In] the public sector a conflict of interest arises *'when a public official has private-capacity interests which **could** improperly influence the performance of their official duties and responsibilities.'* (…) A 'conflict of interest' therefore involves a conflict between officials' personal interests (what they *could gain,* not necessarily financially) and their duty as a civil servant and is to be avoided as far as is reasonably possible. In general, the *appearance* of a conflict of interest is also to be avoided, to minimize the risk to the organisation's reputation (and officials' personal reputation) for integrity. **As perceived conflicts of interest could be similarly harmful to the trust in public decision making, managers should also consider perception** when they decide on specific cases" (OCDE, 2005, pp. 7-8 – grifou-se).

Em 2006, o Canadá promulgou o *Conflict of Interest Act*[57], que estabeleceu regras de administração de conflitos de interessess para funcionários públicos e instituiu uma Comissão Pública de Ética e Conflitos de interessess para fiscalizar o cumprimento da nova legislação. A Seção 4, Parte 1, do texto legal define conflito de interesses como o exercício de um poder, dever ou função oficial que dê ao funcionário público uma *oportunidade* de

[57] Conflict of Interest Act (S.C. 2006, c. 9, s. 2). Texto disponível em https://laws-lois.justice.gc.ca/eng/acts/C-36.65/page-1.html#docCont (último acesso em 16.01.2020).

avançar interesses pessoais seus, de seus parentes ou amigos em detrimento da função pública.

A França também vem se movimentando nesse sentido. Em 2010, a Presidência francesa constituiu a *Commission de réflexion pour la prévention des conflits d'intérêts dans la vie publique*, mandatada para mapear e propor alterações ao conjunto normativo francês relativo à prevenção de conflitos de interessess em todas as esferas de governo, bem como nas empresas públicas. Em seu relatório final[58], a comissão destacou seu entendimento de que a legislação francesa baseava-se em uma compreesão limitada dos riscos colocados por conflitos de interesses, muito focada em mecanismos sancionatórios e não *preventivos*, que seriam, em seu entender, mais adequados às exigências contemporâneas:

> "Il est apparu à la Commission que toute réflexion sur la prévention des conflits d'intérêts en France (...) repose sur un triple constat : - d'une part, l'enjeu d'une telle démarche est **de renforcer la confiance des citoyens** dans les institutions de l'Etat (...) Certes, la tradition française du service public, qui est profondément ancrée, et l'attachement aux valeurs sous-jacentes à ce service, comme à l'intérêt général, ont pour conséquence que les conflits d'intérêts procèdent rarement d'une volonté délibérée ou de la recherche d'un avantage mais demeurent, pour une large part, involontaires ou inconscients**. Mais ces acquis ne suffisent plus aujourd'hui, compte tenu des attentes des citoyens, qui sont légitimes et plus vives que par le passé** (...) **la France dispose certes d'une importante législation qui concourt à la prévention de telles situations (...) Mais cette législation, ancienne, est essentiellement répressive (...) [ce] qui invite à une réforme des dispositifs existants et à l'instauration de mécanismes préventifs adaptés aux exigences contemporaines**"[59]

Esse é um movimento que caminha a passos ainda lentos no Brasil. É interessante constatar que, a despeito de há décadas se discutirem questões que, sob o olhar contemporâneo, podem ser razoavelmente abarcadas pela rubrica "conflito de interesses" – ou expressamente referidas como situações de conflito de interesses, como nas discussões clássicas de direito societário, ou a respeito de suspeição e impedimento de juízes –, o emprego da *expressão* pelo direito positivo é tímido e ainda recente. No que diz respeito ao

---

[58] Commission de réflexion pour la prévention des conflits d'intérêts dans la vie publique, *Pour une nouvelle déontologie de la vie publique*, 26 janvier 2011. Disponível em https://www.hatvp.fr/wordpress/wp-content/uploads/2016/02/Rapport-Commission-Sauve.pdf (último acesso em 16.01.2020).
[59] *Id.*, pp. 7-8.

setor público, a expressão não aparece no Código de Ética do Servidor Público Civil do Poder Executivo Federal (Decreto nº 1.171/94). Aparecia uma vez, sem maiores definições, na lei que trata dos recursos humanos das agências reguladoras, em referência à possibilidade de diretores de agências voltarem a exercer cargos como servidores públicos (art. 8º, §5º, Lei 9.986/00)[60].

Mais recentemente, em 2013, foi promulgada a Lei nº 12.813/13[61], que "dispõe sobre o conflito de interesses no exercício de cargo ou emprego do Poder Executivo federal e impedimentos posteriores ao exercício do cargo ou emprego". Seu art. 3º, I, define conflitos de interesses como "a situação gerada pelo confronto entre interesses públicos e privados, que possa comprometer o interesse coletivo ou influenciar, de maneira imprópria, o desempenho da função pública", enquanto o §2º do mesmo artigo dispõe que "[a] ocorrência de conflito de interesses **independe da existência de lesão** ao patrimônio público, bem como do recebimento de qualquer vantagem ou ganho pelo agente público ou por terceiro" (grifou-se). A despeito das disposições específicas sobre independência e imparcialidade dos magistrados, a expressão também não consta seja da Lei Orgânica da Magistratura Nacional (Lei Complementar nº 35/79), seja do Código de Ética da Magistratura, elaborado e publicado pelo Conselho Nacional de Justiça em 2008[62].

Quanto ao setor privado, a expressão não aparece no Código Civil de 1916, tendo sido incluída, nas disposições sobre a representação, na Parte Geral do Código Civil de 2002[63]. Foi incluída em 1995 no Código de Ética e Disciplina da Ordem dos Advogados do

---

[60]" Na hipótese de o ex-dirigente ser servidor público, poderá ele optar pela aplicação do disposto no § 2º, ou pelo retorno ao desempenho das funções de seu cargo efetivo ou emprego público, desde que não haja conflito de interesse (Incluído pela Medida Provisória nº 2.216-37, de 2001)".

[61] Curiosamente, promulgada em maio de 2013, pouco antes da eclosão dos protestos massivos de junho de 2013, que podem ser lidos como o marco inicial do movimento público contra a corrupção, posteriormente inflamados pelos desdobramentos da Operação Lava Jato.

[62] Disponível em https://www.cnj.jus.br/codigo-de-etica-da-magistratura/ (último acesso em 16.01.2020). O Prof. Conrado Hübner Mendes, em entrevistas e palestras recentes, vem empregando o termo "conflito de interesses" para referir-se a situações de suspeita de parcialidade de juízes, estejam ou não contempladas nas regras específicas sobre suspeição e impedimento previstas pelo Código de Processo Civil ou pelos códigos específicos da função da magistratura. V. entrevista ao *podcast* Ilustríssima Conversa, do jornal Folha de S. Paulo de 19.02.2018, disponível em https://www1.folha.uol.com.br/ilustrissima/2018/02/folha-estreia-podcast-ilustrissima-conversa-ouca-primeiro-episodio.shtml, em especial a partir de 50:28 (último acesso em 16.01.2020).

[63] Código Civil, 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". O Estatuto da Pessoa com Deficiência (Lei 13.146/15), que alterava as disposições sobre curatela do Código Civil, havia também inserido a expressão no então novo art. 1.772, parágrafo único ("Para a escolha do curador, o juiz levará em conta a vontade e as preferências do interditando, a ausência de conflito de interesses e de influência indevida,

Brasil, em referência à situação de mandatos conflitantes[64], e apenas em 2009 no Código de Ética Médica do Conselho Federal de Medicina (Resolução CFM nº 1931/2009), em referência às relações do médico com a indústria farmacêutica ou de produtos médicos[65].

E, no que diz respeito, mais diretamente, ao objeto deste trabalho, a expressão "conflito de interesses", que não consta do Decreto-Lei nº 2.627/40[66], aparece apenas três vezes no texto da LSA, sendo que apenas uma vez no texto de um artigo, em referência à vedação à atuação como agente fiduciário dos debenturistas àquele que "se coloque em situação de conflito de interesses pelo exercício [de tal] função" (art. 66, §3º, *e*). As demais aparições constam, como se sabe, apenas em títulos das subseções que tratam do exercício do direito de voto dos acionistas e dos deveres dos administradores[67]. Os artigos específicos (art. 115, §1º, e art. 156, *caput*) apresentam uma redação levemente diferente: é proibido votar, ou agir, em *interesse conflitante com o da companhia*, uma redação que impõe enorme dificuldade interpretativa à doutrina e aos aplicadores do direito de modo geral.

---

a proporcionalidade e a adequação às circunstâncias da pessoa"), mas o artigo foi revogado pela entrada em vigor do novo Código de Processo Civil (Lei 13.105/15), que não replicou a expressão em seu próprio texto.

[64] "Art. 18. Sobrevindo conflitos de interesses entre seus constituintes, e não estando acordes os interessados, com a devida prudência e discernimento, optará o advogado por um dos mandatos, renunciando aos demais, resguardado o sigilo profissional" (disponível em https://www.oab.org.br/content/pdf/legislacaooab/codigodeetica.pdf). O novo Código de Ética e Disciplina, editado em 2015 (Resolução 02/2015 do Conselho Federal da OAB), replica essa disposição, com ligeiras modificações (Art. 20), e adiciona uma nova previsão, referente ao patrocínio de causas nas quais já tenha atuado anteriormente, em representação de interesse diverso ("Art. 22. Ao advogado cumpre abster-se de patrocinar causa contrária à validade ou legitimidade de ato jurídico em cuja formação haja colaborado ou intervindo de qualquer maneira; da mesma forma, deve declinar seu impedimento ou o da sociedade que integre quando houver conflito de interesses motivado por intervenção anterior no trato de assunto que se prenda ao patrocínio solicitado"). Disponível em https://www.oab.org.br/arquivos/resolucao-n-022015-ced-2030601765.pdf (últimos acessos em 16.01.2020).

[65] Art. 109: "[É vedado ao médico] Deixar de zelar, quando docente ou autor de publicações científicas, pela veracidade, clareza e imparcialidade das informações apresentadas, bem como deixar de declarar relações com a indústria de medicamentos, órteses, próteses, equipamentos, implantes de qualquer natureza e outras que possam configurar conflitos de interessess, ainda que em potencial". Íntegra disponível em http://www.portalmedico.org.br/novocodigo/integra.asp. A disposição foi replicada na revisão do Código, em 2018 (Resolução CFM nº 2.217/2018, disponível em https://www.anamt.org.br/portal/wp-content/uploads/2018/11/resolucao_cfm_n_22172018.pdf). As versões do Código anteriores a 2009 estão disponíveis em http://portal.cfm.org.br/index.php?option=com_content&view=article&id=41&Itemid=124 (últimos acessos em 16.01.2020).

[66] Tampouco na legislação brasileira anterior sobre sociedades anônimas (v. Código Comercial – Lei nº 556, de 1850 –, Lei nº 3.150, de 1882, e Decreto nº 164, de 1890).

[67] Ao leitor com alguma experiência na elaboração de contratos, em especial contratos de *M&A*, não escapará um curioso conflito particular entre, de um lado, o cânone interpretativo clássico que afirma não existirem palavras inúteis na lei e, de outro lado, a cláusula padrão, incluída nas disposições de interpretação em contratos privados, que dispõe que títulos e subtítulos de cláusulas não deverão ser levadas em conta para a interpretação de seu texto.

A linguagem da teoria do estado liberal clássica é melhor aparelhada para lidar com a dimensão potencial dos conflitos de interesses, em especial por trabalhar desde a origem com os conceitos de poder e legitimidade. A noção de legitimidade traz consigo o aspecto relacional do exercício do poder, distinguindo o titular do poder daquele que está *sujeito* ao seu exercício – e, ao mesmo tempo, em cujo nome o poder deve ser exercido[68]. A compreensão desse aspecto relacional é necessária para que se apreenda, em sua integralidade, o sentido contemporâneo do conceito de conflito de interesses, tal qual progressivamente empregado nas reflexões sobre regulação jurídica, seja no campo da governança corporativa, seja no campo das instituições públicas. Como visto, sob o olhar contemporâneo, o que o advento de um conflito de interesses coloca em xeque não é só a capacidade de julgamento, sob a perspectiva do agente, mas a *confiança* de quem pode ser afetado pela decisão.

A discussão sobre conflitos de interessess envolvendo juízes fornece uma definição mais clara desse método, a partir da distinção entre abordagens *subjetivas* e *objetivas* a respeito da imparcialidade. No caso *Piersack v. Bélgica*[69], julgado em 1982, a Corte Europeia de Direitos Humanos (CEDH) teve de determinar se um julgamento criminal proferido por um tribunal de apelação do qual fazia parte um juiz que havia participado da investigação, como promotor em um estágio anterior de sua carreira, violava a garantia fundamental do réu a um julgamento por um tribunal imparcial[70]. Um dos pontos da defesa apresentada pelo Estado belga indicava que o juiz em questão havia apenas feito parte da equipe de promotores que investigou o caso e não teve contato pessoal substancial com os materiais. Ao decidir pela violação da garantia de julgamento imparcial, a CEDH declarou:

> "Whilst impartiality normally denotes absence of prejudice or bias (…) [a] distinction can be drawn in this context between a **subjective approach**, that is endeavouring to ascertain the **personal conviction** of a given judge in a given case, and an **objective approach**, that is determining whether he offered **guarantees sufficient to exclude any legitimate doubt in this respect** (…) it is not possible to

[68] Daí a percepção de Fábio Konder Comparato, referindo-se expressamente a Jean-Jacques Rousseau: "*Le plus fort*, escreveu Rousseau, *n'est jamais assez fort pour être toujours le maître, s'il ne transforme sa force em froit et l'obéissance em devoir*. Mas a simples legalização da força não a legitima na consciência dos comandados. Eis por que **a questão da legitimidade não é suscitada pelos que detêm o poder, mas pelos que se lhe submetem**, ou que aspiram a possuí-lo" (Comparato e Salomão Filho, 2014, Epílogo - grifou-se).
[69] Agradeço ao Prof. Conrado Hübner Mendes pela indicação do caso.
[70] De acordo com o artigo 6º, 1., da Convenção Europeia de Direitos Humanos: "In the determination of his civil rights and obligations or of any criminal charge against him, everyone is entitled to a fair and public hearing within a reasonable time by an independent and impartial tribunal established by law".

> confine oneself to a purely subjective test. In this area, even appearances may be of a certain importance (…) **What is at stake is the confidence which the courts must inspire** in the public in a democratic society (…) If an individual, after holding in the public prosecutor's department an office whose nature is such that he may have to deal with a given matter in the course of his duties, subsequently sits in the same case as a judge, **the public are entitled to fear** that he does not offer sufficient guarantees of impartiality"[71]

Nessa linha, a Corte distingue duas dimensões de imparcialidade, uma baseada nas convicções pessoais do juiz – uma dimensão subjetiva, que corresponde às características de quem toma a decisão – e outra baseada nas expectativas do público em relação às garantias de imparcialidade que podem ser oferecidas. Em certos casos, o público "tem direito de temer", ou de *desconfiar* da imparcialidade, e a preservação dessa confiança pública é um bem valioso em si, a ser protegido.

Essa maior facilidade em apreender a ideia de conflito de interesses em sua integralidade – e, em boa medida, em responder ao seu uso mais intuitivo – faz com que a linguagem do direito público, mais próxima ao discurso da teoria do estado liberal clássica, seja aproveitada pelo discurso de direito privado. Um exemplo familiar é o frequente recurso, no debate brasileiro sobre conflitos de interesses em matéria societária, à analogia com a figura dos juízes. São conhecidos os argumentos que sustentam que a proibição do exercício do voto de acionistas em casos "claros" de conflitos de interesses com a companhia decorre de uma "mera aplicação do princípio *nemo iudex in causa propria*"[72]. Outros vão mais além, afirmando que tal proibição é decorrência interpretativa direta do "princípio da imparcialidade"[73], ou associando regras de conflito de interesses em direito societário às regras de suspeição e impedimento aplicáveis a juízes[74].

---

[71] CEDH, Case of Piersack v. Belgium, No. 8692/79. Judgment of October 1, 1982 Íntegra disponível em: https://hudoc.echr.coe.int/eng#{%22itemid%22:[%22001-57557%22]}. (último acesso em 16.01.2020). Para uma aplicação recente dessa distinção pela Corte Interamericana de Direitos Humanos, ver Case of López Lone *et al*. v. Honduras, Judgment of October 5, 2015. Íntegra disponível em http://www.corteidh.or.cr/docs/casos/articulos/seriec_302_ing.pdf. (último acesso em 16.01.2020).

[72] Segundo a doutrina, ao menos aquelas elencadas no art. 115, §1º, da LSA: "deliberações relativas ao laudo de avaliação dos bens com que o votante concorrer para a formação do capital social, aprovação de contas do votante como administrador ou concessão de vantagens pessoais" (Comparato, 1995, p. 91).

[73] V. Caso Tractebel, voto diretor Marcos Barbosa Pinto, afirmando que "[q]uando o acionista tem interesse conflitante numa deliberação, seu julgamento será naturalmente parcial, por melhor que ele se esforce".

[74] V. Celso Barbi Filho (1996) *apud* Spinelli (2012, p. 144).

O recurso a essa analogia é ilustrativo da percepção de que a ideia de conflito de interesses não tem aplicação restrita ao campo do direito societário. No entanto, por mais intuitiva que a relação possa parecer – e, como se argumentará adiante, não se trata de uma relação descabida –, uma reflexão mais detida evidencia as distinções entre a figura jurídica do acionista, mesmo o acionista controlador, e a figura de um julgador, à qual se atribui o dever de imparcialidade. A mais saliente delas é o fato de que, em teoria, o julgador está acima, equidistante das partes, uma relação distinta daquela que se estabelece entre a companhia e o acionista, que a compõe e dela participa. Se a função do juiz ou do árbitro em um regime democrático é a de arbitrar interesses distintos do seu com base em critérios legais pré-definidos ou, em casos restritos, por equidade, e essa função faz com que a equidistância do julgador em relação às partes seja relevante, não se diz que o acionista deve colocar-se equidistante de seu interesse pessoal em relação ao interesse da companhia – independentemente de como seja qualificado. Seguindo o argumento tradicional, o acionista não deve arbitrar entre o seu interesse e o da companhia, mas deve respeitar, unicamente, este último. Trata-se de tipos distintos de relação jurídica.

Assim, uma analogia não adequadamente qualificada entre o acionista e o julgador perde seu poder de convencimento. Se conflitos de interesses são, como se procurou mostrar, um fenômeno transversal, que gera preocupações em diversos campos, e que vem chamando a atenção de legisladores ao redor do mundo, inclusive no Brasil, faz sentido procurar dar a esse conceito uma definição jurídica coerente e unificada, atentando para os fatores históricos responsáveis pela explosão do uso do conceito: a passagem de uma visão centrada na virtude individual para um cenário de desconfiança institucional.

1.2. Uma teoria jurídica sobre conflitos de interesses: as posições de poder

Seguindo os passos de uma recente elaboração teórica abrangente a respeito do conceito de conflito de interesses, proposta por Julien Valiergue (2019), entende-se que uma definição jurídica desse conceito, que lhe confira uma dimensão normativa, não pode prescindir do conceito de *poder*. A grande vantagem da teoria de Valiergue é a sua capacidade de apresentar um conceito de poder aplicável ao campo do direito privado, superando uma resistência tradicional de parcela da doutrina privatista à ideia de poder[75].

[75] V. Seção 2.2.1 abaixo.

Como apontado tanto pela perspectiva econômica quanto pela perspectiva de ética aplicada, se pensarmos em algumas situações que são, intuitiva e tradicionalmente qualificadas como envolvendo conflitos de interesses, fica claro que a simples contraposição de interesses entre dois sujeitos de direito não é suficiente para explicar o que, de fato, é problemático quando se aponta que alguém age em conflito de interesses. É preciso ter em conta um fator essencial: a capacidade de um dos sujeitos da relação influenciar ou mesmo determinar, de modo isolado, a produção de atos jurídicos vinculantes para o outro.

1.2.1. Poder jurídico como prerrogativa heterônoma

Valiergue argumenta que a simples contraposição de interesses de sujeitos distintos não leva, *per se*, a qualquer consequência jurídica. Nesse sentido, a distinção básica entre um contrato de compra e venda celebrado entre dois sujeitos autônomos, por um lado, e um contrato de compra e venda celebrado por um representante, em nome de um terceiro, consigo mesmo – a hipótese clássica de conflito de interesses tratada pela doutrina de direito comercial[76] –, é justamente o poder de o representante determinar, em princípio, as condições e o resultado final da contratação, sem a participação do representado, vinculando-o. Diremos, portanto, que o conflito de interesses não se dá entre as partes do contrato – o representado, que contrata por intermédio do representante, em um dos polos, e o representante no outro polo –, mas entre os interesses objetivos que recaem sobre o representante: de um lado, o de parte de um contrato e, de outro lado, o interesse do representado, que o representante está encarregado de respeitar[77].

---

[76] V. o texto seminal de Alberto Asquini (1919).

[77] Essa distinção é desconsiderada em manifestações que equiparam situações de contratos celebrados entre dois sujeitos autônomos, por um lado, a contratos celebrados por uma companhia e seu acionista majoritário e controlador, ainda que indireto, que, na ausência de um impedimento de voto (na hipótese de o contrato em questão ser submetido à aprovação da assembleia geral), é capaz de decidir de modo isolado sobre a contratação e vincular a companhia: "situações que aparentam conflito de interesses tecnicamente nem sempre o são, como seria o caso dos contratos bilaterais. Se um quer comprar e o outro quer vender, não haveria conflito. Poderia haver conflito se um quisesse comprar e o outro não pretendesse vender" (Caso Previ-Sistel, voto diretor Luiz Antonio de Sampaio Campos); "[em um contrato bilateral, do ponto de vista econômico, se] a realização do negócio interessa a ambas as partes, o preço final pode beneficiar a todos os envolvidos" (Caso EMAE, voto diretor Gustavo Machado Gonzalez). Independentemente das condições de fato em que o contrato é celebrado, a equiparação das duas hipóteses oculta a circunstância que dá origem, do ponto de vista normativo ao conflito de interesses: o poder jurídico.

Da mesma forma, sob essa perspectiva, o julgador (um juiz ou um árbitro) é dotado de um poder de decisão que vincula as partes do processo, vinculação que tanto independe do consentimento de tais partes como decorre de um ato decisório que resulta de um convencimento – um ato de vontade – que não é o das próprias partes. Seguindo o argumento de Valiergue, a característica comum entre as situações não está propriamente nos deveres que recaem sobre os sujeitos envolvidos, mas no tipo de *prerrogativa jurídica* exercida pelos sujeitos aos quais se pode atribuir uma situação de conflito de interesses, a qual explica e justifica a imposição de deveres.

Assim, o ponto de partida da investigação é a análise dos tipos de prerrogativa jurídica[78] que o direito pode atribuir a cada sujeito, prerrogativas essas que estão ligadas aos procedimentos envolvidos na criação de atos jurídicos. Por um lado, há prerrogativas que permitem ao sujeito criar atos jurídicos vinculantes por e para si mesmo; em outros termos, atos que configuram um exercício de *autonomia*, de dar a si mesmo a sua própria regra, nos quais o autor do ato jurídico é, ao mesmo tempo, o sujeito de direito vinculado por tal ato. A vinculação de outro sujeito ao ato jurídico assim criado só se dá, portanto, com o consentimento desse mesmo sujeito, no exercício de sua própria autonomia. A essas prerrogativas de natureza autônoma atribui-se a qualificação de direito subjetivo[79].

---

[78] O autor propõe uma distinção entre prerrogativas jurídicas "substanciais" – os direitos subjetivos e as liberdades –, as quais "déterminent la substance de la sphère d'autonomie juridique des sujets de droits" – e as prerrogativas "procedimentais" – os direitos subjetivos e os poderes jurídicos –, que dizem respeito ao processo de formação de atos jurídicos – "c'est-à-dire de prérogatives dont l'exercice permet la mise oeuvre, par la création d'actes juridiques, des prérogatives substantielles reconnues aux sujets de droit" (Valiergue, 2019, p. 82). A distinção é proposta para que se possa segregar, posteriormente, os poderes propriamente jurídicos dos poderes "factuais", os quais podem influenciar a tomada de decisão de sujeitos de direito (pense-se, por exemplo, nas funções de difusão de informação da imprensa) mas que, por decorrerem do exercício de uma liberdade (no exemplo, de expressão), e não de uma norma jurídica atributiva de poder, não se enquadram no regime jurídico próprio dos conflitos de interessess, que está ligado, na teoria proposta, à criação de atos jurídicos decorrentes do exercício de posições jurídicas de poder. A segregação dos poderes factuais – que abarcam, por exemplo, situações de assimetria informacional ou disparidade de forças e poderio econômico entre contratantes, tão relevantes, do ponto de vista prático, quanto as situações de conflito de interesses em sentido jurídico – é um limite aceito pelo autor em prol da coerência interna de sua teoria, de caráter eminentemente liberal. Em sua visão, trata-se de situações distintas, que demandam respostas jurídicas distintas.

[79] "[Il] s'agit d'une puissance créatrice autonome impliquant que celui qui participe à la formation d'un acte juridique par l'exercice de ses droits subjectifs, le sujet de droit manifeste sa volonté d'être engagé par les effets obligatoires de l'acte soit tout à la fois auteur de l'acte et partie à l'acte (...) par l'exercice de ses droits subjectifs, le sujet de droit décice seul de la création d'un acte juridique le concernant et, corrélativement, l'exercice de ses droits ne lui permet pas d'empiéter sur la sphère juridique d'autrui en lui imposant un engagement auquel il n'a pas consenti" (Valiergue, 2019, p. 46).

Por outro lado, há prerrogativas que permitem ao sujeito criar, ou participar da criação, de atos jurídicos vinculantes para outros; em outras palavras, atos que configuram um exercício de *heteronomia*, de dar regras a sujeitos distintos de si, cujos efeitos vinculantes impõem-se a tais sujeitos. A essas prerrogativas de natureza heterônoma atribui-se a qualificação de *poder jurídico*, as quais pressupõem uma dissociação, ao menos parcial, entre o autor de um ato jurídico, titular do poder, e os sujeitos de direito vinculados pelos efeitos obrigatórios do ato. É a partir dessa qualificação que se entende que titulares de poderes jurídicos expressam interesses – no sentido objetivo e não subjetivo, psicológico[80] –, que são ao menos parcialmente distintos dos seus próprios[81]. O poder, nessa linha, não consiste em um atributo individual, transcendente, de um sujeito, mas sim em um aspecto de uma *relação* jurídica, marcada pela heteronomia[82].

Seguindo essa definição, o exercício do poder jurídico coloca aquele que se sujeita aos efeitos vinculantes do ato jurídico criado pelo titular do poder em uma posição de dependência, obrigado a suportar os efeitos do ato para cuja formação sua vontade não contribui. Independentemente de a posição de poder derivar de um ato voluntário – *e.g.*, na constituição voluntária de um representante pelo representado – ou involuntário – *e.g.*, na nomeação de um tutor para menores – do sujeito dependente, sua existência *per se* implica uma problemática distinta daquela que se observa na criação de atos jurídicos por meio do exercício de direitos subjetivos – qual seja, a possibilidade de criação do ato de maneira isolada pelo titular do poder.

O conceito jurídico de conflito de interesses, nessa perspectiva, está conectado à existência do poder jurídico. Esse poder traz consigo o risco de seu titular, expressando

---

[80] Cf. a definição clássica de interesse como uma relação entre um sujeito de direito e um bem apto a satisfazer uma sua necessidade, relação essa estabelecida por uma norma. Propõe-se, então, uma distinção entre interesse, que ganha um sentido objetivo, e motivação ou desejo individual, que são mantidos na esfera subjetiva, psicológica, e aos quais o direito é, em princípio, indiferente (v. Jaeger, 1964, pp. 3-5).

[81] "Le pouvoir peut ainsi se définir comme la prérogative permettant à son titulaire d'édicter un acte juridique dont les effets s'imposent à autrui, ce qui implique par hypothèse l'expression d'un intêrét distinct de celui de son titulaire (...) la volonté à la manifestation de laquelle le Droit objectif fait produire des effets juridiques, n'est pas un phénomène psychique mais constitue seulement '*l'expression d'un intérêt, lequel peut fort bien, à la difference d'une faculté psychique, être exprimé par un autre que son titulaire'*. De la sorte, la création d'un acte juridique qui n'engage pas son auteur n'est possible qu'à la condition que ce dernier exprime un intérêt distinct du sien. Dès lors, la définition du pouvoir comme prérogative permettant à son titulaire d'exprimer par sa volonté un intérêt distinct du sien ne fait que traduire la nature hétéronome du pouvoir, la dissociation des qualités d'auteur et de partie à l'acte que son exercice permet" (Valiergue, 2019, p. 48).

[82] Essa abordagem relacional do conceito de poder dialoga com definições propostas por outros campos do saber, como a ciência política (v. Dowding, 1996, pp. 3-4) e os estudos sociológicos sobre confiança (v. Cook, Hardin e Levi, 2005, em especial Cap. 3).

interesses distintos dos seus próprios e capaz de criar atos jurídicos vinculantes para os sujeitos cujos interesses deve expressar, vir a privilegiar o seu próprio interesse, ou de terceiros a ele vinculados, em detrimento daquele que deveria ter em conta, em função de, em princípio, poder criar o ato isoladamente.

Como nota Valiergue, uma das consequências dessa constatação é que a definição de um conceito autônomo e operativo de conflito de interesses depende, fundamentalmente, da identificação dessa capacidade de vinculação de sujeitos distintos do titular do poder, de forma isolada, e não do resultado concreto do ato jurídico que culmina no privilégio de um interesse em detrimento de outro. Em outras palavras, a definição jurídica – leia-se, *teórica* – de conflito de interesses diz sempre respeito à dimensão potencial *do uso de uma posição de poder*, e não pode (i) depender *exclusivamente* do resultado potencial do ato jurídico, e (ii) depender, *em qualquer circunstância*, do resultado *concreto* do ato.

Isso porque é possível que qualquer interação entre sujeitos de direito, mesmo aquelas que não pressupõem o exercício de um poder jurídico, tenha como resultado a prevalência de um interesse sobre outro. Assim como um contrato entre dois sujeitos autônomos, ambos agindo de acordo com a boa-fé, no exercício de seus direitos subjetivos (pense-se em uma compra e venda de um bem de propriedade[83] do vendedor), pode sempre se revelar desequilibrado em seus termos concretos (caso uma das partes negocie melhor do que a outra, por exemplo), um litígio pode ser decidido por um juiz plenamente independente, no exercício regular de suas prerrogativas, de forma incorreta, no sentido de que esse juiz desconsidera as regras ou a jurisprudência aplicável, vindo a privilegiar uma das partes indevidamente[84].

---

[83] Apenas para preservar o caráter ilustrativo do exemplo, deixo de lado, aqui, a circunstância de que, no direito brasileiro, ao direito de propriedade e à liberdade contratual também são atribuídas funções sociais específicas (CF, art. 5º, XXIII, e Código Civil, art. 421).

[84] "[Les] conflits d'intérêts du titulaire de pouvoirs ne sont pas distincts des conflits d'intérêts habituellement réglés par le droit au moyen d'actes juridiques. Dire par example que le dirigeant social qui contracte avec sa société est en situation de conflit d'intérêts revient simplement à constater l'opposition d'intêréts que suppose en principe la conclusion de toute convention. Plus encore, le résultat potentiel du conflit d'intérêts du titulaire de pouvoirs, la satisfaction illégitime de l'un des intérêts au préjudice de l'autre, n'est pas distinct du résultat potentiel de tout autre conflit d'intêréts : un contrat peut toujours se révéler déséquilibré, un acte juridictionnel trancher un litige contrairement aux règles de droit qui lui sont applicables. Ce qui permet dès lors de distinguer le conflit d'intérêts du titulaire de pouvoirs de toute autre hypothèse de conflit d'intérêts, c'est la procédure particulière de règlement du conflit d'intérêts qu'il suppose" (Valiergue, 2019, p. 57).

Ainda que possam ser indesejáveis – o que é mais evidente no segundo caso –, nenhuma das duas circunstâncias pode ser adequadamente qualificada – e nem o seria, intuitivamente – como uma situação de conflito de interesses, ao menos em um sentido que podemos denominar forte. Por um lado, a potencialidade de um resultado lesivo a um dos interesses em jogo é uma condição necessária, mas não suficiente, para a definição conceitual. Por outro lado, o resultado concreto do ato jurídico não explica o que diferencia, em uma perspectiva teórica, o conflito de interesses em sentido forte da mera contraposição de interesses, de modo que não pode ser determinante para a sua conceituação[85].

Do ponto de vista teórico, o crucial, portanto, é a existência do poder jurídico e a forma como este é tratado, a partir da discussão de seus limites. Pode-se questionar se é desejável que o titular de um poder jurídico possa decidir por conta própria como lidar com situações em que lhe é possível privilegiar o seu próprio interesse em detrimento daqueles que estão sujeitos aos atos jurídicos por ele criados. Como ressalta Valiergue, ainda que essa possibilidade não soe bem aos ouvidos contemporâneos[86], sua rejeição não é um fenômeno natural e espontâneo. Pelo contrário, decorre de um princípio basilar de ordenamentos jurídicos liberais, historicamente construído: o da *igualdade*. A interferência unilateral na esfera jurídica alheia, por meio da criação de atos jurídicos vinculantes a sujeitos distintos do titular do poder, não pode se realizar sem constrangimentos, sob o risco de solapar a igualdade entre os sujeitos de direito, sobretudo em circunstâncias em que o poder é exercido em benefício próprio de seu titular e em prejuízo daqueles que deveriam ser os efetivos beneficiários[87].

---

[85] Evoca-se aqui, com algumas modificações, a distinção entre *shirk* e *steal* referida no item 1.1.1 acima.

[86] Ao menos daqueles que compartilham valores democráticos tradicionais. É interessante notar que, na literatura jurídica brasileira sobre direito societário de viés crítico, é comum a associação entre a concentração de poderes nas mãos de controladores em decorrência da própria estrutura da sociedade anônima criada pela LSA, e os episódios de abusos gerados por essa concentração, a uma sociedade e uma cultura autoritárias: "To a large extent the Brazilian way of corporate governance can be seen as a portrait of Brazilian society: unequal, with weak citizenship and a lack of deep-seated democratic rights (...) Flaws in the corporate law facilitate the perpetuation of the authoritarian and highly concentrated family-owner grip on governance structures" (Coutinho e Rabelo, 2003, pp. 58-59).

[87] "Se pose alors la question de savoir si le titulaire du pouvoir peut être laissé entièrement libre de sa décision, y compris de satisfaire son seul intérêt personnel, ou si doit lui être imposé de régler le conflit, si ce n'est contrairement à son intérêt personnel, du moins en respectant une finalité qui soit au moins partiellement distincte de la satisfaction exclusive de son intérêt personnel (...) la conception limitée des pouvoirs juridiques, cette loi générale selon laquelle ils ne peuvent être exercés dans l'intérêt personnel et exclusif de leur titulaire, n'est pas apparue dès l'origine des sociétés humaines (...) il faut pour justifier cette conception finalisée des pouvoirs remonter au fondement même de notre système juridique. C'est en effet parce que ce dernier est fondé sur l'égalité des personnes qu'il ne saurait admettre qu'un pouvoir juridique puisse être exercé par son titulaire pour fair prévaloir son intérêt personnel au détriment de celui sur la sphère juridique duquel il est autorisé à

1.2.2. A definição procedimental dos atos jurídicos a partir das posições de poder

Como visto, Valiergue adota um conceito de poder consistente em uma prerrogativa heterônoma de criação de atos jurídicos vinculantes para sujeitos distintos de si. Sob essa perspectiva, qualquer norma jurídica que atribua a um sujeito a possibilidade de criação heterônoma de atos jurídicos, destinados a vincular terceiros que não o sujeito que exerce tal prerrogativa, são normas atributivas de poder jurídico. Nessa linha, entende-se que poderes não têm necessariamente uma origem legal direta: a nomeação de um representante (um corretor, um mandatário) ou a eleição de um diretor ou conselheiro de uma companhia são normas jurídicas que atribuem poderes de modo *convencional* – isto é, pelo exercício de poderes ou direitos subjetivos por outros sujeitos de direito.

Essa abordagem demanda, portanto, uma definição não só do conceito de poder, mas também de atos jurídicos, aos quais o exercício do poder jurídico está vinculado. O autor apresenta uma definição baseada em uma análise procedimental dos atos jurídicos, que leva em conta o processo que leva à sua criação, e não somente o momento da decisão final, que efetivamente cria uma norma jurídica vinculante. Atos jurídicos, em especial atos complexos que envolvem pesquisa, reflexão ou negociação entre diversas partes, não são criados de súbito, mas demandam uma articulação igualmente complexa, que pode envolver diversos sujeitos, cada qual com distintas atribuições no processo de formação e decisão.

Seguindo a definição proposta pelo autor, a criação de atos jurídicos pode ser escalonada em (i) *atos materiais*, que dizem respeito à elaboração do instrumento que dá forma ao ato, (ii) *atos intelectuais*, que dizem respeito à definição do conteúdo do ato, e (iii) *atos decisórios* – que dizem respeito à expressão de vontade que cria o ato, do ponto de vista jurídico. A superposição das definições resulta na possibilidade de se falar em três tipos de poder jurídico: (i) poderes materiais, pelos quais o titular do poder participa da produção material de atos jurídicos para terceiros, sem interferência em seu conteúdo; (ii) poderes intelectuais, pelos quais o titular do poder participa da definição do conteúdo substantivo e das condições específicas de atos jurídicos para terceiros; e (iii) poderes decisórios, pelos

---

empiéter. En outre, l'assignation d'une finalité à l'exercise des pouvoir n'a pas seulement pour effet d'en limiter l'exercise, mais également de justifier la contrainte exercée par leurs titulaires" (Valiergue, 2019, p. 58).

quais o titular do poder decide, por uma manifestação de vontade unilateral, pela criação de atos jurídicos vinculantes para terceiros.

Essa classificação é útil para estabelecer uma gradação do risco que se estabelece para terceiros a partir do exercício de posições de poder, no que diz respeito ao surgimento de conflitos de interesses. Enquanto titulares de poderes materiais não influenciam, em princípio, o conteúdo do ato jurídico para cuja criação contribuem, de modo que o risco de conflitos de interesses desses titulares é, em tese, desprezível, titulares de poderes intelectuais e decisórios têm influência e participação direta na determinação do conteúdo e das condições em que o ato jurídico é criado, de modo que é grande o risco colocado por conflitos de interesses desses titulares.

Por um lado, poderes jurídicos materiais são, em princípio, poderes passivos ou formais, no que diz respeito à criação de atos jurídicos. Valiergue propõe uma classificação de poderes materiais em (i) poderes de redação de atos jurídicos, como o exercido por tabeliões ou assistentes de juízes; (ii) poderes de constatação ou autenticação de atos jurídicos, como o exercido por notários ou por juízes, no caso específico de homologação de transações entre as partes de um processo; e (iii) poderes de assistência à celebração de atos jurídicos, como os exercidos por testemunhas instrumentais que firmam contratos entre particulares, conferindo-lhes caráter de título executivo. Uma vez que os titulares de poderes materiais não têm, em princípio, possibilidade de interferir no conteúdo substantivo do ato criado, a existência de um interesse conflitante com o das partes que se sujeitarão aos efeitos vinculantes do ato não implica risco de prejuízo a tais partes.

Por outro lado, poderes intelectuais e decisórios são aqueles que dão origem aos riscos fundamentais colocados por conflitos de interesses. Valiergue propõe classificá-los de acordo com o tipo de interesse que os seus titulares devem expressar; em outros termos, de acordo com o tipo de finalidade que se atribui ao poder jurídico, do ponto de vista normativo. Titulares de poderes podem ser reponsáveis por expressar seja um interesse único e determinado, seja uma pluralidade de interesses. Aos primeiros, atribui-se um *dever de lealdade* – que, por definição exige parcialidade e tomada de posição em favor de um

interesse determinado. Aos segundos, atribui-se um *dever de imparcialidade* – que, por definição, exige equidistância dos interesses envolvidos[88-89].

Poderes intelectuais implicam a possibilidade de seu titular participar na determinação do conteúdo substantivo de atos jurídicos, ainda que a criação do ato em si, por uma manifestação de vontade destinada a produzir efeitos jurídicos escape, em princípio, às suas competências. Titulares de poderes intelectuais podem ser vistos como coautores, ou autores intelectuais, de atos jurídicos, quando sua contribuição é tida em conta por terceiros, titulares de poderes decisionais ou direitos subjetivos, para a criação de atos jurídicos. Em função dessa possibilidade de interferência no conteúdo do ato, o risco de conflito de interesses de titulares de poderes intelectuais é relevante.

Quando os titulares de poderes intelectuais estejam encarregados de expressar um interesse único e determinado – isto é, quando sujeitos a um dever de lealdade –, Valiergue propõe classificá-los em (i) poderes de aconselhamento, como os exercidos por advogados e médicos em relação a seus clientes e pacientes; (ii) poderes de supervisão, como os exercidos por conselhos fiscais em sociedades anônimas; e (iii) poderes de intermediação e negociação, como os exercidos por corretores. Já quando esses titulares estejam encarregados de expressar uma pluralidade de interesses – isto é, quando sujeitos a um dever de imparcialidade –, a classificação proposta pelo autor distingue (i) poderes de *expertise*, como os exercidos por peritos judiciais; e (ii) poderes de conciliação, como os exercidos por conciliadores e mediadores.

---

[88] "Ceux qui expriment un intérêt unique doivent faire preuve de loyauté, c'est-à-dire chercher par principe à satisfaire ledit intérêt de préférence à tout autre. La loyauté implique ainsi de prendre parti; par définition, elle est partiale. Ceux qui expriment une pluralité d'intérêts doivent, au contraire, faire preuve d'impartialité, c'est-à-dire ne pas prendre *a priori* parti pour l'un d'entre eux (...) soit les titulaires de pouvoirs se placent du côté de l'un des intérêts concernés ; soit ils se placent entre les intérêts concernés, à équidistance de chacun d'eux ou, pour le dire encore autrement, au-dessus de ceux-ci (...) Tout pouvoir, qu'il soit intellectuel ou décisionnel, implique par ailleurs soit l'expression loyale d'un intérêt déterminé, soit l'expression impartiale d'une pluralité d'intérêts" (Valiergue, 2019, pp. 126-127).

[89] Cabe aqui distinguir a lealdade exigida especificamente do titular de um poder justificado pela expressão de um interesse único e determinado, por um lado, e a lealdade exigida de todo e qualquer contratante, decorrente da boa-fé objetiva, por outro lado. Esta última, cuja função é estabelecer um padrão mínimo de moralidade desejável no ambiente de interações econômicas, aplica-se a todo e qualquer sujeito que estabelece relações contratuais, seja pelo exercício de direitos subjetivos, seja pelo exercício de poderes (cf. art. 422, Código Civil). Com efeito, essa exigência geral não se confunde com, mas é cumulada à exigência específica de lealdade do titular de poderes jurídicos. Aquele que exerce a prerrogativa de criar atos jurídicos vinculantes para outrem deve lealdade ao seu interesse, mas não está autorizado a agir sem quaisquer limites em nome desse interesse, *e.g.* mediante fraude a outros interesses que a ele se oponham (Valiergue, 2019, pp. 251-252).

Poderes decisórios implicam a possibilidade de seu titular participar, mediante uma manifestação de vontade própria, na criação de atos jurídicos vinculantes para terceiros. Os riscos de conflitos de interessess de titulares de poderes decisórios são os mais evidentes, já que a vinculação de terceiros ao ato fica ao seu critério exclusivo. Quando seus titulares estejam sujeitos a um dever de lealdade, Valiergue propõe classificar os poderes decisórios em (i) poderes de autorização, como os exercidos pelo conselho de administração de companhias na hipótese de autorização prévia de celebração de contratos, quando exigido pelo estatuto (art. 142, VI, LSA); (ii) poderes de representação, seja de (a) pessoas físicas, como os exercidos por tutores de menores, (b) pessoas jurídicas, como os exercidos por acionistas[90] e administradores de companhias, ou (c) "patrimônios afetados", como os exercidos pelo cônjuge em relação aos bens em comunhão do casal. Poderes decisórios sujeitos a um dever de imparcialidade, por sua vez, são, essencialmente, os exercidos por juízes e árbitros, encarregados de decidir conflitos entre partes distintas sem tomar partido de uma delas em detrimento de outra.

As Tabelas 1 e 2 a seguir resumem as diferentes combinações possíveis do processo de criação de atos jurídicos, cada etapa dando margem à ocorrência de conflitos de interesses particulares. Para aproximar essas qualificações do campo de preocupação deste trabalho, o do direito societário, explora-se alguns exemplos familiares, sempre que possível:

[90] Note-se que o conceito de representação aqui utilizado é mais amplo do que aquele previsto no artigo 138, §1º, da LSA, que diz respeito, no essencial, à autorização legal para firmar contratos e agir em nome da companhia, competência privativa dos diretores. A representação, no sentido aqui proposto, diz respeito às prerrogativas conferidas aos acionistas (*e.g.* direito de voto em assembleia) e administradores (*e.g.* fixação da orientação geral dos negócios da companhia) que lhes permitem gerir um patrimônio distinto do seu – o patrimônio da própria companhia –, prerrogativas que, por permitirem a criação de atos jurídicos que vinculam esse patrimônio autônomo (independentemente da formalização dos atos, realizada por eles de modo exclusivo), permite o surgimento de conflitos de interesses.

Tabela 1

Conflitos de interesses no exercício de poderes sujeitos a dever de lealdade

	Poder-lealdade *(expressão de um interesse determinado)*		***Exemplos de conflitos de interesses***
	Qualificação	***Explicação***	
Poderes intelectuais *(participação no conteúdo substantivo do ato jurídico)*	Aconselhamento	Exercício de uma função consultiva na qual as opiniões expressadas são levadas em conta (ou mesmo determinantes) para a tomada de decisão posterior (*e.g.* comitês consultivos, vinculados ao conselho de administração – art. 160, LSA)	Presença, no conselho consultivo, do acionista ou administrador potencialmente beneficiado pela decisão em análise.
	Supervisão ou monitoramento	Revisão de decisões tomadas por outros agentes de acordo com critérios pré-estabelecidos, em favor dos principais como forma de embasar decisões dos principais (*e.g.* Conselhos Fiscais e revisão do relatório anual da administração – art. 163, II, LSA)	Presença de administradores no Conselho Fiscal
	Intermediação e negociação	Defesa dos interesses do principal em uma negociação (*e.g.* membros dos comitês independentes referidos no Parecer de Orientação CVM nº 35/08)	Vínculos financeiros do negociador (agente) com a contraparte na negociação
Poderes decisórios *(manifestação de vontade que cria o ato jurídico)*	Autorização	Submissão de um ato jurídico de conteúdo pré-definido à aprovação de outro agente (*e.g.* aprovação do relatório da administração pela assembleia geral – art. 115, §1º)	Participação do administrador-acionista na deliberação
	Representação	Tomada de decisão em benefício de terceiro (modelo principal-agente clássico – *e.g.* acionistas, conselheiros e diretores de companhias)	Participação em deliberações sobre negócios envolvendo a companhia consigo mesmo

Tabela 2

Conflitos de interesses no exercício de poderes sujeitos a dever de imparcialidade

	Poder-imparcialidade *(expressão de uma pluralidade de interesses)*		***Exemplos de conflitos de interesses***
	Qualificação	**Explicação**	
Poderes intelectuais *(participação no conteúdo substantivo do ato jurídico)*	*Expertise*	Aferição de valor ou qualidade de um bem sobre o qual há desacordo (*e.g.* auditoria e elaboração de laudos sobre avaliação de preços de ações em ofertas de fechamento de capital – art. 4º, §4, e 4-A, LSA)	Vínculos financeiros entre o perito ou empresa avaliadora e uma das partes envolvidas no negócio (ofertante ou acionistas que exigem a revisão)
	Conciliação / mediação	Estímulo à composição de interesses contrapostos, sem participação na decisão final	Vínculo do mediador ou conciliador com uma das partes em contraposição
Poderes decisórios *(manifestação de vontade que cria o ato jurídico)*	Decisão	Decisão vinculante sobre uma querela entre interesses contrapostos	Vínculo do julgador (juiz ou árbitro) com uma das partes – *desdobramentos do "nemo iudex in causa propria"*

Sugere-se, portanto, uma definição: do ponto de vista jurídico, **conflitos de interesses consistem em *desvios potenciais de poderes jurídicos*, intelectuais ou decisórios, que implicam a possibilidade de o titular do poder beneficiar-se, ou beneficiar um terceiro a ele vinculado, em detrimento do(s) interesse(s) que deveria, por sua própria posição de poder, expressar.** Em outras palavras, o conceito de conflito de interesses faz referência a situações em que o interesse que o titular do poder deve respeitar, no caso de um poder vinculado a um dever de lealdade, ou *parte* dos interesses que o titular deve respeitar, no caso de um poder vinculado a um dever de imparcialidade, entram em risco, dado que o titular do poder atua, em princípio, de maneira isolada, por conta própria, podendo agir em benefício próprio[91]. Por mais legítimas que sejam as

[91] "L'étude du domaine de la notion de conflit d'intérêts a permis d'établir que celle-ci, conçue comme une notion autonome justifiant d'un traitement juridique propre, ne désignait rien d'autre que le conflit d'intérêts du titulaire de pouvoirs juridiques (...) Partant, le lien entre cette notion et le détournement de pouvoir est rien moins qu'évident (...) [Le] conflit d'intérêts du titulaire de pouvoirs (...) l'amène nécessairement à opérer seul le règlement du conflit et il est alors un risque qu'il privilégie son propre intérêt ou celui d'un tiers, au détriment de celui ou de l'un de ceux qu'il a pour charge d'exprimer (...) Dès lors, il apparaît que le risque de sacrifice de l'intérêt d'autrui exprimé par le titulaire d'un pouvoir en situation de conflits d'intérêts n'est autre que le

possibilidades de exercício de poder – as quais sempre podem ser discutidas –, um ordenamento jurídico fundado no princípio da igualdade não pode, por uma questão de princípio, com o perdão da redundância, ser indiferente aos riscos de desvio de poder.

1.3. Conclusões parciais: organizando a discussão

O panorama traçado neste capítulo permite propor elementos do núcleo duro do conceito de conflito de interesses, tal qual utilizado sob diferentes pespectivas. O primeiro deles diz respeito à seletividade, podendo-se distinguir um sentido fraco e um sentido forte da expressão "conflito de interesses". Ainda que se possa falar, genericamente, em conflito de interesses entre agentes autônomos – como comprador e vendedor em situação de assimetria informacional, sob a perspectiva econômica, disputas entre dois agentes sobre um mesmo bem, sob a perspectiva da ética aplicada, ou negociações que envolvem exercício de direitos subjetivos, sob a perspectiva jurídica –, o sentido *forte* do conceito de conflito de interesses é reservado às situações em que há vulnerabilidade, dependência ou, como ressalta a linguagem jurídica, *poder* de um sujeito – ou, em linha com o modelo seguido até aqui, de um agente – de tomada de decisão vinculante para outro – o principal.

Assim entende-se a facilidade com que a teoria da agência captura o problema implicado por conflitos de interesses em sentido forte: trata-se de situações em que é possível teorizar *desvios* de poder, quer tenham sido atribuídos diretamente pela lei, quer voluntariamente, pelos principais. Também entende-se a facilidade com que o olhar econômico percebe conflitos de interessess: trata-se de uma mera decorrência do pressuposto de racionalidade como maximização de utilidade, que torna racional, e esperado, o oportunismo. A perspectiva econômica (ao menos a perspectiva apresentada neste capítulo) apreende conflitos de interesses por princípio.

As perspectivas ética e jurídica, por outro lado, são sensíveis ao fator histórico. O surgimento de estudos sobre o conceito de conflito de interesses, no campo da ética aplicada, de movimentos regulatórios e legislativos ao redor do mundo que se atentam a esse conceito, e mesmo a elaboração de um trabalho monumental sobre ele, como o de Valiergue, referido

---

risque d'un détournement de pouvoir et les conflits d'intérêts du titulaire de pouvoirs, des détournements potentiels de pouvoirs" (Valiergue, 2019, pp. 247-248).

neste capítulo, respondem a uma inquietação prática contemporânea: conflitos de interesses geram cada vez mais preocupação, seja no campo das instituições públicas, seja no mundo corporativo e, se por um lado são intuitivamente compreendidos, por outro lado são de difícil definição e articulação teórica. Qualquer proposta de definição deve responder a esse contexto histórico. Curiosamente, a proposta aqui defendida dialoga com uma sabedoria profunda: conflitos de interesses não dizem respeito, tão somente, à capacidade subjetiva daquele que age, mas também à *percepção* de quem está sujeito aos efeitos da decisão, tal qual encapsulado no provérbio da esposa de César: a ela não basta *ser* honesta; há também que *parecer* honesta.

O segundo aspecto do núcleo duro, portanto, é essa dupla dimensão do conceito, que pode ser expressa por alguns binômios: agente *v.* principal, atual *v.* potencial, efetivo *v.* antecipado, subjetivo *v.* objetivo. Conflitos de interesses dizem respeito a situações de poder, em circunstâncias nas quais *é plausível supor* que o seu titular atuará em benefício próprio, em detrimento do interesse que deveria privilegiar. Essa plausibilidade justifica, do ponto de vista jurídico, a imposição de *algum tipo* de constrangimento jurídico ao titular do poder, uma vez que a existência de um poder sem constragimentos contraria o princípio básico da igualdade entre sujeitos de direito. "Algum tipo" de constrangimento, uma vez que, da existência de um conflito de interesses não decorre, necessariamente, qualquer tipo de solução regulatória específica. A reflexão sobre a regulação jurídica de conflitos de interesses deve, como bem aponta a visão econômica, ter em conta tanto a dimensão atual, do agente – que se preocupa com os ganhos de eficiência decorrentes da especialização, que pressupõe a discricionariedade do agente em sua tomada de decisão –, como a dimensão potencial, do principal – que se preocupa com a antecipação de possíveis riscos de oportunismo ou, na linguagem jurídica, de desvio de poder. Tudo isso sem descurar do contexto institucional mais amplo no qual a regulação deverá ser aplicada.

Essa flexibilidade de soluções regulatórias, no entanto, não implica que o conceito de conflito de interesses não seja passível de *teorização*. Para além de uma avaliação de contexto institucional e econômico, interpretar e avaliar a regulação existente sobre conflitos de interesses, ou propor novas formas de regulação, só faz sentido se for possível (i) identificar o que seja um conflito de interesses, e (ii) articular as razões de fundo pelas quais

se entende necessário submeter agentes em posição de conflitos de interesses a constrangimentos.

Aqui surge uma nova dicotomia, que guiará os dois capítulos seguintes deste trabalho. Em primeiro lugar, as considerações deste primeiro capítulo, em especial a teoria abrangente sobre conflitos de interesses de Valiergue, são úteis para propor uma crítica ao debate *teórico* sobre conflitos de interesses em matéria societária no Brasil. Trata-se de levar a cabo a inversão metodológica proposta na abertura deste capítulo: partindo de uma teoria sobre conflitos de interesses baseada na existência de posições de poder, a discussão teórica deve se preocupar primeiro com a identificação das posições de poder e, em seguida, com a identificação dos interesses envolvidos. A definição jurídica desses interesses, por sua vez, passa pela definição das expectativas legítimas dos sujeitos vulneráveis ao exercício do poder. A partir desse percurso, é possível estabelecer um diálogo com a discussão tradicional do campo, criticar alguns de seus pressupostos e expor algumas de suas lacunas.

Em segundo lugar, vale o engajamento com o debate *regulatório* sobre conflitos de interesses em matéria societária, que vem, progressivamente, sendo absorvido pela discussão sobre operações entre partes relacionadas. A definição teórica aqui proposta permite traçar distinções e aproximações entre os dois conceitos, além de fornecer um norte para novas possibilidades de regulação que sejam coerentes com a concepção normativa de conflitos de interesses. Uma vez que se reconhece que conflitos de interesses dizem respeito não somente à obtenção de operações econômicas eficientes, pontualmente, mas também ao resguardo da *confiança* de investidores, cabe perguntar: é possível criar e preservar confiança? Se sim, como? Há uma literatura abrangente que discute o conceito de confiança, a qual, com raras exceções, dificilmente é aproximada das discussões sobre governança corporativa e mercado de capitais. Partindo dessa literatura, é possível estabelecer um diálogo com as propostas de tratamento de operações entre partes relacionadas atualmente em voga no país, questionando sua fundamentação.

-*-

CAPÍTULO 2 – CONFLITO DE INTERESSES E DIREITO SOCIETÁRIO: UM CONCEITO A PARTIR DO DIÁLOGO COM AS FONTES DA DISCUSSÃO BRASILEIRA CONTEMPORÂNEA

2. Introdução

No capítulo anterior, foi proposta uma definição teórica abrangente do conceito jurídico de conflito de interesses, extraída do trabalho de J. Valiergue: conflitos de interesses consistem em situações nas quais se vislumbra um risco potencial de desvio de poderes jurídicos, e que implicam a possibilidade de o titular do poder favorecer um interesse próprio, ou de um terceiro a ele vinculado, em detrimento do interesse que deveria, em decorrência de sua posição de poder, expressar. Poderes jurídicos, por sua vez, são prerrogativas jurídicas heterônomas, que permitem ao seu titular participar na criação de atos jurídicos vinculantes para terceiros, seja pela influência do conteúdo do ato – poderes intelectuais – seja pela manifestação de vontade que cria o ato – poderes decisórios.

Essa definição tem a vantagem de destacar, pelo uso do conceito de poder, o aspecto relacional dos conflitos de interesses. Conflitos de interesses envolvem, no mínimo, dois sujeitos que mantêm uma relação entre si: o titular do poder jurídico – que pode ser qualificado como agente – e aquele que está sujeito ao exercício do poder – que pode ser qualificado como principal. Esse aspecto permite vislumbrar a dupla dimensão dos conflitos de interesses ou, mais especificamente, dos problemas que conflitos de interesses implicam no campo das relações privadas.

Pelo lado do agente, há o risco de oportunismo, que pode ser visto de dois ângulos: o surgimento de um interesse externo à sua relação com o principal pode (i) impactar a sua capacidade subjetiva de julgamento; e (ii) levar à tomada de uma decisão efetivamente prejudicial aos interesses do principal[92]. Pelo lado do principal há a *percepção* de risco de oportunismo, de modo que conflitos de interesses podem (i) abalar a sua confiança no agente,

[92] Essa segregação, possivelmente irrelevante em termos práticos, é no entanto útil, em termos analíticos, para a compreensão de certos argumentos normalmente empregados na discussão sobre conflitos de interesses em matéria societária, como se verá.

caso a relação já esteja formada – *e.g.* caso tenham sido voluntariamente provocados pelo agente, ou não informados ao principal de antemão –, ou (ii) afastá-lo do agente, impedindo *ex ante* o seu engajamento caso a percepção de risco seja muito elevada, não estando a relação ainda formada.

Cabe agora articular essa definição teórica mais geral no campo do direito societário. Neste capítulo e no seguinte, esse referencial teórico será aplicado à análise de uma relação particular dentro da organização societária: a relação entre acionistas controladores[93] e não controladores. Essa limitação de escopo justifica-se, em primeiro lugar, pela centralidade conferida pela LSA à figura do controlador, atribuindo-lhe poderes e disciplinando-os. Em segundo lugar, pela realidade do mercado acionário brasileiro, no qual a presença de um controlador ou um grupo de controle definido é a regra[94]. Como explorado no capítulo anterior, é mais adequado pensar, seguindo a classificação de Valiergue, nos poderes envolvidos na relação controladores *v.* não controladores como poderes-lealdade, e não como poderes-imparcialidade, como o recurso à analogia com a figura dos julgadores e à máxima *nemo iudex in causa propria* faz supor.

Trabalhar a relação entre controladores e não controladores envolve tanto olhar para os embates diretos entre essas duas figuras, no âmbito das assembleias gerais, como para os embates indiretos, no campo da administração da companhia; mais especificamente, no âmbito do conselho de administração, no qual o poder de controle se expressa com particular nitidez, seja pela influência jurídica direta do controlador em sua composição, via eleição da maioria dos membros do conselho, podendo o próprio controlador figurar como conselheiro, seja pela constatação elementar dos poderes de fato que o controlador exerce sobre esse órgão administrativo[95].

---

[93] Limito-me a considerações sobre controle *interno*, fundado na propriedade de ações, seguindo a definição do art. 116 da LSA, englobando também situações de controle conjunto, formalizado via acordo de acionistas, deixando de lado situações de controle gerencial ou externo.

[94] Um recente relatório da OCDE (OCDE, 2019) refere-se a um estudo elaborado pela consultoria KPMG com companhias listadas nos segmentos especiais da B3 (Novo Mercado, Nível 2, Nível 1) e as 50 companhias do segmento tradicional com maior volume de negociação de ações que identifica que 79% das companhias analisadas possuem controle concentrado (em um acionista isolado ou controle compartilhado), ainda que o Novo Mercado aponte uma tendência à dispersão (30% das companhias listadas nesse segmento não possuem acionista controlador identificado).

[95] Há muito percebida pela doutrina "Juridicamente, os administradores sociais são, pois, independentes. Trata-se, porém, de independência não garantida, tal como a dos magistrados sob o império do Ato Institucional 5, de 1968, pois que sua demissibilidade *ad nutum* pelo acionista controlador (que domina a Assembléia Geral, a qual por sua vez domina o Conselho de Administração) se coloca como um fator de coerção potencial que, do ponto de vista sociológico, anula, de fato, a vocação dos administradores para a persecução do interesse da

2.1. Uma questão preliminar: o problema da distinção conflitos "formais" v. "substanciais"

Um ponto preliminar a ser abordado é a distinção, fundamental no debate brasileiro, entre conflitos de interesses "formais" e conflitos de interesses "substanciais". Essa distinção é apresentada em uma das obras brasileiras seminais sobre o tema, que propõe uma interpretação sobre o artigo 115, §1º, da LSA:

> "[N]a situação enfocada, **a1** [acionista], por se achar numa situação de contraparte em relação a **a** [companhia], poderá sacrificar o seu interesse como membro do grupo ao seu interesse meramente individual. Diz-se, assim, haver, na hipótese, conflito *formal* de interesses (saliente-se que, na mesma hipótese, poderá ocorrer o que se denomina de conflito *substancial* de interesses se, efetivamente, **a1** sacrificar o seu interesse como membro do grupo ao seu interesse individual)" (França, 1993, p. 20 – grifou-se)

Nessa definição clássica, há dois aspectos centrais. O primeiro deles é o uso do conceito proposto de conflito de interesses a partir de um exemplo: o contrato consigo mesmo, celebrado por representante em nome do representado, situação típica de conflito de interesses, referida no capítulo anterior. Na hipótese desenvolvida, o acionista *a1* encontra-se nos dois polos da relação contratual, o que o coloca em situação análoga à do representante da pessoa natural. O segundo aspecto é distinção entre a dimensão "formal" da relação – que diz respeito à sua formulação em abstrato – e a dimensão "substancial", que pode tanto dizer respeito a uma eventual concretização da hipótese estabelecida em abstrato – o contrato, nas condições hipotetizadas, é celebrado – como ao sacrifício do interesse de uma das partes – uma possibilidade de resultado da concretização da hipótese, que não necessariamente acontecerá.

Se, em princípio, essa definição não tem maiores consequências, seus desdobramentos são problemáticos. Luis Felipe Spinelli (2012, pp. 145-150), em obra sobre conflitos de interessess envolvendo administradores de sociedades anônimas, elenca algumas situações de conflito de interesses, que qualifica como paradigmáticas: (i) casos em

---

sociedade, do bem público e da função social da empresa (...) Na verdade, o arcabouço legal da sociedade anônima pode conduzir a essa ilusão. Mas a análise sociológica do poder demonstra, segundo penso, e aqui me refiro ao Brasil, que a sociedade anônima representa, não uma instituição, mas um instrumento de realização do interesse do acionista controlador" (Guerreiro, 1990, pp. 52-53).

que o administrador, ou um terceiro a ele vinculado (*e.g.* familiares), é contraparte de um contrato a ser celebrado com a sociedade (o mesmo caso clássico de representação, referido acima), (ii) casos em que o administrador atua como intermediário de uma negociação pela companhia, mediante comissão (um exercício de poder intelectual de intermediação, seguindo a classificação de Valiergue), (iii) casos de *interlocked boards*, em que companhias que mantém relações empresariais possuem administradores em comum, e (iv) casos em que administradores estipulam a própria remuneração[96]. No entanto, o autor prossegue:

> "Nas hipóteses elencadas acima não é de todo difícil observar que há a potencialidade de contraposição de interesses. Todavia, a questão é que a comprovação da influência sofrida pelo administrador quando da tomada de decisão fica cada vez mais difícil quando saímos dos referidos casos paradigmáticos (...) Há situações nebulosas, em que a visualização da tensão entre os interesses é extremamente complexa (...) somente a apreciação do caso concreto oferece a resposta mais adequada" (Spinelli, 2012, p. 152).

E, mais adiante, arremata:

> "[É] afastada de imediato a impressão de que o conflito de interesses é formal quando se questiona o que seja *interesse conflitante*. Assim, **conclui-se que não há critério prévio para evidenciá-lo, sendo sua constatação uma questão de fato** (...) Não há como arrolar *ex ante* todas as hipóteses em que o gestor está em conflito de interesses (...) porque as situações em que o efetivo confronto de interesses pode ocorrer são incontáveis (...) Não basta, desta forma, a simples existência de dois interesses (da sociedade e do administrador) na mesma operação, **visto que estes podem ser convergentes**. Imprescindível é que ocorra o confronto entre eles, o que só pode ser constatado no caso concreto" (Spinelli, 2012, pp. 250-254 – grifou-se).

Esse argumento, que expressa um entendimento majoritário da doutrina brasileira, mistura dois conceitos: o de interesse social, ou interesse da companhia, e o de conflito de interesses. A tarefa de desenvolver o conceito de conflito de interesses a partir da definição teórica de interesse social sempre foi, e ainda é, como nota Spinelli, bastante delicada. Uma

---

[96] Uma modalidade de situação de conflito de interesse que, do ponto de vista puramente formal, não parece problemática, uma vez que o art. 152 da LSA atribui à assembleia geral o poder decisório sobre a remuneração global dos administradores. Na prática, a situação pode ser bastante distinta, como nos casos em que o acionista controlador também faz parte do conselho de administração. O Caso Melhoramentos, recentemente julgado pela CVM, exemplifica esse problema: discutiu-se, no caso, a situação de acionistas controladores, também conselheiros, que estabeleceram mecanismos de remuneração variável que os beneficiavam para além do teto estabelecido em assembleia.

parte do esforço deste trabalho, como já salientado, é o de seguir um caminho distinto, invertendo os passos de pesquisa. É importante revisitar as tentativas históricas de discussão de conflitos de interesses a partir do interesse social, o que será feito na seção seguinte. Antes, no entanto, cabe apontar um problema preliminar da discussão brasileira.

Nota-se uma contradição no argumento transcrito acima. Se é possível dizer que existem casos paradigmáticos de conflitos de interesses, pressupõe-se, logicamente, a existência de algum critério prévio que permita identificá-los como tais. Em outras palavras, é necessário um conceito – teórico, abstrato – de conflito de interesses para que se possa qualificar uma situação concreta como envolvendo um conflito de interesses. Isso é evidente para qualquer conceito jurídico: não existem "contratos" ou "sociedades anônimas" em abstrato, mas é necessário um conceito de contrato e um conceito de sociedade anônima para que se identifique, no caso concreto, um conjunto de manifestações de vontade, comportamentos, documentos e formalidades como tais. Não se pode dizer que a constatação da existência de um contrato é uma questão meramente de fato: se aquele que deve realizar a constatação não possui qualquer elemento conceitual prévio que lhe permita distinguir diferentes tipos de calhamaços de folhas de papel (deixando de lado a questão dos contratos digitais), a tarefa de dizer qual deles constitui um contrato é mais do que inglória; é impossível[97].

A identificação de conflitos de interesses segue a mesma lógica: caso se queira qualificar uma dada situação concreta como envolvendo um conflito de interesses, é necessário um conceito teórico. Casos nebulosos servem, justamente, para colocar os conceitos à prova, forçando o jurista a desenvolvê-los melhor ou abandoná-los em favor de explicações teóricas mais convincentes. Conceitos jurídicos não têm essência metafísica, mas devem consistência argumentativa. O que não se pode admitir é que se trate de uma

[97] Trata-se, nos termos propostos por Neil MacCormick (2007), da necessidade de um "sentido focal". A explicação de qualquer atividade ou produto da ação humana, segundo MacCormick, só é possível a partir de uma referência conceitual que contenha os valores de base a que essas ações ou produtos remetem, valores estes que compõem a melhor versão possível, a versão *ideal* ou o sentido focal dessas ações e objetos. Por exemplo, uma explicação sobre o conceito de "aula" só é possível a partir de uma referência a certos valores centrais, como a importância do conhecimento e a forma adequada de sua transmissão. Da mesma maneira, o estudo da "economia" só é compreensível a partir de certas premissas atinentes ao valor da produção de riqueza e da racionalidade humana. Só é possível entender o que são esses conceitos ou atividades humanas por meio de uma referência indireta a esses valores, valores esses que dizem *qual o sentido* dessas atividades. Essa proposta não delimita de saída quais são esses valores ou o seu conteúdo substantivo (i.e., não se trata de uma busca por uma essência metafísica), mas propõe um método explicativo, que constrange as possibilidades de sentido dos conceitos analisados.

questão simplesmente de fato, posição que abre margem para toda sorte de insegurança jurídica.

Tal como aplicada no debate brasileiro, a distinção entre "conflitos formais" e "conflitos substanciais" opera uma confusão entre a definição conceitual de conflito de interesses e a consequência prevista pela lei para cada circunstância que pode ser qualificada como envolvendo um conflito de interesses. A definição conceitual, teórica, não *determina* as consequências legislativas, apenas constrange a interpretação e a construção do sentido do texto legal. A utilidade da definição está, em primeiro lugar, em conferir um critério de reconhecimento de uma determinada situação concreta, do ponto de vista jurídico – o que é, na verdade, uma necessidade do processo hermenêutico. É justamente a partir desse critério que se pode elencar casos paradigmáticos, os quais servem de referência para a análise de casos nebulosos – que, diga-se, são frequentes, possivelmente a regra, em qualquer ramo do direito, não sendo os conflitos de interesses uma exceção.

Em segundo lugar, em permitir um exercício de crítica sobre as soluções legislativas, ou sobre os argumentos invocados na discussão doutrinária a respeito delas. É a partir do conceito que se desenvolve um debate argumentativo, que pode mesmo, no curso da história, vir a reformular completamente o significado original do conceito. Ele é necessário, portanto, como ponto de referência de qualquer discussão.

A confusão ocorre porque se associa a ocorrência de um conflito "formal" a uma consequência específica, qual seja, a proibição do exercício do voto do acionista (art. 115, §1º, LSA) ou administrador (art.. 156, *caput*, LSA) em situação de conflito de interesses. O argumento que refuta a construção dessa consequência aponta que é preciso atentar ao mérito da deliberação em questão, para saber se o "interesse da companhia" foi efetivamente lesado, o que só seria possível *após* a ocorrência da deliberação[98]. Uma manifestação clássica chega a distinguir hipóteses de vedação de voto, de um lado, e conflito de interesses, de outro (Leães, 1989), como se a definição conceitual de conflito de interesses se confundisse com,

[98] "A Lei das S.A., ao mencionar genericamente o 'interesse conflitante', está se referindo a uma situação de conflito substancial, na qual o acionista vota privilegiando o seu interesse e sacrificando o interesse social, o que somente pode ser verificado posteriormente, mediante a análise do mérito da deliberação e o seu impacto sobre os negócios sociais" (Eizirik, 2015, p. 221).

ou mesmo dependesse de, uma consequência jurídica específica atribuída pela lei a tais situações.

Trata-se de uma redução equivocada do conceito de conflito de interesses. Em primeiro lugar, nota-se que a LSA prevê consequências *outras* para as situações de conflito de interesses para além da eventual participação na deliberação em questão. O art. 156, *caput*, por exemplo, prevê que o administrador deve cientificar os seus pares sobre o fato de estar em situação de conflito de interesses em uma dada deliberação, fazendo constar tal comunicação em ata. Independentemente da possibilidade de votar em tal deliberação – e a redação do artigo claramente indica a proibição do voto –, é necessário conferir ao administrador alguma orientação sobre o que, efetivamente, configura um conflito de interesses, de modo a permitir-lhe respeitar a obrigação legal. A primeira constatação, portanto, é de que o conceito de conflito de interesses tem desdobramentos jurídicos *mais amplos* do que a possibilidade de voto do agente em situação de conflito de interesses em uma determinada deliberação.

Mesmo a imposição de obrigações que aparentam ser meras declarações de princípio não são compreensíveis sem esse conceito prévio. As disposições dos artigos 117, §1º, *f*, e 156, §1º, da LSA, das quais se extrai a proibição de celebração de contratos entre acionistas controladores e administradores, de um lado, e a companhia, de outro, em condições não comutativas, só são inteligíveis – i.e., não são puramente arbitrárias – se se presume, de antemão, que há um risco envolvido nesse tipo de contratação. Independentemente do procedimento a ser observado nessas situações, é preciso um conceito de conflito de interesses que dê sentido às obrigações legais. A segunda constatação, portanto, é de que o conceito *antecede* a atribuição das consequências.

Ademais, sendo possível apresentar uma definição teórica de conflito de interesses, causa perplexidade o argumento de que conflitos de interesses são identificáveis apenas *após* a ocorrência das deliberações. Não se delibera no vácuo. Em se tratando de deliberações sobre negócios jurídicos específicos, é evidente que as condições do negócio a ser discutido devem estar claras previamente: é preciso saber sobre o que se delibera, e isso inclui uma projeção futura dos efeitos da deliberação. Nessa linha, entendem-se as exigências da LSA e da CVM a respeito da disponibilização de documentos para análise dos acionistas antes da realização de assembleias gerais, bem como o direito, conferido aos acionistas, de pedir

esclarecimentos a respeito dos documentos apresentados[99]. Quanto aos administradores, trata-se de uma razoável decorrência do dever de diligência, positivado no art. 153 da LSA, exigir que tenham pleno conhecimento a respeito do negócio colocado em discussão e votação. Nesses casos, a deliberação nada mais faz do que criar um ato jurídico vinculante para a companhia, cujas condições já deveriam, por determinação legal, ser conhecidas. Em outras palavras, nos termos de Valiergue, trata-se de um exercício de poder decisional que cria um ato jurídico, necessariamente antecedido de um complexo exercício de poderes intelectuais.

Assim, pressupondo a existência de um conceito teórico claro de conflito de interesses, ou a existência de um conflito de interesses envolvendo acionistas ou administradores pode ser identificada antes da consumação da deliberação, decorrendo das condições do negócio a ser realizado pela companhia, ou após a deliberação, caso tenha havido falha, dolosa ou culposa, na prestação completa de informações a respeito do negócio. Nesse último caso, o conceito ainda é indispensável para que se possa reconstruir a situação, do ponto de vista jurídico, e qualificá-la como tendo envolvido um conflito de interesses. Não se trata, e nem poderia se tratar, de uma questão meramente de fato, sem qualquer critério conceitual de análise.

Ainda, como ilustram os exemplos indicados na Tabela 1, no capítulo anterior, é possível identificar conflitos de interesses não somente em relação a deliberações societárias específicas, como em relação às posições ocupadas por um mesmo agente dentro da organização societária. A depender da reconstrução da função de cada órgão societário, certos conflitos de interesses podem ser qualificados como *estruturais*. O caso mais evidente são os órgãos que exercem funções de supervisão e monitoramento, notadamente o conselho fiscal e, em boa medida, o conselho de administração.

Essa constatação dá sentido, por exemplo, à regra extraída do artigo 162, §2º, da LSA, que impede a eleição de administradores e empregados da companhia (ou de suas controladas ou sociedades do mesmo grupo), bem como de seus cônjuges e parentes até o terceiro grau, para o conselho fiscal. A recomendação do CBGC (Prática 2.3.1) pela não cumulação dos cargos de diretor-presidente e presidente do conselho de administração pela

[99] LSA, arts. 133, 134, §1º e 135, §1º, e Instrução CVM nº481/09, Capítulo III (conforme alterada).

mesma pessoa vai no mesmo sentido: o fato de se atribuir um poder de supervisão da execução dos negócios ao conselho de administração implica que o poder, conferido ao presidente do conselho, de pautar as reuniões do colegiado, ou de funcionar como elo entre os conselheiros e os órgãos executivos, *pode* vir a ser usado em benefício próprio do principal executivo da companhia, caso uma mesma pessoa cumule os cargos.

Não se pode, portanto, confundir a análise e interpretação jurídica de situações concretas de conflitos de interesses – que consiste em um exercício de reconstrução de fatos a partir de um conceito teórico, seja antes, seja depois de uma deliberação específica – com uma forma particular de controle jurídico desse tipo de situação, seja o controle *ex ante*, seja o controle *ex post*, abordados no capítulo anterior. O papel da doutrina deveria ser o de buscar sempre maior precisão e rigor conceitual na definição dos conflitos de interessess, acompanhando o movimento histórico e econômico no qual as empresas, objeto da disciplina do direito societário, estão inseridas, e não abandonar a empreitada de antemão.

O problema de fundo é a definição dos critérios teóricos precisos. E é neste ponto que se torna relevante revisitar a vinculação histórica entre os conceitos de conflito de interesses e interesse social. Essa associação, tal como apreendida pelo debate brasileiro contemporâneo, tem raízes do debate doutrinário italiano clássico sobre o tema, travado sobretudo em meados do século XX, que serve de inspiração às discussões teóricas havidas em nosso país. Resgatar alguns elementos desse debate é interessante tanto para identificar alguns pontos não contemplados no processo de sua "importação" para o Brasil, como para colocá-lo em perspectiva histórica, o que permite apontar alguns pontos daquela discussão que, nos dias que correm, soam anacrônicos, mas que ainda constam do nosso vocabulário teórico.

2.2. Um resgate da discussão italiana sobre conflitos de interesses e o conceito de poder[100]

A análise do debate doutrinário italiano sobre conflito de interesses em direito societário – mais especificamente, dos conflitos de interesses envolvendo sócios ou acionistas – evidencia duas particularidades: a rejeição doutrinária do poder como um conceito juridicamente relevante, ao menos no âmbito do direito privado, e o progressivo abandono de uma perspectiva abrangente sobre conflitos de interesses, que buscasse pontos de contato entre o direito societário e outros ramos do direito. Essas particularidades impactaram a forma como o conceito de conflito de interesses foi tratado pelos comercialistas italianos mais tardios – sendo que a discussão que nos interessa aqui foi travada a partir dos anos 1920 até meados da década de 1960[101].

O texto seminal do debate é de Alberto Asquini, "*Conflitto d'interessi tra il socio e la società nelle deliberazioni di assemblee delle società per azioni*", de 1919. Nesse texto, Asquini comenta uma decisão do Tribunal de Milão que rejeitou a impugnação de uma assembleia que deliberava por um aumento de capital de uma sociedade, a ser integralizado com um imóvel de propriedade de alguns acionistas que votaram favoravelmente ao aumento. O problema central que o autor enfrenta é o silêncio do Código Comercial italiano então em vigor a respeito de situações de conflito de interesses envolvendo acionistas. A escassa doutrina então existente sobre o assunto argumentava que, como limitações de direitos não seriam admissíveis fora dos casos taxativamente previstos em lei, conflitos de interesses deveriam ser resolvidos por cada acionista "*nell'interno della propria coscienza*", e não seriam suficientes para justificar a proibição do exercício do direito de voto pelo acionista, opinião com a qual Asquini não concordava.

A solução encontrada por Asquini foi a construção de uma analogia a partir das regras de conflito previstas para os administradores, incluindo membros do conselho de

---

[100] Uma versão preliminar desta seção foi desenvolvida por mim em artigo anterior, não publicado, intitulado "O papel da doutrina na construção da disciplina de conflito de interesses italiana: entre *langue* e *parole*", apresentado como trabalho final da disciplina "DFD5777 - História do Conceito Moderno de Direito", ministrada pelo Prof. José Reinaldo de Lima Lopes no Programa de Pós-Graduação da Faculdade de Direito da USP, no primeiro semestre de 2019.

[101] O debate doutrinário prossegue, evidentemente, mas as discussões havidas nesse período, bem como suas conclusões, são as que foram importadas para o Brasil pela via doutrinária – fundamentalmente, a partir da obra de França (1993).

administração, os quais eram obrigados pelo art. 150 do Código Comercial então vigente a informar aos demais administradores a existência de seu interesse particular em um determinado negócio e a abster-se de votar na deliberação correspondente. Essa regra, em sua visão, seria informada pelo princípio da invalidade do contrato consigo mesmo, aplicável aos casos envolvendo representantes e representados. A lei conferia ao administrador o direito de participar das deliberações não em seu próprio interesse, mas enquanto órgão da sociedade, sendo necessário garantir, na maior medida possível, que este agiria no exclusivo interesse da sociedade. Sendo acionistas também órgãos da sociedade, a eles se aplicaria a disciplina de conflito de interesses, de modo que não poderiam tomar parte em deliberações assembleares nas quais tivessem interesse particular contrário ao da sociedade[102].

Procedendo por analogia, Asquini não se atreveu a prever, para acionistas, consequências mais gravosas para a violação da obrigação de abstenção do que aquelas previstas para os administradores. Em se tratando de deliberações colegiadas em órgãos da sociedade, a discussão sobre a validade ou invalidade do contrato consigo mesmo, entre um acionista ou administrador e a própria sociedade, é colocada em termos de higidez da formação da vontade da sociedade. Do exercício do voto conflitado, portanto, não decorreria necessariamente a invalidade da deliberação, caso fosse aprovada pelos demais membros do colegiado – e Asquini frisa que juízes não teriam poder para declarar a invalidade da deliberação de ofício. A sanção prevista em caso de descumprimento do dever de abstenção era a eventual reparação dos danos sofridos pela sociedade, cabendo à própria sociedade, por deliberação de sua assembleia, ajuizar ação contra o acionista ou administrador. Logo, se a decisão se mostrasse benéfica para a sociedade, não haveria maior consequência prática efetiva para o acionista.

O argumento analógico a partir do princípio da invalidade do contrato consigo mesmo logo mostrou carências. Nem todas as situações identificadas, em princípio, como

---

[102] "La differenza quindi che vi è tra socio e amministratore nell'esercizio delle rispettive funzioni deliberative è differenza *quantitativa* di competenza, non differenza *qualitativa* di natura (...) Tanto l'amministratore quanto il socio, nell'esercizio delle loro funzioni deliberative devono considerarsi *organi* della società, e gli atti che essi compiono in questa qualità di organi della società devono avere analoga valutazione (...) il divieto di esercitare il diritto di voto da parte del socio che abbia un interesse contrario a quello della società lo si ricava proprio della natura essenziale e dalla funzione caratteristica, che, *secondo la legge*, ha il diritto di voto. Il voto che con tale divieto si toglie al socio non è il voto concesso dalla legge, quello rivolto all'interesse sociale; ma è il voto rivolto contro la società, che la legge non ha mai concesso e non ha mai riconosciuto, non solo nel campo delle società, ma nel campo di alcuna persona giuridicha ad alcuno dei membri che le constituiscono" (Asquini, 1919, p. 662).

envolvendo conflitos de interesses de acionistas implicavam uma contraposição entre acionista e sociedade em polos opostos de um negócio jurídico, por exemplo em deliberações de aumento de capital cuja finalidade fosse exclusivamente diluir a participação de um determinado acionista. A doutrina passou então a se preocupar com a possibilidade de abuso de uma posição dominante pela maioria acionária em detrimento da minoria.

Nessas circunstâncias, o caminho encontrado foi o recurso às noções de poder e risco de abuso, como revelam os títulos dos textos de Francesco Carnelutti ("*Eccesso di potere nelle deliberazioni dell'assemblea delle anonime*", 1926) e Tullio Ascarelli ("*Sulla protezione delle minoranze nelle società per azioni*", 1930). Assim como Asquini, ambos se viam em dificuldade ao enfrentar o silêncio do Código Comercial, tendo que reformular o melhor argumento então disponível para fundamentar o controle de conflito de interesses de acionistas. Ambos construiram sua própria analogia a partir da importação da teoria do excesso de poder, oriunda da doutrina de direito público[103].

Carnelutti e Ascarelli seguiram a linha de Asquini ao considerarem acionistas, assim como administradores, órgãos da sociedade. Nesse sentido, entendiam o direito de voto não como um direito subjetivo, atribuído ao acionista em seu interesse particular, mas como um poder atribuído a ele pela lei, a ser exercido no interesse de outrem – no caso, da própria sociedade, vista como um ente autônomo. O exercício do direito de voto estaria, portanto, sujeito a um controle de legalidade, assim como atos administrativos praticados por funcionários públicos, cuja função era determinada pelo interesse do Estado[104]. A noção de poder, portanto, era definida de acordo com uma finalidade, ou função, estabelecida em lei.

---

[103] Chegando muito próximos à teoria mais moderna sobre conflito de interesses, exposta no capítulo anterior. Aqui, podemos interpretar que a formação interdisciplinar e em teoria geral desses grandes doutrinadores desempenha um papel relevante na mitigação da separação rígida entre direito público e direito privado. Ascarelli tinha formação também em filosofia e ficou conhecido por seus estudos sobre interpretação, história e teoria do direito, além de demonstrar uma visão crítica sobre o conservadorismo de seus pares. Carnelutti, renomado processualista, critica expressamente a separação estanque de disciplinas como um entrave para a elaboração de soluções mais adequadas à realidade social. Para ele, seus colegas "non toccano il fondo e ho paura che il torto stia proprio nell'averle condotte senza stendere lo sguardo sopra i campi vicini e fecondi del diritto pubblico, dal diritto processuale al diritto amministrativo. Purtroppo la divisione in settori della nostra, come di tutte le scienze, ha i suoi vantaggi, e, del resto, risponde a una umana necessità; ma ha anche i suoi peccati, e quanti!" (Carnelutti, 1926, p. 176).

[104] "[Vi] sono poteri, che la legge concede agli uomini per la tutella di *interessi a loro proprii*, e altri, che attribuisce per la tutela di *interessi altrui*. I primi si chiamano *diritti subbietivi* e si distinguono dai secondi come *poteri-diritti* in confronto coi *poteri-doveri* (...) [F]inchè si tratta di un *diritto subbiettivo*, cioè di un potere conferito ad alcuno per la tutela di un interesse proprio, trovare che il fine concreto dell'atto non corrisponde al fine tipico del potere è assai difficile, per non dire impossibile. Il motivo di ciò sta, come ognun vede, nella valutazione soggetiva dell'interesse, che costituisce la ragion d'essere del diritto subbiettivo (...)Diversa è la posizione quando, invece, il potere si dato per la tutela di un interesse altrui (...) La ragione

Essa interpretação criava dois problemas cruciais e interligados, como reconheceram os próprios autores. Ambos pretendiam apresentar uma construção mais ampla do que aquela proposta por Asquini, que limitava os casos de conflito de interesses a uma situação de contraposição objetiva entre acionista e sociedade, tal qual ocorria na hipótese do contrato consigo mesmo envolvendo representantes. No direito público, o controle de legalidade dos atos administrativos, por meio da teoria do excesso de poder, se dava pela análise do ato praticado em concreto à luz de sua finalidade, informada pelo interesse do Estado estabelecido em lei. Ao importarem essa ideia para o campo do direito societário, Carnelutti e Ascarelli dependiam, para que seu argumento fosse consistente, de um conceito claro do interesse da sociedade, que servisse como critério para a avaliação do voto do acionista.

Essa concepção abria margem para o controle judicial de decisões da sociedade, já que caberia ao juiz proceder à verificação da eventual lesão ao "interesse da sociedade" no caso concreto. Essa consequência entrava em choque com o princípio, à época tido por fundamental, da autonomia societária, permitindo, ao menos em tese, um controle externo das decisões empresariais. Ambos anteciparam e tentaram escapar a essa crítica, argumentando que o controle de legitimidade não se confundiria com o controle de mérito das decisões da sociedade, vedado ao juiz[105]. No entanto, não chegaram a uma resposta

---

della differenza sta essenzialmente in ciò che qui può darsi quel conflitto fra l'interesse tutelato e l'interesse di chi lo deve tutelare, che, invece, nell'altra ipotesi, è escluso per definizione (...) [chi] esercita il potere conferito per la difesa di un interesse altrui deve seguire l'impulso dell'interesse altrui, ma può anche subire lo stimolo dell'interesse proprio (...) appunto perchè ogni norma giuridica, la quale tutela un interesse mediante l'attribuizione di un potere a una persona diversa dall'interessato, statuisce, impliciatemente e necessariamente, che il potere sia esercitato soltanto in difesa dell'interesse medesimo, l'eccesso di potere si risolve senza dubbio nella violazione della norma, che conferisce il potere" (Carnelutti, 1926, pp. 179-180). Para Ascarelli: "[È] principio generale di diritto quello che i diritti ed i poteri che non sono concessi nell'interesse egoistico del soggetto, ma per um ineteresse diverso debbono appunto venir usati per queollo scopo pel quale sono stati concessi. Il diritto amministrativo há a questo effeto elaborato la figura del *detournement du pouvoir*, che noi traduciamo con sviamento e più genericamente eccesso di potere: io direito meglio, nel campo del diritto privato, abuso di potere. Ma la nozioni non è propria del solo diritto pubblico e questo concetto può venire applicato ogni qualvolta um potere venha conferito per um determinato fine e venga invece usato per um fine diverso" (Ascarelli, 1930, p. 737).

[105] "Non si può negare che, però, questo istituto dell'eccesso di potere, così per le deliberazioni sociali come, in genere, per gli atti amministrativi si, da un certo lato, pericoloso. Il pericolo sta in ciò che al fine di accertarlo, bisogna fare un esame di merito dell'atto (...) La giurisprudenza ritiene di poter rilevare solo quell'eccesso, il quale (como avviene per certo malattie interne, quando sono gravi) *si vede anche dal di fuori*; ha, insomma, carattere *manifesto* (...) il vizio, sotto un certo aspetto, può sembrare in ogni caso *appraente* e l'avverbio ["manifestamente"] può determinare i dubbi e le difficoltà (...) ma quando passiamo invece al contrasto sostanziale, ecco che la sua funzione diventa ben chiara e offre una ragione di più al ravvicinamento dell'istituto" (Carnelutti, 1926, p. 181). Para Ascarelli: "L'argomento principale che viene opposto alla tesi da me difesa è quello che con essa il magistrato viene ad esercitare un controllo di merito nelle deliberazioni delle società per azioni (...) L'autorità giudiziaria, non deve compiere alcun *sindacato* nel merito, ma semplicemente esaminare se la deliberazione buona o cattiva che sia, sia stata dettata dall'interesse sociale, è a questi fini che

precisa. Carnelutti restringia o poder do juiz à identificação de lesões manifestas, evidentes, ao interesse social. Ascarelli, por sua vez, afirmou que o juiz deveria proceder a uma análise dos motivos concretos do voto em questão, para avaliar se foi "ditado" pelo interesse social.

Nessa linha, Carnelutti e Ascarelli inauguraram o debate sobre conflitos de interesses de acionistas sob a ótica do confronto entre maiorias e minorias acionárias, recorrendo à ideia de poder, ainda pouco desenvolvida no campo do direito privado italiano naquele momento. Essa aproximação das disciplinas de direito societário e administrativo é bastante rica, justamente porque aponta na direção de uma teoria que trata conflitos de interesses a partir da noção de poder. No entanto, Carnelutti e Ascarelli ainda estavam constrangidos pela associação entre conflitos de interesses, de um lado, e lesões a um interesse social de difícil apreensão, o que impedia a compreensão dos conflitos de interesses como desvios apenas potenciais de poderes.

Em paralelo à discussão teórica, doutrinadores dedicaram-se a elaborar projetos e debater uma profunda reforma legislativa do direito societário italiano, que adequasse o texto do código à então nova realidade econômica do país. As discussões doutrinárias sobre conflito de interesses de acionistas foram incorporadas aos anteprojetos do *Libro del Lavoro*, que disporia sobre o direito societário. O silêncio do Código Comercial foi suprimido, e os anteprojetos elaborados por Cesare Vivante, em 1921, e pelo próprio Asquini, em 1940, incorporavam a ideia de uma proibição do exercício do voto pelo acionista em situação de conflito com o interesse da sociedade[106]. Em linha com os argumentos de Carnelutti e Ascarelli, o projeto de Asquini mantinha a referência à ideia de interesse social, estabelecendo que o direito de voto não poderia ser exercido pelo acionista com "*un interesse contrario a quello della società*". A deliberação tomada com voto determinante do acionista conflitado poderia ser anulada, sem qualquer outro requisito.

Como narra Agostino Gambino (1969), essa redação original foi modificada no curso do processo legislativo para prever que a deliberação só poderia ser anulada caso implicasse um "dano potencial" à sociedade. Essa modificação distorceu o sentido inicialmente

---

debe venir compiuta una semplice *indagine* sui motivi della deliberazione, indagine che partirà naturalmente della esatta conoscenza del merito della medesima e che è lo *strumento* indispensabile per l'esercizio di un *sindacato* che è però di *mera legittimità*. Certo quest'esame, come tutti quelli che fanno capo ad elementi soggettivi, non è facile" (Ascarelli, 1930, p. 741).

[106] Cf. Gambino (1969, pp. 381-383).

proposto por Asquini, não prevendo sanção direta para o exercício do voto conflitado – que já seria de difícil configuração, por depender de um conceito claro do que fosse o interesse da sociedade – e deixando em aberto o sentido da expressão "dano potencial". Essa modificação é explicada, em especial, pela influência de outros doutrinadores sobre o processo legislativo, que argumentavam que deliberações potencialmente benéficas para a sociedade poderiam ser perdidas em função da proibição de voto do acionista majoritário.

Esse argumento – conhecido e ainda presente no debate jurídico brasileiro[107], bem como na literatura econômica, como visto no capítulo anterior – estava em linha com a percepção, então em voga, de que os acionistas minoritários seriam naturalmente desinteressados, distantes do dia-a-dia da gestão da empresa, e que portanto poderiam mais facilmente tomar decisões prejudiciais à sociedade do que acionistas majoritários em situação de conflito de interesses[108], no sentido oposto ao que, anos antes, manifestara o próprio autor do anteprojeto original[109].

Com a redação do artigo 2.373 do então novo *Codice*[110], o foco da discussão foi deslocado da preocupação da posição objetiva do acionista que exerce o voto em situação

---

[107] V. Caso Previ-Sistel, voto diretor Luiz Antonio Campos, e o respectivo comentário de Erasmo Valladão A. e N. França: "Se se adotasse a tese do conflito formal, portanto, a deliberação ficaria nas mãos da minoria e jamais seria possível – mesmo quando se pudesse anular os votos dessa minoria, o que não ocorreria, entretanto, em caso de abstenção ou não comparecimento – obter uma deliberação positiva. Como bem lembra o voto em questão, tal solução não guarda simetria com a adoção da tese oposta, do conflito substancial, que melhor protege os interesses da minoria, da maioria e da própria sociedade" (França, 2002, pp. 261-262).

[108] "Nella valutazione legislativa ha prevalso la considerazione che la minoranza, essendo generalmente meno edotta delle vicende della gestione sociale, può assumere una deliberazione pregiudizievole per la società più facilmente di quanto non accada se, pur conservandosi alla maggioranza in conflitto la valutazione dell'interesse sociale, si sottoponga tuttavia la deliberazione presa da questa alla sanzione dell'annullamento nel caso di possibile danno per la società" (Gambino, 1969, p. 417). Uma circunstância similar à que ocorreu no Brasil, note-se, mediante a alteração do artigo 95 do anteprojeto do Decreto-lei 2.627/1940, que também previa, originalmente, a proibição de voto do acionista conflitado. Comentando a redação final do artigo ("Responderá por perdas e danos o acionista que tendo em uma operação interesses contrários aos da sociedade, votar deliberação que determine com o seu voto a maioria necessária"), Trajano de Miranda Valverde, autor do anteprojeto, assinalou que: "Aqui, não há idêntica proibição [ao artigo 82, que previa que o "acionista não pode votar nas deliberações da assembléia geral relativas ao laudo de avaliação dos bens com que concorrer para a formação do capital social, nem nas que venham a beneficiá-lo de modo particular"]. O acionista com interesse contrário ao da sociedade pode votar, porém, responderá por perdas e danos se a deliberação foi tomada porque o seu voto influiu para a obtenção da maioria necessária. **O anteprojeto proibia que o acionista tomasse parte na deliberação, o que nos parece, ainda agora, mais acertado**" (Valverde, 1959, p. 119 – grifou-se).

[109] "[S]arà sempre un minor male che una deliberazione sociale sia presa da una minoranza di soci disinteressati, piuttosto che da una maggioranza di soci interessati disposti a giocare per il proprio particolare vantaggio l'utile sociale e con esso quello della minoranza disinteressata" (Asquini, 1919, p. 665).

[110] *Codice Civile*, "Art. 2.373 Conflito di interessi: Il diritto di voto non può essere esercitato dal socio nelle deliberazioni in cui egli ha, per conto proprio o di terzi, **un interesse in conflitto con quello della società**. In caso d'inosservanza della disposizione del comma precedente, la deliberazione, **qualora possa recare danno alla società**, è impugnabile a norma dell'art. 2377 se, senza il voto dei soci che avrebbero dovuto

de conflito de interesses – como destacava mais claramente a tese original de Asquini – para o conteúdo da deliberação, que deveria ser conforme o interesse da sociedade, trazendo o problema da definição desse interesse, como antecipado por Carnelutti e Ascarelli, podendo a deliberação ser impugnada quando implicasse um dano potencial para o interesse da sociedade. O uso da teoria do excesso de poder, a partir da qual poderia ter sido articulado um conceito autônomo de conflito de interesses, foi rejeitado por importantes doutrinadores, temerosos de uma possível funcionalização – leia-se, socialização –, da empresa privada.

Luigi Mengoni e Pier Giusto Jaeger são autores que ilustram bem essa tendência. Para ambos, a importação da teoria do excesso de poder do campo do direito público para o direito societário, mediante a interpretação do direito de voto não como um direito subjetivo, mas como um poder atribuído pela lei com uma função precisa e pré-determinada, implicaria uma aceitação da concepção institucionalista da sociedade empresária, sobretudo em função do risco, não plenamente endereçado por doutrinadores como Carnelutti e Ascarelli, de controle judicial das decisões empresariais. Essa concepção, naquele momento, ainda era vinculada à visão de Walther Rathenau que, especialmente em seus textos do período da Primeira Guerra Mundial, atribuia uma missão de interesse público à grande empresa capitalista[111].

Em seu "*Appunti per una revisione della teoria sul conflitto di interessi nelle deliberazioni di assemblea della società per azioni*", de 1956, em plena Guerra Fria, Mengoni faz uma dura crítica à concepção institucionalista, cuja consequência prática seria uma socialização das sociedades anônimas e sua abertura para a intervenção estatal[112], e à

---

astenersi dalla votazione, non si sarebbe raggiunta la necessaria maggioranza" (grifos meus. Texto original disponível em http://www.jus.unitn.it/cardozo/Obiter_dICTUM/home.html, último acesso em 16.01.2020). Essa redação foi alterada em uma reforma legislativa em 2003, que deixou clara a possibilidade de o acionista conflitado votar. V. Seção 2.3.1 abaixo.

[111] V. Seção 2.2.3 abaixo.

[112] "[Rathenau mirava] a un rafforzamento della posizione degli amministratori e dei gruppi di controllo delle grandi anonime (...) Ma, quando si astragga dalle contingenze storiche che ne hanno favorito lo sviluppo, la teoria dell'impresa in sè si rivela una falsa amica degli amministratori e dei gruppi precostituiti di controllo. In realtà essa contiene un germe distruttore dell'istituto della società anonima, sorto come tipico strumento dell'iniziativa privata. Invero un sistema fondato sul principio dell'iniziativa privata, la massima economicità dell'impresa, che coincide poi con la massima utilità sociale dell'impresa stessa, è garantita proprio dalla legge economica della tendenza individuale al massimo profitto. Quando (...) l'idea di profitto cede il posto all'idea di pubblico servizio, l'impresa è matura per essere socializzata (...) [o] essere assoggettata a un pesante sistema di controlli esterni, affidati a organi amministrativi o giudiziari, non solo relativi alla legalità ma anche al merito dei singoli atti di gestione. Ciò che significherebbe la fine dell'autonomia della società, e l'assoggettamento delle deliberazioni assembleari al principio (...) della *sanior pars*, che è la negazione del principio maggioritario" (Mengoni, 1956, pp. 441-442).

ideia segundo a qual a disciplina de conflito de interesses seria voltada à limitação do poder da maioria acionária. Em sua visão, a noção de poder teria um valor meramente empírico, e não jurídico. Uma vez que o *Codice* tratava os acionistas como formalmente iguais, não tendo ainda absorvido a realidade da pré-constituição do bloco de controle acionário, o conceito de poder seria, do ponto de vista do direito, imprestável[113].

Para Mengoni, a disciplina de conflito de interesses dos acionistas teria por fundamento a preservação da higidez da formação da vontade da sociedade – e, portanto, da expressão do interesse social, entendido, a partir da tese contratualista, como o interesse comum dos sócios à maior rentabilidade possível de seu investimento, com o menor risco possível. Rejeitando a ideia de que o acionista tivesse, *a priori*, um dever de exercer seu direito de voto observando um interesse específico, identificado com o interesse da empresa, como argumentariam os institucionalistas – sendo o voto, nessa concepção, um direito subjetivo –, Mengoni argumenta que a disciplina de conflito de interesses seria uma forma de tutela do interesse comum dos sócios. Conflitos de interessess diriam respeito, nessa perspectiva, a situações em que as deliberações sociais implicassem um tratamento desigual entre os acionistas – em outras palavras, uma repartição desigual dos benefícios da atividade desenvolvida pela sociedade.

Nesse sentido, a disciplina de conflito de interesses serviria à tutela dos acionistas minoritários, na medida em que os protegeria de deliberações capazes de privá-los de uma repartição justa dos benefícios da atividade da empresa – em outras palavras, que implicassem danos ao interesse comum dos sócios –, seja pelas circunstâncias objetivas de um negócio submetido à deliberação assemblear, que favorecessem a contraparte (um

---

[113] "[Il] concetto di potere della maggioranza ha un valore meramente empírico. Dal punto di vista giuridico, cioè formale, non sussistono poteri dalla maggioranza. La maggioranza non è un gruppo definito di azionisti, giuridicamente identificabile (...) Il legislatore non ha ancora preso atto della realtà del mondo azionario moderno, caratterizzato dal fenomeno crescente della formazione di gruppo azionari precostituiti di controllo (...) Corrispondentemente, non più che un valore empirico è riconoscibile ache al concetto di limite del potere maggioritario, sì che questo concetto non può offrire un criterio sistematico per la costruzione di una teoria unitaria" (Mengoni, 1956, pp. 437). Essa afirmação, que para um leitor brasileiro contemporâneo acostumado com os conceitos de controle e acionista controlador parece absurda, me parece contrastar frontalmente com outra, mais adiante no texto, na qual o autor critica o formalismo característico de um "positivismo jurídico típico do século XIX": "Dopo il tramonto del positivismo giuridico di tipo ottocentesco, che identificava la giustizia con la legalità, considerava la giustizia come immanente nelle forme della realtà sociale determinate dalla legge, si è sviluppata nel diritto moderno la tendenza (...) verso il superamento del criterio dell'uguaglianza formale tra le parti del contratto, là ove a tale uguaglianza formale non corrisponda una uguaglianza sostanziale. Di questa tendenza la moderna dottrina del conflitto di interesse nelle deliberazioni di società per azioni non è che un aspetto" (Mengoni, 1956, p. 448).

acionista ou grupo de acionistas) em detrimento da sociedade, seja pela própria alteração da estrutura acionária da sociedade, como em casos de aumentos de capital excessivos, cuja consequência imediata fosse a diluição da participação da minoria em favor da maioria[114]. Nessa proposta, conflitos de interesses são associados à ilicitude do motivo da deliberação em questão, ilicitude essa que configuraria um limite ao exercício da autonomia privada. Deliberações cujo resultado concreto fosse uma repartição "injusta" de vantagens e desvantagens entre os acionistas, beneficiando parte deles em detrimento de outros, seriam ilícitas. O voto do acionista motivado pela obtenção dessas vantagens especiais e ilícitas seria nulo, e a deliberação, caso tal voto nulo tivesse sido determinante para sua aprovação, anulável. A avaliação desse motivo ilícito não dependeria de um reconhecimento de uma motivação subjetiva do acionista, mas das circunstâncias objetivas, apreensíveis a partir do conteúdo da própria deliberação – as quais, segundo Mengoni, só poderiam ser identificadas *após* a deliberação[115].

Nessa linha, na visão de Mengoni, a redação do artigo 2.373 do *Codice* italiano apontaria, curiosamente, para a solução que inicialmente se queria evitar: deliberações que implicassem uma repartição desigual ou desproporcional dos benefícios da atividade, isto é, que implicassem conflitos de interesses, poderiam ser impugnadas e sujeitas, em caráter excepcional, ao controle judicial. Essa possibilidade de revisão *a posteriori* do conteúdo da deliberação configuraria, em sua visão, além de uma leitura mais coerente do direito positivo vigente, uma solução mais adequada às exigências práticas da economia das sociedades anônimas, dado o estágio de desenvolvimento da economia capitalista naquele momento.

---

[114] "Il conflitto sussiste sempre quando, indipendentemente da una contrapposizione formale di uno o più soci alla società, in rapporto all'oggetto della deliberazione, questa non sia diretta, secondo l'intenzione di uno o più soci che ne hanno determinato l'approvazione, a realizzare un vantaggio di tutti gli azionisti, beninteso valutato in relazione alla loro partecipazione sociale (...) Là ove la deliberazione sia destinata a procurare un vantaggio speciale a uno o più soci a spese dell'interesse di altri soci come tali, ivi è sempre una lesione dell'interesse sociale" (Mengoni, 1956, pp. 454-455).

[115] "[Il] concreto esercizio del diritto di voto, in quanto atto negoziale, è soggetto ai limiti generali cui à subordinato il riconoscimento giuridico degli atti di autonomia privata. Allorchè l'azionista rivolge l'esercizio del voto al conseguimento di speciali vantaggi a danno di uno o più soci, epperò incompatibili con l'interesse comune, il motivo determinante del voto è contrario alla norma imperativa [art. 2373] (...) cioè è un motivo illecito, che rende nullo il voto, e quindi annullabile la deliberazione quando, sottratto il voto nullo, non apparisca più sorreta dalla necessaria maggioranza (...) Siccome si tratta di un elemento psichico, epperò insuscettibile di prova immediata (ove non sia dichiarato), è necessario che il motivo illecito sia riconoscibile attraverso circostanze obiettive (...) Si tratta piuttosto [*ex* art. 2373] di circostanze obiettive individuabili ex post, attraverso una valutazione concreta dell'interesse sociale, in relazione al contenuto della deliberazione (...) Il giudice valuterà l'interesse comune dei soci, in relazione al contenuto della deliberazione, non già per stablire se questo contenuto sia o meno conveniente per la società, ma piuttosto per accertare se la deliberazione non sia per avventura destinata a realizzare una ingiusta ripartizione tra i soci di vantaggi e svantaggi, ad avvantaggiare alcuni a spese di altri" (Mengoni, 1956, pp. 461-462).

Na visão do autor, a formação de grupos de sociedades e a concentração industrial, então verificadas na prática (fala-se, aqui, dos anos 1950 na Europa), seriam imperativos aos quais a interpretação do direito deveria se adequar. Nessa linha, uma leitura alternativa do direito positivo – que, por exemplo, interpretasse o artigo 2.373 como uma proibição de exercício do direito de voto do acionista – seria, por um lado, insuficiente à tutela do interesse comum dos sócios, dado que poderia ser aplicável apenas as situações de conflitos de interesses "diretos" – como aqueles em que um acionista é, pessoalmente, a contraparte da sociedade em um contrato –, excluídos os conflitos "indiretos" – como aqueles em que parte dos acionistas da sociedade A fossem sócios de uma outra sociedade, B, com a qual a sociedade A contrata. Por outro lado, seria excessiva, uma vez que criaria obstáculos não razoáveis a relações comerciais e reorganizações societárias envolvendo sociedades controladoras e controladas, colocando a sociedade nas mãos da minoria acionária – que, como visto, era percebida como desinteressada e afastada da gestão dos negócios[116].

Jaeger, por um raciocínio distinto, chega a conclusões similares. Partindo de uma leitura do artigo 2.377 do *Codice*, que impedia o acionista que tivesse votado pela aprovação de uma deliberação de impugná-la posteriormente[117], o autor conclui pela qualificação do voto em assembleia como um direito subjetivo, a ser exercido pelo acionista em seu próprio interesse individual, e não como um poder jurídico. Ademais, considerando que deliberações aprovadas pela totalidade dos sócios seriam, seguindo essa leitura, inimpugnáveis, conclui pela limitação do interesse da sociedade ao interesse do grupo *atual* de sócios, o que excluiria, em sua visão, a plausibilidade de uma concepção institucionalista da sociedade empresária, a partir da qual o interesse social seria superior e distinto ao dos sócios[118].

---

[116] "[Il] sistema del divieto di voto è ormai completamente superato rispetto ai bisogni del mondo economico moderno, caratterizzato dalla concentrazione industriale. Nelle società controllate, i rapporti con la società controllante costituiscono una insopprimibile ragione di vita: qualora la disciplina del conflitto di interessi fosse tecnicamente impostata sulla regola del divieto di voto, le società controllate verrebbero a trovarsi in una situazione assurda, perchè in sostanza rimarrebbe arbitra esclusiva della società la minoranza" (Mengoni, 1956, p. 451).

[117] Assim redigido: "Art. 2377 Invalidità delle deliberazioni: Le deliberazioni dell'assemblea, prese in conformità della legge e dell'atto costitutivo vincolano tutti i soci, ancorché non intervenuti o dissenzienti (2437). Le deliberazioni che non sono prese in conformità della legge o dell'atto costitutivo possono essere impugnate dagli amministratori, dai sindaci e dai soci assenti o dissenzienti, e quelle dell'assemblea ordinaria altresì dai soci con diritto di voto limitato (2351), entro tre mesi (2964 e seguenti) dalla data della deliberazione, ovvero, se questa è soggetta ad iscrizione nel registro delle imprese entro tre mesi dall'iscrizione".

[118] "[I]l secondo comma dell'art. 2377 nega il diritto d'impugnazione ai soci che abbiano contribuito, con la loro favorevole manifestazione di volontà, all'approvazione della delibera. Su questa norma fa specialmente leva, com'è noto, la maggior parte della dottrina, per escludere che il voto possa configurarsi come un potere giuridico, e per attribuire ad esso natura di diritto soggettivo. E, in realtà, la soluzione della questione relativa

Nessa linha, Jaeger rejeita a ideia de que o voto do acionista em assembleia deveria se reportar ao cumprimento de uma função específica e determinada – função essa que consistiria, em sua visão, na característica essencial de um poder jurídico –, que servisse como ferramenta de controle da autonomia do acionista. O interesse social seria essencialmente relativo, objeto de avaliação autônoma dos acionistas no momento das deliberações. Desde que essa avaliação pudesse ser razoavelmente referível à causa do contrato de sociedade, observando o escopo lucrativo e seu objeto social, e não tivesse por motivação exclusiva de prejudicar uma parcela dos demais acionistas em benefício próprio – um interesse "extrassocial" –, a liberdade do acionista em determinar o seu voto deveria ser considerada absoluta.

Situações de conflito de interesses seriam aquelas em que a possibilidade de dano à sociedade em função da persecução, por um acionista, de um interesse extrassocial, "absolutamente" incompatível com o interesse comum dos sócios, é objetivamente identificável. Seguindo a leitura do artigo 2.373 do *Codice* proposta por Mengoni, Jaeger entende que tais situações, como a celebração de um contrato entre a sociedade e um acionista deliberada em assembleia – na qual há uma contraposição "típica" de interesses –, autorizariam um controle judicial *a posteriori*, do mérito da deliberação, na qual o juiz deveria analisar a possibilidade de dano concreto ao interesse comum[119]. Jaeger afirma que uma proibição do exercício do direito de voto pelo acionista em tais circunstâncias, ainda que objetivamente verificáveis, implicaria uma inadmissível tutela jurídica de um conflito "intrassubjetivo" de interesses, dado que impediria o acionista de resolver por conta própria

---

alla disponibilità degli interessi da parte dei soci attuali, su cui tale norme incide, rappresenta la vera e propria chiave del problema della qualifica contrattuale o istituzionale della società per azioni. Se, infatti, una deliberazione assunta, o comunque accettata, dalla totalità degli azionisti (purchè non rientri nei casi di nullità dell'art. 2379) è inimpugnabile, non si vede come sia possibile ritenere che gli interessi dei soci futuri o eventuali siano riconosciuti e tutelati dall'ordinamento, e viene così a cadere anche l'ultima posizione delle dottrine istituzionaliste" (Jaeger, 1964, p. 168).

[119] "L'interesse sociale, nella fattispecie dell'art. 2373, non può essere altro che l'interesse di tutti i membri del gruppo sociale (...) a che la società non subisca un danno in conseguenza del perseguimento da parte degli azionisti di tale interesse extrasociale. Si deve però aggiungere subito che questo interesse colletivvo non è per il giudice oggetto di apprezzamento autonomo, in quanto egli deve soltanto esaminare se esista una situazione tale da configurare fra socio e società una tipica relazione di incompatibilità di interessi, e pertanto vede tale interesse soltanto come elemento di un rapporto (...) nel caso di una deliberazione avente ad oggetto la conclusione di un contratto fra la società e un socio, al giudice è sufficiente identificare l'esistenza fra questi soggetti di tale rapporto, per essere immediatamente in grado di dire che ad essi fanno capo due interessi in conflitto (...) Una volta accertato questo rapporto, l'organo giudicante deve ancora esaminare se la deliberazione 'può recare danno alla società', e deve quindi prendere in considerazione il merito di tale deliberazione" (Jaeger, 1964, pp. 212-213).

o conflito entre o seu interesse pessoal e extrassocial, de um lado, e o interesse social, de outro[120]. Para Jaeger, apenas os conflitos *intersubjetivos* de interesse – isto é, conflitos envolvendo mais de um sujeito de direito – seriam objeto de tutela do ordenamento jurídico, enquanto interesses distintos que recaiam sobre um mesmo sujeito – os conflitos intrassubjetivos – devem ser resolvidos (aludindo à expressão de Asquini) no interior da própria consciência do sujeito, sendo, pois, irrelevantes para o direito – uma concepção também compartilhada pela doutrina brasileira[121].

2.2.1. Críticas às teorias do dano potencial e do motivo ilícito

O apego de Mengoni e Jaeger à vinculação dos conceitos de conflito de interesses e interesse social tem conexão direta com a sua rejeição ao uso da noção de poder, como forma de excluir a aplicação da teoria do excesso de poder do campo do direito societário. Pela leitura que propõem esses dois autores, o foco não está em identificar *quem* esteja em posição de conflito de interesses. O conflito de interesses é aferido, fundamentalmente, pelo resultado concreto de uma deliberação societária ou, mais especificamente, pela comparação desse resultado concreto a um interesse social definido em abstrato. Trata-se, portanto, de um conceito de conflito de interesses restrito ao âmbito do direito societário, e um conceito que remete, diretamente, a uma constatação de fato.

No entanto, a partir do momento em que se procura conferir autonomia ao conceito e vincular o seu uso, tal qual realizado no campo do direito societário, a outros campos do direito, essa leitura se torna problemática. Como visto no capítulo anterior, o resultado de um ato jurídico não pode servir como critério exclusivo de definição do conceito. Isso porque torna-se impossível distinguir, de uma parte, situações de conflito de interesses em um sentido forte e, de outra parte, atos jurídicos que produzem resultados desequilibrados, ou

---

[120] "[I] conflitti d'interessi fra i soci possono anche risolversi in conflitti meramente intrasoggettivi, e divernire così irrilevanti per il diritto; ma con il divieto di voto questa possibilità sarebbe esclusa" (Jaeger, 1964, p. 216).

[121] V. França (1993) e Spinelli (2012). Seguindo o raciocínio de Valiergue, exposto no capítulo anterior, nota-se uma incongruência nesse argumento de Jaeger: uma vez que se parte de um conceito objetivo de interesse, não se compreende a limitação do conflito de interesses a situações intersubjetivas. Jaeger adota o que denominei conceito "fraco" de conflito de interesses. É justamente a circunstância de *um só sujeito* ter a possibilidade de expressar um interesse (próprio ou de terceiro a ele vinculado) *distinto* daquele que é, pelo direito, obrigado a expressar que dá origem ao sentido forte (e intuitivo) do conceito. Uma vez adotada uma concepção objetiva de interesse – distinta de motivações ou desejos individuais e, portanto, *independente* de uma subjetividade específica –, é plenamente possível identificar que sobre um mesmo sujeito recaiam *dois* interesses distintos e contrastantes.

mesmo injustos, que podem decorrer de qualquer interação jurídica, legítima ou ilegítima, entre dois sujeitos autônomos, sobretudo relações contratuais nas quais uma das partes negocie melhor do que a outra, oculte certas informações ou use artifícios fraudulentos contra a outra.

Mesmo em seus próprios méritos, essas definições são pouco esclarecedoras. A visão de Jaeger, que pode ser referida como teoria do dano potencial, define o conflito de interesses a partir da ideia de que os sócios têm um interesse comum em que a sociedade não sofra danos em virtude da persecução, por um sócio específico no momento do voto em assembleia, de um interesse que não seja referível à causa do contrato de sociedade – seja ao seu objeto social específico, seja à sua finalidade de produção de lucros. Qualquer deliberação para cuja aprovação tal voto tenha sido decisivo e que implique, potencialmente, um dano para a sociedade, configuraria um conflito de interesses e estaria sujeita, em caráter excepcional, a revisão judicial.

A referência à causa do contrato de sociedade, no entanto, é um critério muito pouco elucidativo. Do ponto de vista puramente objetivo – i.e., independente da motivação particular do sujeito –, ela pode abarcar, por exemplo, situações nas quais se expressam visões distintas a respeito da melhor estratégia e do melhor negócio a ser seguido pela sociedade em um dado momento em sua busca por lucro – uma contraposição de interesses razoável e esperada –, nas quais não se identifica, em princípio, qualquer problema. Se se considera o elemento subjetivo, abre-se ampla margem para racionalização e justificação *a posteriori* de decisões, ainda que em circunstâncias objetivas de conflito de interesses em sentido forte – afinal, mesmo contratos entre a sociedade e o sócio podem, razoavelmente, ser justificados a partir de um escopo lucrativo[122].

Nessa linha, um resultado possível dessa interpretação, levada a cabo, é a equiparação de deliberações envolvendo conflitos de interesses e deliberações de negócios que simplesmente não deram certo por mau julgamento negocial e acabaram gerando prejuízos. No limite, *qualquer* decisão negocial implica, em maior ou menor grau, um dano potencial, assim como um lucro potencial, uma vez que se tratam de decisões tomadas sempre com

[122] Ou, nos termos da linguagem econômica, como visto no capítulo anterior, a partir de um argumento de eficiência.

algum grau de incerteza sobre o futuro – em outras palavras, implicam assunção de risco[123]. Resumir o conceito de conflito de interesses à potencialidade de prejuízo torna-o, portanto, perfeitamente dispensável[124].

Mengoni, por sua vez, oferece um critério mais promissor: o elemento definidor de conflitos de interesses em deliberações societárias é uma potencial injustiça distributiva. O interesse social, pensado como interesse comum dos sócios, diz respeito a uma repartição equânime dos benefícios da atividade da empresa estruturada na forma societária. Nessa linha, deliberações que conflitam com o interesse social são aquelas que impõem uma desigualdade na repartição dos benefícios entre os sócios, ou alteram a estrutura dessa repartição. Contratos entre a sociedade e um sócio isolado, em condições favoráveis a este último, aumentos de capital, supérfluos do ponto de vista da empresa, que implicam diluição de participação de parcela dos acionistas, ou realizados mediante integralização de bens sobrevalorizados, ou incorporações que envolvem relações desproporcionais de substituição de ações dos acionistas da sociedade incorporada, são todas situações nas quais se identifica risco de redistribuição injusta dos recursos, ou do acesso a esses recursos, no caso de

---

[123] Como nota Calixto Salomão Filho, citando Luca Enriques, uma variação desse problema conceitual está na análise de situações envolvendo conflitos de interesses a partir da teoria dos atos *ultra vires*: "O perigo da equiparação das duas *fattispecies* é o de se chegar ao resultado paradoxal de considerar um ato alheio ao objeto social tão somente pelo fato de configurar um conflito de interesses, ou mesmo de considerar um ato inerente ao objeto social tão somente por não responder ao interesse do administrador ou de terceiro, mesmo se tratando do desenvolvimento de atividades incompatíveis com a persecução do objeto social" (Salomão Filho, 2015, p. 63, N.R. 14).

[124] No fundo, esse é o risco principal de vincular os dois conceitos: tornar o conceito de conflito de interesses inútil. Em trabalho de pesquisa jurisprudencial, Luca Enriques (2002) aponta diversos casos em que juízes italianos manifestaram uma postura deferente em relação a operações societárias bastante suspeitas com base na dificuldade de se identificar danos concretos. Dois exemplos são interessantes: "In *Cavaggioni v. Rotondo (1)*, the plaintiff-shareholder filed an Article 2409 complaint alleging that the majority shareholder and sole director of Athena s.r.l. had entered into a self-dealing transaction. Specifically, he had caused Athena to acquire an undertaking heavily burdened with short-term debts and owned by Chartour s.r.l., a company which he also controlled. Although the director had succeeded in postponing the entrance of new minority shareholders into the company, clearly in order to avoid any interference with the transaction, the Court found no basis for suspicion of serious irregularities, since the plaintiff had provided no evidence that the transaction "considered as a whole," had harmed the corporation. In *Serafini v. Tosi*, the plaintiff had asked the court to issue a preliminary injunction against a shareholder resolution authorizing a parent-subsidiary merger. The plaintiff alleged that the resolution had been approved by a vote of the majority shareholder, a corporation owning roughly ninety percent of the shares, and was hence voidable for violation of Article 2373 on shareholders' conflict of interest, or because the majority shareholder had abused its voting power. After dismissing the conflict of interest issue with a formalistic argument, the Court denied any abuse of power by the majority shareholder, on the grounds that a finding of abuse of powers "requires evidence of the majority's fraudulent intent to harm other shareholders to its own or to third parties' advantage; it is very difficult to prove this with regard to the share exchange ratio of a merger, since the law imposes disclosure and procedural obligations (*i.e.*, the obligation to deposit the merger project and all the relevant documents in the company register and the obligation to ask an accountant for a fairness opinion) such as to discourage any fraudulent intent." (Enriques, 2002, pp. 19-20).

alterações na estrutura acionária ou, ainda, das vantagens decorrentes da atividade da sociedade.

Trata-se de uma perspectiva, em minha visão, essencialmente acertada, mas incompleta[125]. Para Mengoni, deliberações societárias *motivadas* por um intuito de provocar injustiça distributiva, resultando em maiores vantagens para parcela dos sócios em detrimento dos demais, seriam ilícitas – daí podermos nos referir à sua visão como teoria do motivo ilícito. Como o próprio autor reconhece, excluídos os casos em que essa motivação do acionista (e, digo eu, dos administradores) de obter um benefício em prejuízo da sociedade como um todo seja declarada com todas as letras – uma hipótese bastante irrealista, note-se –, é necessário identificar essa motivação a partir de elementos objetivos da própria deliberação.

Isso acarreta dois problemas para o seu argumento, ao menos para sua aplicação no contexto contemporâneo. Em primeiro lugar, como já visto acima, se se parte da hipótese na qual os termos da operação levada a deliberação são conhecidos – a hipótese mais condizente com os deveres de diligência dos administradores e de informação ampla e completa aos acionistas, tanto exigência legal como corolário do discurso de boa governança corporativa, em voga nos dias de hoje –, não se entende por que a ocorrência do conflito de interesses – a potencial injustiça distributiva – só pode, necessariamente, ser aferida após a deliberação.

Em segundo lugar, não se pode afirmar que qualquer tipo de redistribuição de poderes ou recursos entre acionistas é ilícita *per se*. Um exemplo são casos de reorganizações societárias que envolvem incorporações entre sociedades controladora e controlada, nas quais a estrutura final (note-se, já conhecida de antemão) resulta em redistribuição de ações mais favorável ao acionista controlador. Essa redistribuição pode ocorrer em virtude de uma relação de substituição de ações calculada a partir de critérios razoavelmente objetivos, que atribuam às ações do bloco de controle valor maior do que às dos demais acionistas. Pode-se sempre discutir os méritos da avaliação, mas não parece razoável excluir, por princípio, que a possibilidade do controle, decorrente da propriedade das ações, tenha valor em si.

[125] V. Seção 2.2.3 abaixo.

Um segundo exemplo, que não envolve discussões financeiras, é o caso de atribuição de cargos ou vantagens políticas específicas a um acionista ou administrador em particular. O julgamento do Caso GPC pela CVM é ilustrativo nesse sentido. A discussão do caso gira em torno da aprovação em assembleia, pelos acionistas controladores da GPC Participações S.A., vinculados por acordo de acionistas, de uma deliberação que alterava regras de composição e funcionamento do conselho de administração, em especial prevendo que a presidência do conselho seria ocupada pelo acionista mais antigo da GPC (um dentre os controladores vinculados), e que a ele caberia, exclusivamente, a nomeação do diretor presidente da companhia. O argumento dos controladores vinculados em favor da deliberação baseava-se na garantia de estabilidade da administração da GPC, que então se encontrava em recuperação judicial, e na proteção da GPC e seus acionistas contra uma possível tomada de controle que se avizinhava, dado que investidores sob controle comum haviam adquirido, após o pedido de recuperação judicial, ações correspondentes a 33% do capital votante da companhia.

O argumento contrário, adotado pelo relator do caso, diretor Roberto Fernandes, expressa a limitação da teoria do motivo ilícito. O relator entendeu que a aprovação dessas prerrogativas especiais implicava "quebra da igualdade que deve existir entre acionistas", uma vez que a alteração autorizava os acionistas vinculados a preponderar "mesmo que a maioria do capital reunido na assembleia [tivesse] o desejo de escolher outro conselheiro para presidir o órgão".

Esse argumento preciso evidencia como a motivação das deliberações, ainda que aferidas apenas por critérios objetivos, não é critério suficiente para destacar o que é fundamentalmente problemático em situações de conflito de interesses. Abstraindo as particularidades do caso, o argumento de defesa é baseado em premissas razoáveis, pautado nos benefícios que a outorga de poderes específicos a uma pessoa, acionista ou administrador, pode proporcionar à empresa, considerada para além das relações entre os acionistas. Em outras palavras, não é de todo impossível que, a depender das circunstâncias, esse argumento possa configurar uma justificativa plausível para uma redistribuição de poderes dentro da relação societária. Isso sim, em linha com o argumento da teoria do motivo ilícito, é algo que depende das particularidades de cada caso[126].

[126] Uma hipótese possível são casos de empreendimentos nos quais um acionista ou administrador específico possui conhecimentos especialíssimos sobre o ramo de atividade da empresa – pense-se, por exemplo, em

No debate brasileiro, a teoria do motivo ilícito é aplicada na interpretação do art. 115, §1º, na proposta de distinção entre deliberações que impliquem benefício particular a um acionista, de um lado, e interesse conflitante com o da companhia, de outro (França, 2012). Benefícios particulares seriam vantagens lícitas, caracterizados por uma "liberalidade", conferidas em favor de um acionista específico, e cuja concessão romperia a igualdade entre os acionistas, em sua qualidade jurídica de acionistas. O exemplo usado é a de outorga de pagamentos vitalícios ao acionista fundador da companhia, a título de aposentadoria. Conflitos de interesses, por outro lado, caracterizariam a obtenção, atual ou potencial, de vantagens ilícitas ou abusivas, como a celebração de contratos entre a companhia e um acionista em condições não comutativas, favoráveis ao último. O conceito de conflito de interesses é absorvido, nessa leitura, pelo conceito de abuso de direito.

Essa interpretação é problemática em pelo menos duas dimensões. A primeira delas diz respeito à ideia de prejuízo: conflitos de interesses implicariam a obtenção de vantagens em favor de um acionista em prejuízo da companhia, de modo que a concessão de benefícios particulares, por oposição lógica, não implicaria prejuízos[127]. Para utilizar o exemplo geralmente oferecido, é difícil compreender o critério que permite dizer que a concessão de aposentadoria vitalícia em favor do fundador da companhia não a prejudica. A pré-determinação da canalização de recursos oriundos da atividade da sociedade em favor de um acionista específico não só rompe a igualdade entre acionistas, mas retira de antemão a possibilidade de a sociedade alocar esses recursos em novos projetos que gerem valor futuro[128]. Ainda que se considere essa concessão lícita, a existência ou não de prejuízo não parece um critério de distinção adequado.

---

empresas de tecnologia de ponta, nas quais o fundador é, por vezes, o próprio criador do ramo (*e.g.* Google, Facebook), sendo a atribuição de prerrogativas especiais de gestão a tais fundadores, ao menos em princípio, compreensível e, por vezes, desejável até do ponto de vista dos investidores. Não se está dizendo que essa atribuição seja *sempre* justificável, ou justificável a qualquer tempo da vida da empresa. O que se quer ilustrar, apenas, é o fato de que conflitos de interesses dizem respeito a um problemática conexa, mas distinta: a atribuição e redistribuição de poderes, dentro da relação societária, em benefício próprio e *a revelia* dos demais membros – o que é, evidentemente, tanto mais problemático quanto mais concentrado for o poder de controle, que permite, no limite, a atribuição de poderes por conta própria.

[127] "Na hipótese de contrato comutativo, portanto – em que as prestações são de antemão certas e conhecidas –, se houver *vantagem* em favor o acionista, *em prejuízo da companhia*, está-se no campo do *conflito de interesses* e não no do *benefício particular*" (França, 2012, p. 45, N.R. 18).

[128] Casos extremos, como o do antigo CEO da General Electric, Jack Welch, cujo pacote de aposentadoria incluia acesso continuado a jatos particulares da companhia, manutenção de um apartamento de luxo em Nova York, custeio de mensalidades em clubes de elite e pagamentos de contas em restaurantes ajudam a ilustrar esse ponto. O exemplo é dado por Jean Tirole (2006, p. 18).

Em segundo lugar, a partir desse critério nebuloso, propõe-se uma interpretação do texto da lei que não parece aceitável: em casos de deliberação sobre concessão supostamente lícita de benefícios em favor de um acionista, proibe-se a participação e o voto do acionista beneficiado. Por outro lado, nos casos caracterizados como conflitos de interesses, em que haveria a concessão ilícita de vantagens, permite-se o voto do acionista beneficiado, de modo que a consequência legal para o acionista em deliberações com motivos lícitos é mais gravosa do que aquela prevista para deliberações com motivos ilícitos[129].

O que falta, tanto à teoria do dano potencial quanto à teoria do motivo ilícito, é um argumento que explicite o que, *por princípio*, é problemático em situações de conflitos de interesses. Referências ao resultado das deliberações societárias ou à sua motivação, ainda que sob a qualificação da repartição de poderes ou recursos dentro da sociedade, não são suficientes. A carência está justamente no fato de se excluir o conceito de poder, entendido como a capacidade de um dos acionistas ou administradores influenciar decisivamente a redistribuição em seu próprio favor. Ao acionista, no momento de uma deliberação assemblear, é reconhecida uma prerrogativa jurídica de participar na constituição de um ato jurídico que vinculará todos os seus pares, o que é tanto mais evidente na presença de um acionista controlador, titular da prerrogativa de criar o ato isoladamente. Ao administrador, por sua vez, é reconhecida uma prerrogativa de participar na constituição de atos jurídicos vinculantes para todos os acionistas.

Sempre que a decisão implicar a possibilidade de obtenção de um benefício particular (*lato sensu*) dos titulares dessa prerrogativa, ou de terceiros a ele vinculados, em detrimento dos terceiros em benefício dos quais a decisão deveria ser tomada, estará configurado um conflito de interesses. Mesmo nas hipóteses mais remotas em que essa possibilidade não for aferível de antemão, a reconstrução *ex post* dos fatos não se fará somente pela verificação do resultado ou do prejuízo potencial ou concretizado mas, fundamentalmente, pelo exercício do poder jurídico – em outras palavras, pela identificação de um *agente* em posição de conflito de interesses, não por um exercício de comparação entre o resultado da

[129] Uma interpretação que repousa, evidentemente, no argumento da impossibilidade de se aferir de antemão quais as condições do negócio jurídico submetido a deliberação, argumento este bastante questionável nos dias atuais, como exposto acima.

deliberação e um resultado idealmente compreendido como compatível com o interesse da companhia.

Tal como articulado por Valiergue, o conceito de poder, aplicado ao direito societário, não pressupõe uma pré-determinação jurídica da *atividade* da sociedade, tal como temiam Mengoni e Jaeger. Trata-se apenas do reconhecimento do limite jurídico fundamental ao exercício de uma prerrogativa que tem impactos na esfera jurídica de terceiros: o princípio da igualdade, que, como bem argumentou Mengoni, no campo específico das relações entre sócios – em especial entre controladores e não controladores, na qual a unilateralidade do exercício de poder é exacerbada – se expressa na distribuição tanto de poderes de gestão como das vantagens e desvantagens econômicas decorrentes da atividade da empresa.

Por esse critério, no caso específico do art. 115, §1º, da LSA, todas as hipóteses ali elencadas podem ser qualificadas como hipóteses em que se verifica conflito de interesses, *independentemente* da consequência jurídica específica de cada uma delas. Ao votar na deliberação sobre o laudo de avaliação do bem com o qual integralizou participação no capital social, o acionista tem a prerrogativa de influir – ou determinar, no caso de um controlador – na criação de um ato jurídico vinculante para os demais acionistas e para a organização societária que potencialmente o beneficia, caso a avaliação seja feita com base em premissas econômicas ou financeiras que lhe sejam vantajosas, resultando em uma participação maior do que a que seria obtida caso feita por outros critérios[130]. Da mesma forma, o acionista-administrador que vota na deliberação sobre suas próprias contas tem a prerrogativa de influir na deliberação (ou determinar-lhe o resultado) que pode validar atos que o tenham beneficiado em detrimento dos demais acionistas e da organização, inclusive exonerando-o de responsabilidade perante os demais acionistas (art. 134, §3º, LSA)[131].

---

[130] Nessa linha, entende-se a previsão do §3º do mesmo artigo. Quando todos os subscritores forem proprietários do bem a ser integralizado, não há a possibilidade de exercício de prerrogativa em benefício próprio *entre* os acionistas, com risco de redistribuição favorável a um deles, de modo que não há conflito de interesses – o que não exclui a possibilidade de lesão a terceiros na integralização de bens baseada em avaliação incorreta, por culpa ou dolo.

[131] Não se trata aqui, como exposto no capítulo anterior, de uma "mera aplicação" do princípio *nemo iudex in causa propria*, uma vez que não se exige imparcialidade, ou equidistância entre interesses, por parte do administrador, e sim lealdade, na medida em que suas prerrogativas são justificadas juridicamente a partir de um polo único de interesses – a sociedade. Na sequência, elaboro os sentidos possíveis desse interesse, na perspectiva da relação controladores v. não controladores.

Se se quiser tratar a hipótese de "interesse conflitante com o da companhia" como uma hipótese de conflito de interesses em sentido forte, tal como articulada neste trabalho, não há uma distinção fundamental entre essa hipótese e a de concessão de benefícios particulares. Parte da distinção doutrinária tradicional entre os dois casos pode ser aproveitada, na medida em que situações que envolvem benefício particular (*stricto sensu*) ao acionista dizem respeito a uma redistribuição de poderes e recursos *entre* os próprios acionistas, enquanto acionistas (*e.g.* atribuição de cargos ou pagamentos periódicos a um acionista ou grupo de acionistas, não extensível aos demais, ao menos dentro da mesma classe de ações), enquanto hipóteses de "interesse conflitante" dizem respeito a uma redistribuição de poder ou recursos em favor de um acionista, em razão de uma outra posição jurídica por ele ocupada, para além da de acionista (*e.g.* contratos, diretos ou indiretos entre o acionista[132] e a companhia). Se a ocorrência de prejuízos decorrentes da deliberação não serve como um critério distintivo suficiente, como visto, em ambos os casos verifica-se a possibilidade de o acionista influenciar (ou determinar) o resultado da deliberação em seu próprio benefício. Esse é, portanto, o critério unificador, a constante entre as variáveis.

Resta uma lacuna no argumento. Seguindo a definição proposta na abertura do capítulo, conflitos de interesses em matéria societária dizem respeito à capacidade de um agente, no exercício de um poder jurídico, privilegiar um interesse particular, ou de terceiro a ele vinculado, em detrimento de outro que deve lealmente avançar. A parcela da identificação do agente – que escapa à discussão italiana clássica – parece já atendida. Resta a definição do "interesse" que esse agente deve avançar. Até aqui, foram afastados os argumentos que definem esse interesse a partir de resultados de deliberações societárias – seja pela via do dano potencial, seja pela via da motivação ilícita. Mas ainda falta uma resposta mais enfática. É preciso, então, enfrentar a questão delicada da identificação do "interesse da companhia".

[132] A mesma lógica se aplica aos administradores, quando a deliberação for realizada em órgãos da administração.

2.2.2. Do organismo à organização: os problemas da definição positiva do interesse social

As expressões "interesse da sociedade", interesse social, interesse da companhia, interesse da empresa, bem como outras a ela associadas – como referências à formação da "vontade" da sociedade, ou aos "órgãos" da companhia – trazem consigo um resquício de uma concepção organicista da personalidade jurídica. Essa concepção, fundada a partir dos trabalhos seminais do jurista alemão Otto von Gierke no final do século XIX, entende as pessoas jurídicas como entes vivos, como organismos naturais dotados, assim como os homens, de vontade própria e portadores de um interesse próprio, distinto daquele das pessoas naturais que as compõem (Galgano, 2004). O reconhecimento legislativo da personalidade jurídica assume, nessa concepção, um caráter meramente declarativo: o legislador nada faz além de reconhecer e disciplinar a existência de um organismo vivo tal qual os seres humanos.

Sob a perspectiva do direito societário, a concepção organicista é mais comumente associada às teorias institucionalistas tradicionais sobre a natureza da sociedade (Gelter, 2010). Com efeito, a partir do momento em que se propõe uma segregação entre a empresa, estruturada em forma de sociedade, e seus sócios, é quase automática a afirmação de um interesse social que não se confunde com o dos últimos. Ainda que tenha sido duramente criticada já no século XIX, a teoria organicista exerce uma notável influência sobre a linguagem jurídica até os dias atuais refletida em sua forte presença em textos legislativos e no discurso dos juristas até hoje[133]. Mesmo teóricos radicalmente opostos ao institucionalismo tradicional, como Jaeger, que assume como dado a crítica mais

[133] Uma influência que não se restringe ao campo do direito societário: "En los años mil ochocientos, el concepto de persona juridica también asume una función persuasiva, que justifica el fuerte esfuerzo teórico realizado por sus defensores. En el derecho público, este concepto acompaña la transición del Estado absolutista al Estado de derecho, como explicará un historiador: ello lleva 'a sustituir la devoción hacia la persona del soberano, por la devoción hacia la persona de la nación, donde los ciudadanos se unen como miembros de un conjunto', como algo 'más importante que los individuos que lo componen y al cual corresponde la soberanía nacional'. En el derecho privado, se presenta la formación de la empresa en la forma de una sociedad por acciones, cuya consolidación exige, como observará ASCARELLI, la convicción de que la sociedad 'tiene su proprio interés trascendente respecto de aquel de sus socios'. Todo lo anterior, sin considerar el beneficio que representa la responsabilidad limitada del socio cuando se justifica con la idea de que éste es un tercero respecto de la sociedad, así como es un tercero respecto de cualquier otro objeto (…) aquella que había sido la afirmación especulativa de algunos doctos se tradujo en sentido común, y la persona del comun de hoy tiende a considerar 'natural' la diferenciación entre Estado y ciudadano, entre sociedad y socio, y tiende a deducir de esta diferenciación consecuencias que, como había predicho LAURENT, le parecen 'fatales'" (Galgano, 2004, p. 17).

contundente à visão organicista – o fato de que, em última instância, interesses dizem respeito à valoração de vontades humanas e, portanto, não são referíveis a entidades não humanas –, não se privam de empregar a expressão "interesse da sociedade", procurando dar-lhe um sentido restritivo, reduzindo-o a uma proposta de definição teórica do interesse da coletividade dos sócios.

Como ilustra o debate italiano, visto acima, o método tradicional de investigação de conflitos de interesses em matéria societária parte de uma tentativa de definição positiva do interesse social. Esse método decorre da própria premissa exposta por Jaeger, compartilhada pela doutrina brasileira: uma vez que conflitos de interesses são entendidos como conflitos *entre* sujeitos de direito – i.e., conflitos intersubjetivos –, é preciso explicar em que consiste o interesse da sociedade. Nessa perspectiva, o conflito se dá entre o sócio, ou administrador, e a sociedade. Nessa linha, tratar a sociedade como um sujeito de direito com um interesse próprio, tal qual um ser humano, coloca o conceito de conflito de interesses em situação de dependência: sua identificação prática exige um exercício comparativo entre o interesse (seja típico, seja concreto) do sócio ou administrador, de um lado, e o interesse da sociedade, de outro lado.

A implicação prática desse método é a remissão do conceito de conflito de interesses ao resultado de cada deliberação, uma vez que é necessário identificar se há lesão, ou possibilidade de lesão, ao interesse "da sociedade". Uma vez analisado o conceito de forma autônoma, percebe-se o equívoco desse método: identificar conflito de interesses, em sentido forte, é identificar *alguém – um* sujeito – dotado de um poder jurídico em posição de conflito de interesses. O problema fundamental colocado por conflitos de interesses não é a simples possibilidade de lesão a um interesse, mas o fato de que um sujeito encarregado de avançar tal interesse encontra-se em posição tal que lhe permite não fazê-lo, em benefício de outro interesse, próprio ou de terceiro a ele vinculado. Nessa linha compreende-se que conflitos de interesses não dizem respeito apenas a deliberações, mas fundamentalmente, a *posições* ocupadas por um determinado agente dentro da organização societária, sendo possível falar em conflitos de interesses estruturais, como visto acima.

Se se quiser aproveitar a linguagem da teoria tradicional, um conflito de interesses em sentido forte, portanto, é sempre *intrassubjetivo* – não no sentido de que se dá, e pode ser resolvido, na consciência do próprio sujeito, mas na medida em que *sobre um mesmo*

sujeito de direito recaem ao menos *dois* interesses distintos, objetivamente identificáveis: o interesse que, por conta de sua posição de poder jurídico, está encarregado de avançar – no caso de acionistas e administradores, um poder sujeito a um dever de lealdade, na terminologia de Valiergue – e outro interesse, particular ou de terceiro, que potencialmente lhe permite se desviar do exercício leal de sua posição de poder.

Fazendo uma breve digressão, vale ressaltar o fato de a doutrina norte-americana tradicional ter clareza quanto à natureza intrassubjetiva dos conflitos de interesses: a própria definição do campo de análise como situações de "*self-dealing*" deixa clara essa percepção[134]. Pode-se hipotetizar se essa clareza não está na base do maior refinamento da cultura jurídica daquele país em relação às soluções – jurisprudenciais, sobretudo – para questões envolvendo conflitos de interesses em matéria societária. A despeito da relativização histórica da proibição geral à participação e voto de acionistas e administradores em deliberações em que estão conflitados (Marsh, 1966), a jurisprudência norte-americana, em especial a Corte de Delaware, especializada em litígios societários, há muito tem em conta a segregação de situações envolvendo conflitos de interessess desses agentes do âmbito de aplicação da *business judgment rule*, regra geral que afasta a revisão de mérito de decisões negociais pelo judiciário (Goshen, 2003; Pargendler, 2015)[135].

Um segundo problema desse método tradicional é a dificuldade que impõe à compreensão da dupla dimensão dos conflitos de interesses. Ao tratar conflitos de interesses como conflitos intersubjetivos, essa metodologia dá margem ao que podemos denominar argumento da convergência: assim como em contratos bilaterais é possível hipotetizar, ao menos em algumas circunstâncias, que o interesse dos dois sujeitos, autônomos entre si, é convergente[136], tratar conflitos de interesses em matéria societária como conflitos

---

[134] "[There] is no real contract or bargain in a case where there are not two or more independent bargaining parties. Indeed, this is the root meaning of the term *self-dealing*: a transaction appears to be between two or more parties but actually involves only one decision maker (…) In my view, *self-dealing* occurs when three conditions are satisfied. First, there is a *transaction* between the referent corporation (or group of public investors) and some other person (…) Second, a certain individual (or group of them) has *decision making influence* with respect to the actions taken by the referent corporation or group of investors (…) [who] may or may not be the other person referred to in the first condition. Third, this influential individual or group has a greater *personal interest* in the welfare of the other person involved in the transaction, or in certain collateral consequences of the transaction, than in the welfare of the referent corporation or group of investors" (Clark, 1986, pp. 144 e 147). Calixto Salomão Filho (2015, p. 64, N.R. 16) chega à mesma constatação, sem referência explícita à questão de fundo envolvendo a definição de conflitos intra e intersubjetivos.

[135] V. Seção 2.3.1 abaixo.

[136] Um exemplo são os chamados contratos relacionais, que envolvem interações de longo prazo e reciprocidade entre as partes contratantes. V. Rego (2010, pp. 187-192).

intersubjetivos implica abrir margem para a possibilidade de que, em contratos bilaterais entre um sócio ou administrador e a sociedade, haja convergência de interesses[137]. Além de descuidar da circunstância essencial que caracteriza o conflito de interesses em sentido forte – não apenas a estrutura do negócio, mas a possibilidade de o agente influir, ou mesmo determinar, na sua celebração –, esse argumento, do ponto de vista prático, dá ao agente a última palavra sobre a ocorrência do conflito. O exemplo mais bem acabado dessa consequência é a declaração de Luiz Leonardo Cantidiano, então presidente da CVM, em seu voto no Caso Previ-Sistel: "se o seu interesse estiver **sintonizado** com o interesse da companhia ele [o acionista] estará admitido a votar. Ele poderá votar" (grifou-se).

Nesse caso específico, a discussão girava em torno da celebração de um contrato entre sociedade controladora e controlada, cujo escopo era a prestação de serviços de assessoria técnica e de gestão, pela primeira para a segunda. Acionistas que participavam do capital votante tanto da controladora como da controlada participaram da deliberação na controlada, e votaram favoravelmente à celebração do contrato. O fundamento do voto em questão, que argumenta pela *inexistência* de conflito de interesses das acionistas, é o fato de que o contrato seria benéfico para as atividades da controlada:

> "[No] caso concreto o interesse da acionista (...) era a meu ver convergente com o interesse da companhia que obteria, em razão do contrato celebrado, uma assistência técnica de experientes e bem sucedidos empresários, o que proporcionaria melhor desempenho das atividades que as companhias operacionais (...) pretendiam desenvolver" (Caso Previ-Sistel, voto diretor Luiz Leonardo Cantidiano)

Trata-se de uma variação da teoria do dano potencial, vista acima: cada acionista pode julgar, por conta própria, qual a melhor estratégia negocial e, dentro dela, quais as ações específicas a serem tomadas pela companhia em um dado momento. Sob essa perspectiva, a questão pode ser resolvida por meio do princípio majoritário, e o interesse da companhia é pensado como o interesse da empresa a seguir a melhor estratégia de negócios possível, em vista de seu escopo lucrativo.

A questão, conforme o exposto, é que, nessa perspectiva, o conceito de conflito de interesses torna-se perfeitamente dispensável, reduzindo-se a uma avaliação *a posteriori* do

[137] O uso desse argumento é comum nas discussões do Colegiado da CVM. V. nota 77 acima.

sucesso ou insucesso da estratégia decidida. Em uma versão mais radical do argumento, na presença de um acionista controlador, a definição da estratégia – i.e., a determinação concreta do interesse da companhia – cabe sempre ao controlador que, no limite, nunca estaria em posição de conflito de interesses, uma vez entendido como soberano inconteste a determinar o interesse da empresa, associado à execução de seu objeto social e visto como dissociado do interesse "egoísta" dos sócios:

> "[Quando] o acionista controlador adentra nos recintos de uma assembléia-geral e vota, não exerce o seu direito ou poder exclusivamente no interesse social, como qualquer acionista, mas animado pelo binômio interesse social-interesse da empresa, usando o seu poder de controle (...) 'com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social'" (Leães, 1989, p. 21)

Fazer depender a identificação de conflitos de interesses de uma definição positiva, ou substantiva, do interesse da companhia é não só metodologicamente incorreto, mas um efetivo contrassenso, na medida que torna ocioso o próprio conceito que se quer articular. Dito de outro modo: a discussão sobre conflitos de interesses não pode ser resumida à identificação do que pode ser razoavelmente referido à atividade empresarial da companhia, tampouco ao que consiste em uma boa ou má estratégia negocial, uma discussão que é essencialmente relativa e prática. De modo mais geral, não se trata de uma discussão sobre a identificação do interesse da companhia enquanto um organismo vivo e autônomo, dotado de *vontade* própria, tal qual um ser humano.

A solução mais adequada para o problema colocado pela expressão interesse da companhia, do ponto de vista positivo, vem do abandono da visão organicista da vontade da companhia, essencialmente metafórica, em benefício de uma visão organizativa. Discussões sobre a definição do interesse social são melhor compreendidas focalizando a estruturação dos diversos interesses envolvidos pela sociedade (Salomão Filho, 2015), e não por uma concepção antropomórfica da pessoa jurídica.

Aqui, novamente, são úteis as considerações interdisciplinares. Uma visão mais realista e complexa sobre a empresa não a entende como uma espécie de "super-homem", um organismo vivo, mas como um centro de convergência de diversos interesses. O

argumento clássico de Ronald Coase (1937) sobre a natureza da empresa[138] vai nesse sentido: a empresa consiste em um feixe de relações econômicas *organizadas* sob uma, e em uma, direção comum, em substituição a relações pontuais, entre sujeitos autônomos dispersos no mercado[139]. Entendida a empresa como uma organização, o estudo a seu respeito é direcionado à compreensão das formas organizativas mais adequadas para cada tipo de atividade, a depender dos interesses envolvidos. Empresas são, fundamentalmente, empreendimentos de ação coletiva, como qualquer organização humana (Arrow, 1974), e o papel do estudioso é compreender quais os mecanismos que estruturam a coordenação das ações dos diversos sujeitos – e interesses – que nela atuam e por ela são afetados, bem como identificar os meios pelos quais é possível aperfeiçoar essa coordenação[140].

A expressão "interesse da companhia" e suas similares, nessa linha, podem ser melhor compreendidas como uma espécie de análogo jurídico do parênteses, na linguagem matemática[141]: trata-se de uma forma de simplificação linguística de um complexo de diversas variáveis. Essas variáveis podem ser vistas, em relação à organização societária, tanto sob uma perspectiva interna como sob uma perspectiva externa – ou, nos termos de Gunther Teubner (1994), sob a perspectiva da "função" e da "performance", respectivamente. Do ponto de vista interno, entendem-se os interesses (ou "setores sociais", na linguagem de Teubner) específicos que convergem para o contexto da organização

---

[138] Traduzo aqui "*firm*" por empresa.

[139] Deixo de lado, aqui, a questão sobre se essa internalização de relações econômicas em uma estrutura organizativa comum se dá por razões de eficiência econômica ou não. Do ponto de vista do economista, como argumenta Coase, será essa a razão determinante não só da existência da empresa, mas também de suas dimensões. Outros pontos de vista tenderão a ressaltar outros fatores. Neil Fligstein (1990), por exemplo, contesta a tese da eficiência ao analisar a transformação das formas organizativas prevalentes nas grandes corporações norte-americanas desde meados do século XIX até meados do século XX, argumentando, sob o ponto de vista histórico e sociológico, que o modo organizativo preferido depende, fundamentalmente, de estratégias de preservação de poder dos controladores (no caso norte-americano, a elite de administradores de grandes companhias) frente às condições econômicas de cada época.

[140] Francesco Denozza (2010) refina essa leitura, distinguindo os conceitos de coordenação – uma ação coletiva pela qual diversos agentes contribuem para a criação de valor que não teriam condições de criar isoladamente, mas na qual o critério de repartição do valor criado não é acordado por todos os agentes (pense-se em trabalhadores em uma fábrica) – e cooperação – ação coletiva na qual a repartição do *surplus* faz parte do acordo (pense-se nos critérios de divisão de dividendos). Esses conceitos não são excludentes, mas fazem parte de um *continuum*. Sociedades empresárias – em especial grandes sociedades por ações, altamente funcionalizadas – são instituições nas quais ambos esses esquemas de ação coletiva estão presentes, de modo que sua organização tem por finalidade integrá-los: "[C]redo non sia difficile pensare alla società per azioni come ad una istituzione in cui sono presenti sia elementi del fenomeno coordinamento per la produzione di un *surplus* (conferimenti, attività comune) sia elementi del fenomeno cooperazione nella divisione del *surplus* prodotto (i criteri di divisioni degli utile). I problemi credo nascano in relazione alla definizione della precisa consistenza dei due elementi e del modo del loro raccordarsi" (Denozza, 2010, p. 27).

[141] O uso dessa análogia remonta a Rudolf von Jhering, em sua análise sobre o conceito de pessoa jurídica, tendo sido retomada por outros juristas, incluindo Tullio Ascarelli (v. Galgano, 2004, N.R. 41).

(*inputs*). Do ponto de vista externo, entende-se a orientação da empresa em direção à satisfação das expectativas sociais mais amplas em relação à atividade econômica (*outputs*), que dizem respeito à criação de garantias para a existência futura da comunidade humana como um todo. O "interesse da empresa", nessa perspectiva, não ganha uma definição positiva, concreta, mas essencialmente procedimental e *reflexiva* (v. Teubner, 1983): trata-se de um processo de balanceamento entre diferentes interesses internos e externos, entre diferentes expectativas em relação à empresa, ou entre as diferentes dimensões de performance da empresa – seus acionistas e financiadores de modo geral, seus consumidores, seus funcionários, o meio-ambiente – e a sua função socialmente reconhecida – de produção de bens ou serviços de valor socialmente relevantes[142].

Nessa linha, o direito, e o direito societário em particular, têm por função estabelecer quais as expectativas legítimas que os diversos atores atuantes na empresa e afetados por ela – gestores, acionistas, credores, trabalhadores, clientes e consumidores, fornecedores, comunidades específicas – podem nutrir e exigir, em caso de descumprimento, bem como a definição dos procedimentos pelos quais esses interesses, de diferentes naturezas e perspectivas temporais, podem se comunicar. Afirmar a autonomia da organização empresarial frente aos seus sócios – em contraposição ao contratualismo clássico – não implica tratá-la como um ente sobrehumano, dotado de um interesse próprio e sempre identificável – em contraposição ao institucionalismo clássico –, mas sim reconhecer que há diversos *outros* interesses que convergem para a organização e que se expressam no sentido de seu desenvolvimento e preservação[143].

---

[142] "The problem [of the definition of a normative enterprise interest] is to adequately separate the main task of the enterprise ('function') from its contributions to other social sectors ('performance'), before recombining them as the corporate interest (…) It would be wrong to stress the main social task (extraction of future guarantees) at the expense of contributions to other social sectors (for example, satisfaction of consumer needs or protection of the environment), and vice versa. What is necessary is a mediation between the 'function' and 'performance' of the enterprise. Legally, this necessitates a weighting of interests (…) [Thus,] in order to grasp the enterprise interest fully, three dimensions have to be simultaneously taken into account: 'function', 'performance', 'reflection': (i) 'Function' refers to the enterprise's relationship to the economy and society, that is to the securing of as high a yield as possible to guarantee the satisfaction of future needs in society. (ii) 'Performance' refers to the enterprise's relationship to its various environments, such as its relationship to consumers, suppliers, capital providers and workers, but also to other social, psychic and natural environments. (iii) 'Reflection' refers to the enterprises's relationship to itself. This is the self-observation and self-regulation through which the enterprise defines its social identity. And it is mainly internal reflexive processes that are in a position to mediate between these" (Teubner, 1994, pp. 42-44).

[143] "Understood as a legal procedure, the corporate interest is not therefore simply directed at the internal, discursive process of integration of the interests involved, nor at the maximum satisfaction of consumer needs or profit maximization. It aims at creating organizational structures for discursive processes that make possible a balacing of enterprise perfornance (for consumers, workers and shareholders, but also for the political and natural environments) on the one hand, and function (ensuring the satisfaction of future social needs) on the other" (Teubner, 1994, p. 44).

Diversos elementos do regime jurídico societário podem ser lidos sob uma luz distinta, por meio de uma perspectiva organizativa. A atribuição de personalidade jurídica à sociedade, por exemplo, é melhor entendida como uma forma de reconhecimento da autonomia da organização e do interesse jurídico em sua preservação (Salomão Filho, 1995). A função básica do direito societário pode ser vista não apenas pela via da atribuição de limitação de responsabilidade dos *sócios* contra os credores da sociedade, mas sim como o insulamento *da sociedade* frente aos credores pessoais dos sócios – mecanismo que a literatura norte-americana denomina *entity shielding* (Hansmann, Kraakman e Squire, 2006). A abertura do conselho de administração à participação de representantes de acionistas não controladores, mas também de empregados e de outros *stakeholders*, é justificada pela atribuição de uma função não somente de monitoramento, mas de efetiva organização de interesses potencialmente afetados pelas atividades empresariais, de modo a torná-las responsivas aos "setores sociais" que afetam (Stone, 1975). Os institutos da recuperação judicial e extrajudicial, bem como os procedimentos de articulação de interesses em princípio discrepantes por eles engendrados, são muito mais facilmente compreendidos a partir de uma perspectiva organizativa, que reconhece a pluralidade de interesses envolvidos na preservação da organização societária como um *going concern* (Cerezetti, 2012).

Discussões sobre as formas mais adequadas de concretização da concepção procedimental do interesse social, em suas diversas dimensões, são potencialmente inesgotáveis. Para os propósitos deste trabalho, basta extrair a compreensão de que a relação entre acionistas controladores e não controladores pode ser entendida como *uma* dentre as diversas relações de poder jurídico que podem ser focalizadas dentro da organização societária, e que a definição de conflitos de interesses a partir dessa relação, para ser funcional, deve ter uma abrangência mais reduzida do que o debate mais amplo sobre os propósitos da atividade empresarial em geral sugere. Especificamente, essa definição diz respeito às expectativas legítimas, ou interesses, dos acionistas não controladores que em princípio *não estão* sujeitos ao balanceamento de interesses pressuposto pela definição do interesse da companhia ou, em outros termos, ao estabelecimento do *tipo de risco* a que os acionistas estão expostos que é relevante para o direito.

Partindo de uma perspectiva organizativa, acionistas em geral, e acionistas não controladores em particular, assumem uma função específica dentro da organização

societária: a de financiadores da atividade empresarial. O financiamento em forma de investimento em participações societárias sujeita o investidor a um risco mais elevado do que aquele suportado pelos demais credores que emprestam recursos à empresa, na medida em que sua taxa de retorno não é estabelecida contratualmente de antemão (Mayer, 2013, Cap. 2). O retorno desse investimento é fundamentalmente determinado pelo sucesso da empresa ou, em termos mais precisos, pela capacidade da empresa em gerar fluxos de caixa futuros, seja pela via do pagamento de dividendos, seja pelo valor de avaliação de mercado da companhia que fundamenta o preço das ações em circulação. Em outras palavras, sua exposição ao risco da atividade empresarial é, em tese, maior do que aquela suportada pelas demais categorias de financiadores[144].

Essa maior exposição proporcional ao risco da atividade da empresa é, seguindo a doutrina clássica, o fundamento da atribuição jurídica dos poderes de determinação dos rumos da atividade da empresa aos sócios (Ascarelli, 1956; Ferri, 1956). Aceite-se ou não essa fundamentação, o fato é que, em um cenário de concentração do poder de controle sobre a empresa nas mãos de um acionista controlador – ou de um grupo de administradores, em contextos de pulverização acionária, como no diagnóstico original de Adolf Berle e Gardiner Means (1932) –, surge um risco *distinto*: o de apropriação de recursos da empresa pelo controlador. O fenômeno da concentração do controle empresarial, ou da separação entre propriedade acionária e controle empresarial, na linguagem de Berle e Means, que, nas palavras de Georges Ripert (1946), aproxima o acionista não controlador da posição de um credor dentre outros da sociedade, é justamente o que permite a visualização da relação

[144] Uso o termo financiamento, aqui, como equivalente a financiamento monetário, sem ignorar que concepções mais complexas de investimento na empresa comportam outros tipos de *inputs*, como os realizados por funcionários no desenvolvimento de capacidades idiossincráticas à execução das atividades da empresa, não replicáveis ou aproveitáveis *fora* da empresa específica, e justificados pela expectativa de crescimento na carreira (v. *e.g.* Blair e Stout, 1999). Nessa linha, o risco dos acionistas é comparável apenas ao risco de outros financiadores "monetários", ao menos se se toma por pressuposto mercados com bom nível de liquidez. Nessas circunstâncias, a opção de saída do investidor torna o seu risco incomparável, por exemplo, ao risco suportado por trabalhadores que realizam investimentos na obtenção de capacidades específicas ao trabalho naquela empresa determinada – um investimento que, em tese, é totalmente irrecuperável em caso de demissão. Um outro caso que está na ordem do dia são os riscos suportados pelo meio-ambiente, especialmente para empresas do setor extrativista ou que emitem poluentes. O "capital natural" também pode ser pensado como um *input* para o qual não há possibilidade de recuperação (totalmente, para bens finitos, ou potencialmente, para bens regeneráveis, caso se supere a taxa de reposição), e cujo esgotamento provoca externalidades que, ao menos atualmente, não são internalizadas pela organização empresarial. Daí poderia vir uma discussão sobre o "titular" desse interesse – o meio-ambiente em si? As futuras gerações? – bem como sobre como reverter esse quadro. Com uma dose de autopenitência, deixo essa discussão, mais premente e relevante do que a discussão proposta aqui, para um trabalho futuro.

controladores *v.* não controladores sob a ótica da teoria da agência, abordada no capítulo anterior.

Questiona-se, então, quais a consequências jurídicas dessa segregação. Uma resposta em voga nas últimas décadas tem sido a afirmação de um dever positivo de *geração de valor para o acionista* ("*shareholder value*"), imposto aos controladores em favor dos acionistas não controladores. Esse argumento comporta variações. Uma primeira variação, mais neutra em termos políticos, pensa o dever de criação de *shareholder value* a partir de uma obrigação do controlador de investir os recursos aportados pelos acionistas na sociedade em projetos empresariais com valor presente líquido positivo. No fundo, essa versão do argumento não parece grande novidade, do ponto de vista jurídico, podendo ser razoavelmente referida ao dever de diligência imposto a administradores e, no caso brasileiro, ao dever de fazer com que a companhia cumpra o seu objeto, imposto a acionistas controladores. Trata-se apenas de um princípio de boa gestão dos recursos de terceiros, sujeito ao debate das premissas levadas em conta no estabelecimento do valor futuro – e, eventualmente, a uma discussão mais profunda sobre o sentido de "valor".

Uma segunda versão, com origens históricas bem definidas, pensa o *shareholder value* a partir da premissa de *maximização*. Esse argumento pode ser visto tanto como uma ideologia como um conjunto específico de estratégias empresariais (Fligstein, 2016). A premissa básica é a leitura econômica da teoria da agência, proposta originalmente por Jensen e Meckling (1976), que entende o conjunto de acionistas como *proprietários* da empresa, sendo a função dos gestores garantir que os ativos da empresa produzam a maior rentabilidade possível para os seus donos. Pressupondo os acionistas como agentes maximizadores de utilidade e considerando o preço da ação como a medida da utilidade, a aplicação dos ativos da empresa em projetos de retorno inferior ao ótimo implicaria uma queda no preço das ações. Nessas circunstâncias, a existência de um mercado de aquisição de controle exerceria um efeito disciplinador sobre os gestores: o preço deprimido das ações seria um indicativo de má gestão empresarial, de modo que a tomada hostil de controle da companhia seria uma forma de substituir o time de administradores no cargo por outro, mais atento aos interesses de maximização do valor das ações pelos acionistas[145].

[145] Como melhor esmiuçado adiante, corolário dessa concepção, que assume a homogeneidade do interesse dos acionistas, é a chamada "hipótese dos mercados eficientes", que assume a capacidade de plena absorção, pelos

Do ponto de vista ideológico, esse argumento tem raízes na crise da economia norte-americana nos anos 1970[146], período de alta inflacionária, alta nas taxas de juros e crescimento econômico lento, que impactaram negativamente os lucros das empresas e direcionaram investidores para investimentos em renda fixa, fazendo cair o preço das ações naquele mercado. Ainda, a competição enfrentada pelas companhias norte-americanas, vinda especialmente de companhias japonesas, reduziu a sua participação de mercado e deprimiu ainda mais os lucros, já abatidos pelo impacto da inflação sobre os balanços. Seguindo a leitura de Fligstein, a pressão pela reorientação das estratégias empresariais veio, sobretudo, do mercado financeiro – os atores sociais que mais tinham a ganhar, e menos a perder, com uma mudança de rumo das companhias norte-americanas. Um grande conjunto de estudos acadêmicos e manifestações na imprensa passou a criticar as empresas norte-americanas por seu tamanho e diversificação, tidos por excessivos, pressionando por desinvestimentos em empreendimentos não rentáveis e cortes de custos, justificados pela necessidade de as companhias concentrarem-se em seus *core business*. Segundo Fligstein, data desse período a popularização do cargo de *Chief Financial Officer* nas grandes companhias, dando o tom da preponderância que a gestão financeira passou a ter. O alinhamento dos administradores às expectativas de aumento no valor das ações dos investidores passou a ser visto como o ponto central das estratégias de governança corporativa, fazendo surgir, notadamente, as *stock options* e a defesa das tomadas hostis de controle[147].

As décadas seguintes assistiram tanto ao espraiamento dessa visão sobre as companhias ao redor do mundo como às suas consequências negativas. Com o final da Guerra Fria, a recuperação da economia norte-americana nos anos 1990 e o paralelo declínio das economias europeias e japonesa, o modelo empresarial baseado na maximização do retorno financeiro aos acionistas parecia o ponto final da história do direito societário

---

investidores, de toda a informação disponível a respeito da aplicação presente e das perspectivas de rentabilidade futura dos ativos empresariais.

[146] Em boa medida, o surgimento do movimento de governança corporativa e a ascensão da ideologia da maximização do valor das ações são contemporâneos, respondendo a um mesmo contexto histórico. No entanto, como nota Mariana Pargendler (2016), em texto referido no primeiro capítulo deste trabalho (v. Seção 1.1.2.3 acima), a ideologia não esgota – e, digo eu, não precisa esgotar – o movimento.

[147] Nessa linha, o surgimento das *poison pills*, mecanismo tradicional de defesa estatutária da administração incumbente contra tomadas hostis de controle, nesse mesmo contexto, pode ser lido, do ponto de vista político, como uma resposta de parte da elite empresarial norte-americana contra a pressão do mercado financeiro (Fligstein, 2016).

(Hansmann e Kraakman, 2000). No entanto, os escândalos corporativos da virada do século XXI sugeriram que o foco exclusivo no preço das ações, cumulada com a atribuição de *stock options* aos administradores, criava incentivos perversos para a manipulação de balanços contábeis sobre os quais a avaliação do valor de mercado das companhias é fundada. Levados ao extremo, esses incentivos podem colocar em risco a existência da própria companhia, como a débacle da Enron mostrou[148]. Ainda, do ponto de vista da economia como um todo, os resultados de um foco exclusivo das companhias no resultado financeiro são bastante questionáveis. Fligstein aponta que, desde a ascensão da agenda da maximização do valor das ações nos Estados Unidos nos anos 1980, a apropriação da renda nacional pelos detentores de capital cresceu de 34% para 42%, enquanto a parcela apropriada pelos trabalhadores caiu de 66% para 58%, um movimento acompanhado pelo crescimento da desigualdade de renda e riqueza no país[149].

A questão que se coloca é: em que medida o direito societário precisa absorver a maximização do retorno financeiro aos acionistas como a finalidade última da sociedade empresária? No fundo, trata-se de uma formulação específica da teoria econômica a respeito da função da empresa que dá aos acionistas – abstratamente considerados, como agentes maximizadores de curto prazo – uma prioridade absoluta sobre os demais atores envolvidos na organização empresarial. Se, no nível micro, há evidências de que incentivos financeiros a administradores, que focalizam excessivamente o ganho de curto prazo, implicam riscos consideráveis à viabilidade da companhia e, no nível macro, há evidências de que um alinhamento desequilibrado da administração com os interesses financeiros dos acionistas

---

[148] "[All] investors in corporations share to some degree or other in the risk of the enterprise, and it is often possible to make the holders of one kind of claim (such as stock) better off at the expense of holders of other claims on the firm (such as debt claims), simply by shifting risk. In retrospect, this is what many of the most egregious transactions at Enron were actually about: while they *appeared* to move assets and associated liabilities off of Enron's books, thus reducing the risk borne by Enron investors, in fact, the risk associated with those assets was being retained by Enron through side deals that were not fully reported (…) So, unbeknownst to most of Enron's investors, Enron's common stock was becoming dramatically more risky during the last two or three years before the firm filed for bankruptcy protection. Substantial risk was also being shifted onto employees and creditors.The increase in risk of the stock, not coincidentally, made Enron stock *options* at least temporarily more valuable. If Enron executives who were taking these gambles with corporate assets had, by chance, won the enormous bets they were placing, they would now be even more dramatically wealthy than they are.As it happens, they overplayed their hands, and when creditors discovered how risky their investments in Enron actually were, they cut off all further credit to Enron, forcing the company into bankruptcy proceedings. In the process, virtually all of the equity value in the company was lost, ultimately making the stock options worthless too. The fact that shareholders and option holders can often be made better off at the expense of creditors and employees and others with firm-specific investments at risk in the corporation means that, neither in theory nor in practice, is it true that maximizing the value of equity shares is the equivalent of maximizing the overall value created by the firm" (Blair, 2003, p. 58).

[149] Os estudos citados constam em Fligstein (2016, p. 260, N.R. 71).

coloca em xeque o argumento da mão invisível (algo como "o que é bom para os acionistas é bom para a sociedade como um todo"), não parece fazer sentido aceitar essa máxima como um princípio jurídico[150].

O problema fundamental é a recepção dessa visão por parte da doutrina jurídica que segue em busca de uma definição positiva, substantiva, do interesse social. Na revisão de seu trabalho seminal sobre o interesse social, Jaeger (2000) argumenta que o crescimento da importância dos mercados acionários para o financiamento das sociedades anônimas alterou tanto o perfil típico do acionista como, por consequência, a característica do interesse social, entendido como o elemento unificador, comum, do interesse dos acionistas. Esse elemento comum teria migrado do interesse à execução do objeto social e à produção de lucros a serem repartidos para o interesse na realização de lucros na *venda* das ações. Paradoxalmente, nessa perspectiva, o interesse social seria destinado a realizar-se no momento em que o acionista perde a condição de acionista[151]. O *shareholder value*, entendido como a maximização do retorno financeiro ao acionista, consistiria na tipificação por excelência, "*una volta per tutte*", do interesse social[152].

Essa renovada busca por um critério unificador, do ponto de vista jurídico, coaduna-se tanto com a hipótese da teoria econômica a respeito da homogeneidade do interesse dos

---

[150] Para além dos exemplos indicados no parágrafo precedente, Mariana Pargendler (2016, pp. 386-387) elenca argumentos que associam a crise financeira de 2007-2008 tanto ao mau uso de *stock options* para administradores, pelo incentivo que criam para a tomada de risco excessiva *durante* o período de exercício das opções (remunerando os administradores por qualquer aumento no preço das ações, mas protegendo-os de quedas, em evidente assimetria com os demais acionistas, sujeitos a aumentos e quedas indistintamente), quanto a uma associação negativa entre a busca por maximização do retorno aos acionistas por parte de administradores de instituições financeiras e o aumento de bem-estar social (evidenciado pelo resgate bilionário, com fundos públicos, de entidades do setor financeiro após o estouro da crise, bem como os seus impactos no crescimento econômico e geração de emprego nos anos seguintes).

[151] Um dos elementos que Jaeger utiliza para ilustrar seu argumento é a introdução, no direito positivo italiano, da disciplina da oferta pública de aquisição de ações: "In questa ipostesi (e, naturalmente, nel caso di successo dell'Offerta), gli azionisti che aderiscono all'OPA vengono compensati adeguatamente per la perdita della 'quallitá di socio'. Si può, dunque, rilevare, alla luce dell'identificazione dell'interesse sociale con l'interesse alla massimizzazione del valore delle azioni, che tali azionisti realizzano il proprio interesse sociale" (Jaeger, 2000, p. 805). É curioso notar que, no caso brasileiro, ao menos no que diz respeito ao direito positivo, se se considerar a existência de regulação jurídica sobre as OPA um elemento a demonstrar a aceitação jurídica da tese da maximização do valor das ações, aparentemente caminhamos na direção *oposta*, tendo a previsão de extensão da oferta de aquisição de controle aos acionistas minoritários (*tag along*) originária da LSA (art. 254, revogado), que previa a extensão da oferta a acionistas minoritários ordinaristas "em condições de igualdade", sido inicialmente revogada em 1997 (Lei 9.457/97) e reintroduzida em versão atenuada em 2001 (Lei 10.303/01), garantindo aos minoritários apenas 80% do valor oferecido ao controlador por suas ações (atual art. 254-A, LSA).

[152] "Tutti i soci si presumono (senza possibilità di prova contraria) interessati *esclusivamente* ad um obbietivo: l'aumento di valore delle loro azioni", sendo que "[l]o stesso aumento di valore di azioni cedibili rappresenta una soddisfazione virtuale che diventa reale solo al momento della cessione" (Jaeger, 2000, p. 812).

acionistas – formalizada como a maximização de utilidade, objetivada a partir do preço das ações – como com a chamada "hipótese dos mercados eficientes" que, ao assumir a capacidade perfeita do mercado de absorver e comunicar, via preços, toda e qualquer informação disponível a respeito da aplicação presente e da rentabilidade futura dos ativos empresariais, elimina as diferenças entre perspectivas de curto e longo prazo na precificação das ações – i.e., ações estão sempre sendo vendidas a um preço justo. Somente a conjugação dessas duas hipóteses permite abstrair e tipificar, de modo extremo, interesses de acionistas que são, em realidade, extremamente heterogêneos[153]. Em se tratando de hipóteses, tentativas de explicação do funcionamento do mercado que não são sujeitas a comprovação definitiva[154], deveríamos ter maior cautela em dar a elas uma dimensão normativa.

Se uma definição unívoca e positiva do interesse social é não só efetivamente difícil, como indesejável – sobretudo uma definição baseada em uma abstração oriunda de hipóteses econômicas de plausibilidade questionável e efeitos práticos, em sua versão mais extremada, consensualmente deletérios, como a versão maximizadora do *shareholder value* –, e se é tanto mais realista como promissor abraçar a pluralidade de interesses, mesmo de diferentes tipos de acionistas[155], envolvidos pela atividade empresarial, chega-se a um paradoxo. Se se rejeita a enunciação positiva de um interesse social – i.e., se não é possível, ou desejável, dizer o que ele *é* –, parece impossível dar uma definição de qual o interesse que o agente em

---

[153] "Se sembra chiaro, infatti, ed esplicito il necessario collegamento [dello *shareholder value*] con l''ipotesi del mercato efficiente', sicché solo con essa può comprendersene il senso (...) neppure è possibile dubitare della particolare complessità e dei molteplici profili di criticià tecnicamente presenti in quella formula (...) Deve pure osservarsi, d'altra parte, che il nesso tra l''ipotesi del mercato efficiente' e quella (che ugualmente mi pare una ipotesi) dello *shareholder value* si rileva inoltre nel senso che solo assumendo la prima diviene logicamente possibile assegnare al secondo il ruolo di permettere una valutazione in termini di omogeneità di interessi che in effeti, da un punto di vista empirico, sono invece eterogenei: nel senso cioè che una identità di interessi 'in quanto socio' pressuppone una 'perfezione' del mercato che lo renda in grado di incorporare nel prezzo tutte le prospettive di reddito e quindi, per esempio e soprattutto, eliminare le differenze tra prospettive a lungo e a breve termine" (Angelici, 2010, p. 54, N.R. 20).

[154] Como explica Margaret Blair: "To prove that a market-determined price accurately reflects the true value of the security would require some independent way to measure the 'true value.' Hence any test of how close stock prices are to their true value is simultaneously and unavoidably a test of whether the model being used to measure the 'true value' is a good model. If the market price varies from the price predicted by the model, we can never tell whether the problem is that the model is wrong, or the problem is that the market is not efficient in determining the price" (Blair, 2003, p. 74, N.R. 16).

[155] Pense-se na grande diversidade de possíveis investidores, tanto pessoas naturais, em geral rejeitados pela literatura como quase inexistentes, mas cuja atração para o mercado acionário é um dos objetivos declarados da B3, como diferentes modalidades de investidores institucionais e fundos de investimentos, todos com estratégias, métodos de análise, grau de ativismo e, em especial, prazos de expectativa de retorno distintos. Os objetivos de atração do investidor pessoa natural foram reportados em em reportagem do jornal Valor Econômico, "B3 corta tarifas e espera atrair pessoa física", 03.01.20, disponível em https://valor.globo.com/financas/noticia/2020/01/03/b3-corta-tarifas-e-espera-atrair-pessoa-fisica.ghtml, último acesso em 16.01.2020)

posição de conflito de interesses deve avançar. No entanto, é possível, sem maiores dificuldades, dar uma definição *negativa*, juridicamente plausível, do interesse dos sócios. E, como tentarei argumentar, é essa definição negativa a relevante para a definição positiva dos conflitos de interesses em matéria societária, ao menos para a relação entre controladores *v.* não controladores[156].

2.2.3. A definição negativa do interesse dos sócios e a definição positiva dos conflitos de interesses: uma atualização pontual de "O Contrato Plurilateral"

Se focalizarmos a relação acionistas controladores *v.* não controladores, abandonando a tentativa de definição substantiva do interesse dos sócios, a partir da busca de um critério positivo que unifique os seus interesses como, sobretudo, a atribuição de prioridade *normativa* a esse interesse, abstratatamente definido, sobre todo e qualquer outro interesse abrangido e afetado pela atividade empresarial, os ensinamentos da teoria contratualista tradicional podem ser atualizados. Uma dessas possibilidades é uma definição negativa do interesse dos sócios. Dito de outro modo, se é improdutivo, ou mesmo perigoso, tentar teorizar uma definição unívoca do que o interesse comum dos sócios *é*, é relevante teorizar, ao menos do ponto de vista dos conflitos de interesses, o que ele efetivamente *não é* ou, mais precisamente, o que ele exige que *não ocorra*.

A percepção de Jaeger (2000) sobre a alteração do perfil do sócio no século XXI é essencialmente correta. Uma das características marcantes da economia contemporânea é o crescimento da importância do investimento em participações societárias como financiamento de risco da atividade empresarial. Se o modelo clássico da sociedade como um contrato que disciplina uma comunhão de esforços destinada ao exercício da atividade econômica, com o fim de partilha dos resultados[157], não deixou de existir, a atenção primordial volta-se ao financiamento de novos empreendimentos, sobretudo focados em inovação com foco em uso de novas tecnologias, cuja aceleração e ganho de escala não raro

---

[156] De certa maneira, sigo o mesmo método, com sinal trocado, proposto por Antonio Junqueira de Azevedo (2002) que, confrontado com as dificuldades doutrinárias em definir e diferenciar os negócios inexistentes, inválidos e ineficazes – pela perspectiva negativa, portanto –, propôs, com elegância e precisão, estudar o tema pelo lado positivo: existência, validade e eficácia. Em um nível mais abstrato, esse método – a introdução de diferenciações – é uma prescrição clássica da teoria jurídica no que diz respeito à superação de paradoxos conceituais (v. Fletcher, 1985).

[157] Modelo positivado no Código Civil (art. 981, *caput*).

dificulta o crescimento orgânico da empresa. Nessa linha, entendem-se diferentes modalidades de investimento hoje em voga: investimento-semente, investimento-anjo, *venture capital*, *private equity* etc. A pequena sociedade aproxima-se da grande companhia de capital aberto na medida em que naquelas pode ser verificada uma separação entre propriedade e controle em novos termos: ressalta-se a figura dos fundadores, idealizadores de novos produtos ou serviços, por um lado, e, de outro lado, a figura dos investidores, cujo objetivo não é, fundamentalmente, compartilhar esforços e partilhar dos resultados, na forma de lucros, mas sim aportar e expor seu capital ao risco – e à possibilidade de retorno a ele associada – do novo empreendimento, visando uma venda futura de sua participação, podendo contribuir ou não com outros tipos de recursos, como capital humano e *know how* específico sobre determinados assuntos. A segregação se dá, ainda, sob a perspectiva da geração de valor: a organização societária comporta diferentes perspectivas a respeito do valor que pode gerar, distintas para cada tipo de investidor.

Assim como nas grandes companhias, progressivamente nas pequenas e médias sociedades inovadoras é possível verificar uma distinção dos interesses imediatos de cada sócio ou acionista. A cada nova rodada de investimentos, novos investidores podem ingressar, cada qual com perspectivas de rentabilidade e prazos de maturação de investimento distintos, permanecendo os fundadores em geral na posição de controle e como representantes diretos do objetivo inicial da atividade. Sob essa perspectiva, percebe-se com nitidez – e aqui está o problema na teorização homogeneizante de Jaeger – o enorme potencial de *heterogeneidade* de interesses de diferentes acionistas, que a eventual abertura de capital só faz exacerbar (Angelici, 2010). Essa constatação da heterogeneidade do interesse dos acionistas nos leva à raiz da concepção contratualista da sociedade, origem da teorização do fim comum como critério jurídico unificador dos interesses contrastantes dos sócios.

Uma das expressões clássicas dessa raiz é “O Contrato Plurilateral”, de Tullio Ascarelli (1969). É conhecida a distinção proposta por Ascarelli entre os contratos de permuta, de um lado, e os contratos pluraterais, de outro. A distinção entre esses dois tipos diz respeito, seguindo seu argumento, ao uso, ou aproveitamento, dos bens afetados pelo contrato. Nos contratos de permuta, o contrato implicaria apenas uma divisão ou repartição dos bens, de modo que o seu uso, mediante a conclusão do contrato, fica ao critério do seu novo titular, no âmbito de sua autonomia privada, limitada apenas pela legalidade. Já nos

contratos plurilaterais, seria justamente o aproveitamento dos bens afetados o objeto do contrato entre as partes – isto é, o contrato disciplina como o bem será usado dali em diante.

A ideia de fim comum é, então, determinante para a qualificação do contrato plurilateral. Nos contratos de permuta, a ideia de fim ou escopo não tem autonomia, dizendo respeito ou à própria função do contrato, de modo genérico (*e.g.* troca de um bem por um preço em dinheiro), ou às motivações subjetivas de cada parte no que diz respeito à atividade posterior à conclusão episódica do contrato. Nos contratos plurilaterais, contudo, essa noção é autônoma e integra a estrutura do contrato. O contrato plurilateral só é entendido à luz da presença de uma finalidade ulterior, *comum* a todas as partes contratantes: "uma vez constituída, visa uma finalidade comum a todos os sócios, todos interessados na melhor realização dela; constitui um instrumento que, uma vez constituído, favorece a todos os sócios" (Ascarelli, 1969, p. 258).

Essa finalidade comum pode ser lida pelo olhar contemporâneo tanto por uma perspectiva positiva como por uma negativa. Em uma perspectiva positiva, se se adota uma concepção organizativa, procedimental, do interesse social, que reconhece a pluralidade – e heterogeneidade – de interesses envolvidos pela organização societária (incluindo a heterogeneidade de acionistas), a presunção jurídica de uma comunalidade de interesses, bem como a tentativa de afirmação de seu conteúdo substantivo, perde poder explicativo. O objetivo, ou interesse, da sociedade, enquanto organização, "passa a ser identificado com a estruturação e organização mais apta a solucionar os conflitos" entre os diversos interesses contrastantes, vinculados juridicamente na organização (Salomão Filho, 2015, p. 45). Não se trata de pré-definir, mas de organizar interesses.

No entanto, por uma perspectiva negativa, é possível atualizar[158] a ideia de finalidade comum. Para tanto, é relevante uma leitura atenta das referências empregadas por Ascarelli na construção de seu argumento, bem como do momento histórico específico em que concebeu e publicou "O Contrato Plurilateral".

---

[158] Por atualização, entendo uma interpretação de um texto escrito em um contexto histórico particular, com vistas a resgatar potenciais nele contidos que permitam refletir sobre um problema contemporâneo, distinto daquele visado por seu autor original – e, possivelmente, não concebível para ele. A hipótese é a de que os conceitos e os argumentos mobilizados pelo autor original podem ser úteis para reformular questões que digam respeito somente ao intérprete, seja para indicar-lhe um novo rumo de pesquisa seja, com alguma sorte, para aproximá-lo de uma resposta a essas questões. A fonte de inspiração, aqui, é o recente trabalho de Marcos Nobre (2018), que aplica esse método à interpretação da *Fenomenologia do Espírito* de G. Hegel.

"O Contrato Plurilateral" foi publicado por Ascarelli em 1945, em português, na primeira edição da coleção de textos *Problemas das sociedades anônimas e direito comparado* e, em italiano, na coleção *Saggi giuridici*, com algumas modificações em relação ao original, em 1949. A versão em português teve uma segunda edição publicada em 1969 – que serve como base para a leitura aqui proposta – bem como edições posteriores. É curioso o fato de um jurista da estatura de Ascarelli ter escrito um texto reafirmando a ideia de sociedade como um contrato em um momento em que a ideia estava fora de moda em muitos lugares. No cenário com o qual juristas se deparavam no início do século XX, nas palavras de Francesco Galgano (2007), nada parecia tão diferente de um contrato quanto as sociedades anônimas, para as quais se previam regras rígidas sobre a sua constituição – limitando, assim, a autonomia formal dos "contratantes" – e nas quais imperava a regra da decisão pela maioria das ações e o empoderamento dos administradores na tomada de decisão – deixando para trás a ideia de consentimento das partes contratantes, princípio basilar do direito contratual.

Naquele momento, estavam em voga as teses institucionalistas clássicas. Manifestações de figuras importantes no contexto das duas principais potências econômicas da Europa continental, Alemanha e França, são exemplares nesse sentido. Na Alemanha, Walther Rathenau (1960), que além de teórico social e político era também um industrial, foi pioneiro em denunciar um processo que denominou "substituição de conteúdo". A estrutura das sociedades anônimas, pensada para uma realidade em que, segundo ele, os acionistas estavam diretamente envolvidos na atividade das empresas em que investiam, a exemplo das pequenas empresas familiares, não dava conta de lidar com o novo conteúdo dessas estruturas, isto é, as funções desempenhadas pela grande empresa, verdadeiro fator da economia nacional. A boa administração da grande empresa não era apenas uma questão limitada ao interesse de seus próprios acionistas, mas que dizia respeito ao interesse público. Rathenau atribuía à indústria o papel de principal vetor do desenvolvimento tecnológico alemão – papel central, portanto, para o crescimento econômico da nação[159]. Para que a

[159] "[L]'industria ha assunto la responsabilità della massima parte della ricerca tecnica. Essa non può più, come cent'anni fa, contentarsi di imitare controvoglia e dopo lunga esitazione un'innovazione straniera" (Rathenau, 1960, p. 942). Escrevendo em plena Primeira Guerra Mundial, adiciona: "Si esige come ovvio della nostra economia che fornisca, nel momento del bisogno, il miglior sottomarino, la più forta flotta aerea, la più poderosa riserva di munizioni, che dall'aria tragga gli esplosivi e dell'argilla i fiammiferi, perchè di molte materie prime ha scarsa disponibilità: ma allora si feve anche lasciarle la necessaria libertà di sviluppo e di

empresa cumprisse esse papel, era necessário conferir *estabilidade* à sua administração, que não poderia ficar à mercê de interesses individuais egoístas de seus acionistas[160], nem ter sua liberdade de ação tolhida por eles. Isso implicava reconhecer o poder de decisão da maioria acionária e uma ampla liberdade de ação para os administradores.

Na França, o comercialista Georges Ripert (1946), seguindo a trilha dos estudos de Émile Gaillard[161], caminhou num sentido parecido ao de Rathenau. Ripert entendia que a concepção da sociedade anônima como um contrato formado por acionistas em pé de igualdade, manifestando seu livre consentimento sobre suas disposições, não havia resistido às necessidades econômicas e servira ao propósito conveniente de ocultar a característica fundamentalmente capitalista da empresa. O acionista minoritário não poderia e nem mesmo teria interesse em participar e fazer valer as suas opiniões sobre os negócios sociais, sendo equiparável, do ponto de vista econômico, a um credor da sociedade[162]. As modificações legislativas realizadas no sentido de instituir deveres às maiorias acionárias, ampliando suas discricionariedade nas decisões negociais, corroborariam sua percepção[163]. A ideia de sociedade anônima como um contrato deveria, portanto, ser abandonada, dando lugar a uma legislação que reconhecesse a realidade da concentração de poder de gestão e absenteísmo de acionistas investidores.

---

decisione e non imporle come unica legge le pretese codificate a favore dei membri di società d'affari constituite tra commercianti" (Rathenau, 1960, p. 947).

[160] Rathenau distinguia entre acionistas investidores de longo prazo, comprometidos com o desenvolvimento da empresa, e acionistas especuladores, comprometidos apenas com o próprio interesse de perceber dividendos ou vender as ações em curto prazo para lucrar. Criticava, nesse sentido, a possibilidade de acionistas terem direito a voto em assembleias sem um período mínimo de retenção das ações e argumentava pela possibilidade de retenção de lucros para reinvestimento nas próprias atividades da empresa, à critério da administração: "il principio delle limitate distribuzioni di dividendi e dell'accumulazione di forti riserve, cioè di reserve occulte, affidate alla discrezione responsabile dell'amministrazione; questo principio, in cui consiste la vera forza di difesa delle nostre impresa e che è stato ed è oggeto di attachi come in nessun altro paese, ci costringe ora ad una sosta e ci indica che siamo di nuovo in prossimità di un limite della valutazione privatistica degli interesse economici" (Rathenau, 1960, p. 944).

[161] A associação entre Gaillard e Ripert é proposta por Martin Gelter (2010).

[162] "[L]'actionnaire a un droit contre la société. Il a apporté des biens et il est créancier à raison de son apport, dont il n'a plus la propriété. Si juridiquement l'actionnaire s'oppose à l'obligataire, au point de vue économique il y a ressemblance et non opposition" (Ripert, 1946, p. 102).

[163] "Le plus souvent, le législateur sachant bien que les actionnaires ne sauront pas se défendre eux-mêmes, les défend (...) Les lois récentes sur les sociétés contiennet un code des délits et des peines (...) [por pénaliser l']usage des pouvoirs et des voix contraire aux intérêts de la société dans un but personnel ou pour favoriser une autre société" (Ripert, 1946, p. 100). E prossegue: "Cette institution capitaliste ne saurait être démocratique. Il faut avoir le courage de le dire, dut-on la compromettre auprès du pouvoir politique (...) Si on ne l'a pas dit tout de suite, c'est qu'il fallait conquérir la liberté. Il n'était pas de meilleur moyen que de représenter la société anonyme comme fille de la liberté contractuelle" (Ripert, 1946, pp. 104-105).

Essa crítica à concepção contratualista como ilusória ou inadequada à realidade da grande empresa é o elo comum das diversas teses que foram abarcadas sob a nomenclatura de institucionalismo. Em linhas gerais, a proposta institucionalista afirma, naquele contexto, que o ponto de partida de uma nova reflexão sobre as sociedades, sobretudo as sociedades anônimas, estrutura jurídica da grande empresa, deveria ser a percepção fundamental da segregação entre os objetivos da empresa, organizada sob uma lógica voltada à produção, ao crescimento e, no limite, à perpetuidade, e os objetivos de seus acionistas, que poderiam ser múltiplos e variáveis, de curto ou longo prazo.

Poderíamos atribuir o apego de Ascarelli à perspectiva contratualista a um certo corporativismo italiano, dado que boa parte dos juristas daquele país resistiram ao institucionalismo teórico[164]. Mas o cosmopolitismo e o interesse de Ascarelli pelo estudo do direito comparado nos alertam contra essa associação. Mais do que isso, a perspectiva historicista[165] que o caracteriza torna plausível a hipótese de que sua proposta não era simplesmente resgatar sem mais uma teoria ultrapassada, como a perspectiva contratualista em sua versão original, mas engajar-se com o estado da arte da discussão teórica sobre as sociedades naquele momento e mostrar as suas deficiências.

---

[164] Ver, nesse sentido, França (1993, p. 50).

[165] Ascarelli é, no dizer de Miguel Reale (1979), um historicista, herdeiro de uma tradição filosófica italiana particular que se opôs ao positivismo lógico preponderante nas primeiras décadas do século XX. No que diz respeito ao direito, em linhas gerais, o positivismo lógico configura uma atitude particular em relação ao conhecimento jurídico que afirma o caráter racional – e, nesse sentido, unívoco – do direito, entendido como uma *ciência*, tal qual as ciências naturais. O direito posto, na compreensão positivista de então, é entendido como um fenômeno de caráter neutro ou natural, cujo conhecimento é *atingido* pelo exercício intelectual do intérprete, mediante interpretação dos textos legislativos com o emprego de regras lógicas formais, que resulta em uma elucidação, ou em uma *declaração*, do conteúdo das normas ou da intenção do legislador abstratamente considerado. Nessa linha, trata-se o produto da atividade do jurista como análogo ao produto da investigação de um químico, por exemplo, que investiga, *descobre* e enuncia uma reação química particular, cuja ocorrência e frequência independem de qualquer intenção ou juízo de valor de sua parte. No mesmo sentido, portanto, descarta-se qualquer juízo valorativo no exercício da interpretação do direito por parte do jurista. Pouco a pouco, o jurista italiano foi desenrolando o novelo de sua concepção para rejeitar a ideia "declarativa" da missão do jurista e afirmar, pelo contrário, o seu fundamental papel na *criação* do próprio direito. Esse papel criativo manifesta-se *na história*. Juristas – entendidos por Ascarelli de modo amplo, como juízes, advogados e doutrinadores, todos os envolvidos na interpretação e aplicação do direito – são chamados, por profissão, a responder questões que dizem respeito a problemas concretos. Frente a um ordenamento incompleto, fruto de um descompasso entre as dinâmicas da realidade social e da produção legislativa, esses intérpretes, em busca de uma resposta, são forçados a mobilizar conceitos, examinar teorias e enfrentar argumentos divergentes. A resposta final é, por um lado, resultado de um exame detido de todos esses fatores e implica um ato de criação do direito que não pode prescindir de uma análise valorativa de sua parte. Quais são as explicações mais convincentes? Qual solução atende melhor a finalidade de um instituto, a necessidade de certeza, por um lado, e de justiça e equidade, por outro? Nenhuma dessas questões, diria Ascarelli, pode ser respondida por meio de uma simples operação lógica ou matemática. Direito e ciência do direito, portanto, não se separam: fazer ciência do direito, entendida não como uma ciência natural, mas uma atividade interpretativa particular, é também *criar* direito. Para uma mescla de biografia e interpretação do conjunto da obra de Ascarelli, v. Reale (1979) e o capítulo dedicado a Tullio Ascarelli na obra de Bobbio (2007).

Os conceitos de estrutura e função são fundamentais para a compreensão de Ascarelli a respeito da interpretação jurídica de modo geral – e para a compreensão de "O Contrato Plurilateral" em particular. Correspondem, grosso modo, à dicotomia entre ordenamento jurídico e realidade social. Ascarelli confere complexidade ao papel do intérprete, que deve trabalhar no espaço entre esses dois polos. Por um lado, o intérprete não pode descuidar da realidade que o circunda ou, mais especificamente, da *função* que os conceitos e teorias que mobiliza em sua atividade desempenham na prática, sob pena de incorrer em um exercício de conceitualismo vazio. Por outro lado – e isto é fundamental – ele não está *à mercê* dessas funções. Sua leitura não é, e não deve ser, a de um observador desengajado, que simplesmente observa e aceita o que ocorre nas interações sociais. A especificidade do trabalho do bom jurista reside na forma de ordenação e julgamento particulares ao direito ou, mais especificamente, na *estrutura* de compreensão por meio da qual o direito aborda os fenômenos sociais. Essas considerações servem como baliza para uma releitura de seu texto seminal.

Ascarelli abre o texto com uma citação de Hugo Grócio, que distingue duas modalidades dos chamados contratos a título oneroso a partir do *tipo de relação* que estabelecem entre as partes[166]. Há contratos que "separam as partes" e contratos que "criam uma comunhão" entre elas. Essa comunhão pode ser de atos ou de coisas, ou propriedades, sempre destinadas a uma utilidade ou propósito comum. A razão dessa citação fica logo evidente: Ascarelli atribui aos teóricos contratualistas tradicionais das sociedades empresárias o pecado de não se atentarem para essa distinção fundamental. Desse pecado decorrem, por um lado, a dificuldade da teoria contratualista em "explicar a exclusão, no contrato de sociedade, de algumas normas dos contratos, ou o conflito de algumas destas com óbvias exigências práticas" e, por outro lado, o abandono dessa teoria pelos juristas que caminhavam em direção ao institucionalismo, para os quais "era difícil explicar a aplicação de numerosas normas dos contratos à constituição da sociedade" (Ascarelli, 1969, p. 256).

[166] O trecho referido por Ascarelli consta assim de uma tradução: "Permutatorial acts either separate the parties or produce a community between them (…) Acts communicatory, either establish a community of acts, or of property on the one side, acts on the other for the common utility; all which are called Partnership" (Whewell, 1853, pp. 156-158). Os "permutatorial acts" são os contratos aos quais Ascarelli atribui a qualificação de "a título oneroso", e não se referem apenas aos contratos de permuta, que são denominados por Grócio, seguindo a tradução, com o termo espcífico "Exchange" – para Ascarelli, permuta ou escambo.

O problema fundamental que Ascarelli se propõe a enfrentar, portanto, é o de resgatar a teoria contratualista desse equívoco básico. Nesses termos, não se trata simplesmente de reafirmá-la[167], mas de reconstruí-la sobre novas bases. Essas bases, em linha com a perspectiva hermenêutica do jurista italiano, devem ser propostas levando-se em conta, primariamente, "o aspecto estrutural e não aquêle econômico (ou funcional)", isto é, o *ponto de partida* da resposta deve ser o direito, e não as necessidades práticas ou os critérios de outra ordem, como os critérios econômicos. Isso significa que, ainda que as funções devam ser levadas em consideração, há um *método* de trabalho a seguir: tomar os critérios estruturais como ponto de partida proporciona "uma certeza jurídica que, no contrário, não pode ser própria a critérios econômicos" (Ascarelli, 1969, pp. 256-257, N.R. 2).

A via de resgate da teoria contratualista parte da distinção entre os contratos "que separam as partes" – que Ascarelli denomina contratos de permuta – e os que "criam uma comunhão" entre elas – os contratos plurilaterais, dentre os quais os contratos de sociedade. Ascarelli estabelece a estrutura dos contratos plurilaterais na seguinte passagem:

> "Com efeito, podem as normas jurídicas visar quer uma 'repartição' de bens, quer, porém, ao contrário, uma **'cooperação' na utilização dêles**. Na primeira hipótese o aproveitamento, sucessivo, do bem por parte do sujeito fica, em principio no âmbito geral do lícito jurídico; na segunda hipótese, ao contrário, é, êle, objeto de disciplina jurídica, e, portanto, o contrato assume um cunho 'instrumental' quanto à disciplina das sucessivas relações jurídicas das partes. Dada a importância da idéia de propriedade, considera-se, talvez prevalecentemente, a primeira hipótese: o direito foi, por isso, prevalecentemente considerado sob um aspecto que poder-se-ia chamar de 'distributivo'. **O segundo aspecto, que, de modo geral, poder-se-ia chamar ele 'cooperativo', não é, no entanto, de escassa importância**" (Ascarelli, 1969, p. 257 – grifou-se).

A distinção básica entre os contratos de permuta e os contratos plurilaterais, como assinalado acima, diz respeito à *forma* de uso, ou "aproveitamento", dos bens afetados pelo contrato. Nos contratos de permuta, o contrato implica apenas uma divisão ou "repartição" dos bens, de modo que o seu uso, mediante a conclusão do contrato, fica ao critério do seu novo titular, no âmbito de sua autonomia privada, limitada apenas "no âmbito geral do lícito jurídico", isto é, pela legalidade. Nos contratos plurilaterais, contudo, é justamente o

[167] Como uma leitura apressada do título do subitem "Reafirmação da teoria tradicional do contrato de sociedade" poderia sugerir.

aproveitamento cooperativo do bem o objeto do contrato entre as partes, isto é, o contrato disciplina como o bem será usado dali em diante.

Na nota de rodapé nº 3, Ascarelli refere esse argumento à obra de um jurista do século XIX hoje pouco conhecido, o russo Nikolai Korkunov. A obra em questão, *Théorie Générale du Droit*, foi traduzida do original e publicada em francês em 1903 (versão referida por Ascarelli no texto) e em inglês em 1909. Consultando a segunda edição da tradução para o inglês, de 1922[168], encontram-se referências do tradutor americano a resenhas do livro que destacam, sobretudo, o caráter inovador da distinção proposta por Korkunov entre o direito público e o direito privado. Justamente nessa distinção encontra-se a explicação ampliada do argumento de Ascarelli.

Nessa obra, Korkunov (1922, pp. 251-258) propõe uma distinção entre direitos privados e direitos públicos que não toma por critério o sujeito titular do direito (o particular e o Estado, por exemplo), mas a *forma de relação* entre o sujeito e o objeto. Uma forma possível de relação é a divisão do objeto em diversas partes e sua *distribuição*, cada qual atribuída a um único sujeito. Nesse tipo de relação, que estabelece o que é "meu" (*meum*) e o que é de "outro" (*tuum*), é assentada a ideia de propriedade privada. Há uma segunda possibilidade, no entanto, que implica não a divisão, mas a *adaptação* do objeto à realização conjunta de certos interesses dos sujeitos. Uma particularidade dos objetos que se prestam a esse tipo de relação adaptativa é a *impossibilidade de serem apropriados por um sujeito de modo exclusivo*, sob pena de destruição do próprio objeto ou, mais especificamente, de sua abertura a um uso comum. Korkunov exemplifica seu argumento com as imagens de um rio navegável e de uma estrada pública. Qualquer pessoa que estabelecesse uma barragem de contenção do rio ou construísse sua casa sobre a estrada simplesmente destruiria a possibilidade de uso comum desses bens.

A forma específica assumida pela relação determina o conteúdo dos direitos a ela associados. Direitos privados são aqueles, portanto, que dizem respeito a relações de distribuição – para Ascarelli, de repartição –, enquanto direitos públicos dizem respeito a relações de adaptação – para Ascarelli, de cooperação. Quanto ao objeto dessas relações, o titular de um direito privado é autorizado a fazer desse objeto o que bem entender, seja usar,

[168] Sobre a qual o tradutor afirma ter realizado apenas ajustes tipográficos em relação à primeira edição.

seja dispor dele. Esse titular é sempre alguém identificado. O titular do direito público, no entanto, não tem esse poder de disposição do objeto, e tem uma obrigação de usá-lo de modo compatível com o uso pelos demais sujeitos. Esse titular não é alguém identificado, mas identificável, já que o caráter comum do bem abre a possibilidade de agregar novos sujeitos ao uso de um mesmo objeto – daí a caracterização dos contratos plurilaterais como "contratos abertos", indicada mais adiante no texto por Ascarelli (1969, pp. 283-284), que implicam uma "permanete oferta de adesão a novas partes" e nos quais "a saída de um sujeito é compatível com a possibilidade de continuação do grupo".

É essa definição de bem público proposta por Korkunov, que não se confunde com a definição contemporânea, sendo muito mais próxima ao conceito de *bem comum* (*commons* ou *common-pool resource*)[169], que compõe, para Ascarelli, a *condição de inteligibilidade*, o valor de referência do conceito de contrato plurilateral, de modo geral, e de contrato de sociedade, em particular. É a partir dessa ideia que pensar a sociedade como um contrato faz sentido. E é a partir da articulação dessa ideia que Ascarelli pensa os "elementos formais" básicos dos contratos plurilaterais. Em primeiro lugar, a possibilidade de participação de mais de duas partes, que dialoga com a abertura característica dos bens públicos descritos por Korkunov e, em segundo lugar, a atribuição de direitos e obrigações a todas as partes não para com "uma outra", mas para com todas os outras, que indica o caráter cooperativo da relação, dado que os limites de ação de cada parte são *constrangidos* pela possibilidade de ação das demais partes, como forma de preservação do caráter comum de seu objeto. Relações entre sócios são, em outros termos, relações *distributivas*, e não comutativas.

Mais adiante, Ascarelli apontará a "função instrumental" dos contratos plurilaterais. Com esse conceito, Ascarelli indica que o contrato não se esgota com o adimplemento das obrigações necessárias à sua conclusão – a subscrição e integralização do capital, por

---

[169] A referência, aqui, é a definição proposta por Elinor Ostrom (1990), que distingue bens públicos (caracterizados pelo fato de o uso individual do bem não excluir a possibilidade de uso por terceiros) e bens comuns, ou *common pool resources* ("CPR"), justamente sujeitos à possibilidade de *superapropriação* individual e, consequentemente, de esgotamento e desaparecimento. CPR são entendidos como sistemas de provisão de recursos ("*resource systems*"), que produzem "unidades de recurso" ("*resource units*") sujeitas a apropriação individual: "[There is] confusion about the relationship of CPRs to public or collective goods (…) The relatively high costs of physically excluding joint appropriators from the resource or from improvements made to the resource system are similar to the high costs of excluding potential beneficiaries from public goods (…) But one's use of a weather forecast does not subtract from the availability of that forecast to others, just as one's consumption of public security does not reduce the general level of security available in a community. 'Crowding effects' and 'overuse' problems are chronic in CPR situations, but absent in regard to pure public goods" (Ostrom, 1990, p. 32).

exemplo. A execução de atividades por meio da criação de uma organização é da substância do próprio contrato, é a sua *função* propriamente dita. Isso implica, em primeiro lugar, que o prazo dos contratos plurilaterais não diz respeito ao adimplemento das obrigações por cada parte, mas sim ao prazo de duração da própria organização criada.

Em segundo lugar, essa característica aponta para a existência de duas ordens de normas que disciplinam esses contratos: (i) as normas gerais, "próprias do contrato plurilateral concluído", que dizem respeito à sua *estrutura*, e (ii) as normas específicas à organização criada, relacionadas às atividades que a organização desenvolverá para atender aos interesses dos associados, isto é, que dizem respeito à *função* a ser desempenhada pelo contrato plurilateral. Ascarelli é claro ao indicar uma relação de subordinação: as normas do nível funcional não podem ser incompatíveis com as normas do nível estrutural. O exemplo aqui é o da sociedade leonina, indicado na nota de rodapé nº 64:

> "As normas sôbre a sociedade leonina visam, precisamente, impedir que o sócio (qualquer que seja a sua entrada) seja defraudado dessa participação: limitam, por isso, a possibilidade de utilizar o contrato de sociedade para atribuições indiretas a título gratuito" (Ascarelli, 1969, pp. 276-277).

Ascarelli já havia apresentado esse exemplo na nota de rodapé nº 29:

> "A tese do texto parte implicitamente da **exclusão da legitimidade** de um contrato plurilateral em que uma das partes goze de direitos sem ter obrigações (por ex., goze do direito de participar nos lucros sem ter o dever de participar nas perdas): é o problema versado na teoria da sociedade leonina" (Ascarelli, 1969, p. 267 - grifou-se).

Decorre daí que repartições não equitativas – ou *superapropriações* de recursos da organização – são *incompatíveis com a estrutura do contrato plurilateral*. Medidas que "defraudam" o sócio de sua participação, como ocorre no exemplo da sociedade leonina, são ilegítimas. Outra decorrência importante dessa constatação é a referência sobre a disciplina das relações internas entre os sócios, que dizem respeito aos "direitos e obrigações quanto à gestão da organização" e que se referem "à gestão, à administração" e ao "contrôle" da organização comum. Essas regras, que dizem respeito ao funcionamento da organização, à "ulterior utilização" do contrato já constituído, encontram-se no nível funcional. É nesse

nível, portanto, que se admite a deliberação por maioria que, "ao contrário, é inadmissível nos demais contratos" (Ascarelli, 1969, p. 292). Por dizer respeito ao nível funcional, a regra da maioria não pode deliberar sobre questões que afetem a própria estrutura (conceitual) do contrato. Em outros termos, o poder da maioria não pode sujeitar a minoria a decisões que desnaturem a relação cooperativa, de criação de um bem comum a todos os sócios. Não pode, portanto, *apropriar-se* desse bem comum, atentando contra a sua estrutura.

É nessa linha que faz sentido, resgatando elementos da teoria de Mengoni, vista acima, pensar uma definição negativa do interesse dos sócios. Se não se revela produtivo ou desejável, nos dias atuais, conceber uma sociedade empresária a partir de uma finalidade – ou um interesse – positiva comum a todos os sócios, continua a fazer sentido definir esse interesse pela negativa: o interesse fundamental que unifica os sócios é o de *não ter expropriada* – ou "defraudada", nos termos de Ascarelli – sua participação na sociedade. Por óbvia que possa parecer, essa compreensão afirma a noção da empresa como um empreendimento essencialmente de risco. Ao sócio – seja ao controlador, seja ao não controlador –, o direito *não garante* o retorno de seu investimento. Dividendos, por exemplo, são pagos à conta dos lucros, e o direito serve à organização do seu pagamento (*e.g.* no estabelecimento de regras de dividendo mínimo, art. 202, LSA), garantindo a cada sócio uma distribuição *pro rata*, sob critérios conhecidos de antemão. O que o direito societário não faz, e seria absurdo se o fizesse, é garantir a existência de lucros a serem repartidos entre os sócios. A preocupação jurídica é direcionada, nesse sentido, à garantia de que, uma vez feito, o investimento *não* será apropriado por outrem[170].

O termo "participação" deve ser entendido em sentido amplo, compreendendo não só os recursos econômicos, mas também os políticos – como bem ilustra a correta decisão do Caso GPC, referida acima – que, no limite, representam o acesso aos recursos econômicos da sociedade. Qualquer deliberação que tenha por resultado potencial uma apropriação de recursos da sociedade, i.e., que altere a relação distributiva de recursos econômicos e políticos vigente em um determinado momento da existência da sociedade, favorecendo um

[170] Ou, nos termos de Denozza (2010, p. 27), trata-se de uma condição mínima para que a função de coordenação da sociedade seja possível – i.e., se é possível a um dos agentes envolvidos apropriar-se dos *inputs* dos demais, em circunstâncias nas quais a criação de novos recursos a serem repartidos é *incerta* – sendo a atividade empresarial uma atividade de risco –, a relação societária simplesmente não se realiza, ou *não tem sentido*.

sócio em prejuízo dos demais ou, em outros termos, implica distribuições não *pro rata*, configura um risco de lesão ao interesse dos sócios em sentido negativo.

Dessa definição negativa do interesse dos sócios decorre uma definição positiva do conflito de interesses em deliberações societárias: qualquer sócio (seja em deliberações assembleares, seja em deliberações no seio da administração, quando ocupa posições de gestão) ou administrador que estiver em posição de, em uma determinada deliberação, influir para (ou, no caso de controladores, determinar) a concretização desse resultado que potencialmente gera uma redistribuição de recursos econômicos ou políticos da sociedade em seu favor, ou em favor de terceiros a ele vinculados – i.e., estiver em posição de exercício de um poder que vincula a organização societária –, estará em posição de conflito de interesses.

É esse o sentido da última parte do art. 115, §1º, bem como do art. 156, *caput*, da LSA. As referências ao "interesse conflitante com o da companhia" ali presentes podem ser lidas sob essa perspectiva contratualista renovada: trata-se do interesse social – enquanto interesse comum dos acionistas – em sentido negativo, que diz respeito a redistribuições não *pro rata* em favor de um dos acionistas ou administradores. Quando identificável a partir dos termos do negócio jurídico ou da reestruturação econômica e/ou política da companhia submetidos a deliberação – algo que, como já argumentado, deve ser a regra –, a consequência prevista é a proibição de o acionista ou administrador potencialmente beneficiado pela redistribuição tomar parte na deliberação e votar. Quando identificado após a deliberação, o aspecto distributivo fica evidente quando se observam as demais consequências: em ambos os casos, a deliberação pode ser anulada (algo especialmente relevante no caso das redistribuições de recursos políticos) e as vantagens (evidentemente econômicas) obtidas pelo acionista ou administrador devem ser reembolsadas à sociedade, restaurando o equilíbrio distributivo perturbado (arts. 115, §4º, e 156, §2º, LSA).

Retomando o que foi dito anteriormente, situações de conflito de interesse dizem respeito à exposição dos acionistas a um risco *distinto* do risco natural a qualquer atividade empresarial: um risco de expropriação ou, mais precisamente, de redistribuições não *pro rata* de recursos econômicos e políticos. Nesse sentido, a identificação de conflitos de interesses em deliberações societárias responde a uma pergunta também distinta daquela que, presumivelmente, qualquer gestor ou investidor deve se fazer: não (ou não apenas) se

o negócio em questão *é bom* para a companhia, mas se, mesmo sendo possivelmente bom, por qualquer critério, implica um risco de redistribuição indevida ou, nos termos de Mengoni, injustiça distributiva[171]. Trata-se de uma dicotomia bastante próxima à distinção, proposta pela literatura norte-americana, entre *shirk* e *steal*, apresentada no capítulo anterior. Conflitos de interesses em matéria societária, do ponto de vista jurídico, nessa linha, dizem respeito a situações de potencial *stealing*, de expropriações indevidas de recursos políticos e econômicos.

2.3. Alguns anacronismos na era da governança corporativa

Se o resgate das origens do debate doutrinário brasileiro é útil para esclarecer pontos de dúvida quanto ao desenvolvimento do conceito de conflito de interesses, é importante colocá-lo em perspectiva histórica. Os textos que retomei na seção anterior datam de uma época na qual o mercado de capitais italiano era pouquíssimo desenvolvido e a CONSOB, agência italiana análoga à CVM, não havia sido criada. Um fato revelador é a percepção sobre o perfil do acionista não controlador – que, de certa maneira, é atualizada no texto de revisão de Jaeger (2000). Esse acionista era pensado como essencialmente desinteressado, ou mesmo incapaz, de participar do processo decisório da companhia. O crescimento global – e o reconhecimento – da importância do mercado de capitais no financiamento da atividade produtiva, em especial a partir da virada para o século XXI, mudou radicalmente esse cenário.

O Brasil está inserido nesse processo histórico. A mesma percepção sobre a fragilidade dos investidores era compartilhada pelos autores intelectuais da infraestrutura regulatória do direito societário brasileiro. Na série de artigos que publicaram na imprensa

---

[171] Uma distinção percebida por Adolf Berle e Gardiner Means: "[All] powers granted to a corporation or to the management of a corporation or to any group within the corporation, whether derived from statute or charter or both, are necessarily and at all times exercisable only for the ratable interest of all the shareholders as their interest appears. That, in consequence, the *use* of the power is subject to equitable limitation when the power has been exercised to the detriment of their interest, **however absolute the grant of power may be in terms, and however correct the technical exercise of it may have been** (…) in every case, corporate action must be **twice tested**: first, by the technical rules having to do with the existence and proper exercise of power; second, by equitable rules somewhat analogous to those which apply in favor of a *cestui que trust* to the trustee's exercise of wide powers granted to him in the instrument making him a fiduciary (…) where no showing of benefit can be made, and where one group within the corporation is to be sacrificed for the benefit of another, it would, equally, circumscribe the use of certain absolute powers" (Berle e Means, 1932, pp. 248-249 – grifou-se).

com o intuito de divulgar os fundamentos e objetivos da nova LSA[172], Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira deixam transparecer sua descrença, naquele momento, em um modelo democrático de sociedade anônima, com investidores ativos, que cobrassem resultado e exigissem prestações de contas dos administradores e controladores. Na palavras de Lamy Filho (1972), "seria anti-histórico" pretender acionistas ativos naquela "fase da vida econômica do país"[173].

Na estratégia traçada naquele momento, propunha-se o duplo objetivo de criar estruturas jurídicas adequadas à formação de grandes conglomerados sob controle de empresários brasileiros e de desenvolver um mercado de capitais que pudesse substituir o Estado na função de financiador da indústria nacional. Na virada do século, reconheceu-se amplamente que a estratégia de desenvolvimento do mercado de capitais havia fracassado, tendo o número de companhias abertas brasileiras se mantido relativamente baixo, assim como a participação do mercado acionário no financiamento empresarial, e o perfil familiar, de controle concentrado de grande parte das companhias brasileiras, se mantido estável[174].

A relativa reversão dessa tendência a partir dos anos 2000 caminha em paralelo, e tem forte ligação, com a consolidação do movimento de governança corporativa no país[175]. Uma das partes importantes do diagnóstico dos problemas a serem enfrentados para reviver o mercado bolsístico brasileiro dizia respeito à grande assimetria de poderes entre controladores e não controladores, favorável aos primeiros, tanto sancionada pela LSA como fruto de outras fragilidades institucionais. Estudos econométricos comparativos que

---

[172] Reproduzidos, com poucos ajustes, em Lamy Filho e Bulhões Pedreira (1992).

[173] Vale atentar para o fato de que, naquele momento, o estímulo ao absenteísmo era, basicamente, uma política de Estado, em vista da estratégia de estímulo ao mercado de capitais via incentivos fiscais que buscava canalizar poupanças particulares para as companhias indiretamente, autorizando a transferência de parte dos valores devidos de imposto de renda para fundos especiais (os chamados "Fundos 157", criados pelo Decreto 157/67). Os recursos desses fundos, mantidos por instituições financeiras, eram majoritariamente destinados à compra de ações e debêntures. As aplicações eram destinadas sobretudo à compra de ações preferenciais sem direito a voto, o que contribuiu para a criação "forçada" de uma ampla e dispersa base acionária, sem possibilidade de intervenção nos negócios sociais. O resultado foi um estímulo artificial a numerosas emissões de ações e um processo de reforço à concentração do controle de ações votantes em virtualmente todas as companhias abertas (v. Hansmann, Gilson e Pargendler, 2010).

[174] Para um diagnóstico das causas de atrofia do mercado de capitais brasileiro na virada do século XX, v. MB Associados (2000) (destacando um círculo vicioso entre, de um lado, a política de fornecimento de subsídios estatais alternativos ao financiamento via mercado, como os Fundos 157 e o BNDES, mais atrativos do que a perspectiva de abertura de capital e, de outro lado, a resistência à perda de raios de manobra de gestão pelos controladores brasileiros, implicada pela oferta de ações ao mercado).

[175] Pode-se estabelecer como marco-base da institucionalização do discurso de governança corporativa no Brasil a mudança de nome, em 1999, do antigo Instituto Brasileiro de Conselhos de Administração para Instituto Brasileiro de Governança Corporativa.

propunham quantificar a extração de benefícios privados de controle por acionistas controladores[176], realizados na virada do século, apontaram que o Brasil era uma das jurisdições onde essa possibilidade de extração era mais alta[177].

Questionava-se, por um lado, a virtual inexistência de mecanismos, internos à companhia, de monitoramento e participação de não controladores, somado à possibilidade de emissão de ações preferenciais sem direito a voto em grande proporção do capital social. Por outro lado, a dificuldade de não controladores obterem ressarcimento por prejuízos e expropriações de valor por acionistas controladores pela via judicial, tanto pelo alongamento dos processos permitido pela legislação processual brasileira, como por um alegado despreparo de juízes de carreira brasileiros para lidar com disputas societárias complexas (Coutinho e Rabelo, 2003). As mudanças na LSA em 2001 e 2007, a criação dos segmentos especiais de listagem pela então Bolsa de Valores de São Paulo (atual B3), em especial o Novo Mercado, e o reforço da atuação da CVM, pelas vias regulatória e sancionatória, são marcas de uma lenta sedimentação de um discurso que prega maior equilíbrio na divisão de forças internas à organização societária, que não avança sem resistências.

A discussão sobre conflito de interesses em matéria societária faz parte desse contexto mais amplo. Um exemplo bastante eloquente é o contraste entre as tentativas de

---

[176] V. Seção 1.1.1 acima.

[177] Utilizando um modelo comparativo do valor de ações do bloco de controle e ações minoritárias, com dados relativos a 1997, Tatiana Nenova (2000) identificou que, a despeito de ser capaz de, à época, controlar a companhia mediante propriedade de um sexto (16%) de seu capital total, o acionista controlador brasileiro teria a capacidade de extrair cerca de 37% do valor da companhia para si – ou seja, apropriar-se de até 21% do valor da companhia, em detrimento dos demais acionistas –, proporção muito mais elevada do que a encontrada nos Estados Unidos, por exemplo, onde os benefícios privados de controle atingiriam cerca de 1%[177]. Em estudo sucessivo (Nenova, 2001), testando o impacto da reforma de 1997 no nível de extração de benefícios privados de controle, identificou que o valor do controle das companhias constantes da amostra mais do que dobrara a partir da entrada em vigor da Lei 9.457/97. Essa lei, designada como "possivelmente [a] pior reforma do Direito Societário da história brasileira, da perspectiva dos acionistas minoritários" (Pargendler, 2013, p. 202), foi empreendida em meio ao processo de privatização e visou essencialmente permitir a maximização das receitas do Estado na venda do controle das estatais, em meio ao cenário de depressão dos preços das ações no mercado secundário. A estratégia foi concretizada, fundamentalmente, pela supressão do direito de retirada conferido aos acionistas dissidentes em caso de cisão da companhia (mediante alteração do artigo 137 da LSA) e pela supressão do *tag along*, mencionada acima (mediante revogação do artigo 254 da LSA). Assim, o Estado teria caminho livre para promover a reorganização societária de suas companhias controladas, desmembrando subsidiárias para venda separada, conforme a conveniência, sem a necessidade de reembolsar acionistas minoritários eventualmente dissidentes, e para apropriar-se da totalidade do prêmio de controle pago pelas suas ações na alienação. O efeito perverso dessa tentativa foi permitir a controladores *privados* uma janela para fechamento de capital com integral apropriação do prêmio de controle. Citando Modesto Carvalhosa e Nelson Eizirik, Mariana Pargendler aponta que "[n]o Brasil, mais de cem companhias abertas fecharam o seu capital apenas entre janeiro de 2000 e setembro de 2001 (...) [sendo que] muitas dessas companhias que optaram por sair da Bolsa o fizeram em antecipação à futura ação legislativa que aumentaria os direitos dos acionistas minoritários" (Pargendler, 2013, p. 213).

alteração do art. 115 da LSA propostas em 2001 e 2019. Em 2001, na esteira do diagnóstico de desalinhamento de interesses entre controladores e não controladores, o texto da Lei 10.303 encaminhado à Presidência da República para sanção incluía cinco novos parágrafos ao artigo 115, que permitiam a acionistas representando 10% do capital total da companhia, ou 5% do capital votante, suscitar a existência de interesse conflitante do acionista controlador em uma determinada deliberação. A deliberação pela existência ou não do conflito seria tomada por maioria simples e, caso reconhecida, restaria o acionista conflitado impedido de votar na deliberação em questão. Esses parágrafos, no entanto, foram vetados, sob a justificativa do risco "de se atribuir aos minoritários o inédito poder de, indiretamente, vetar qualquer deliberação a partir da alegação de existência de conflito do controlador, e de se desconsiderar o próprio conflito de interesses do minoritário na assembléia especial"[178]. Esse veto foi comemorado por organizações tradicionalmente defensoras dos interesses dos grandes controladores, que havia exercido forte pressão sobre o legislativo para reverter essa e outras medidas[179].

Sob a perspectiva aqui adotada, a mensagem de veto emprega um conceito incompreensível de conflito de interesses. Ainda que não se concorde, pode-se entender o argumento de que dar poder de veto aos acionistas não controladores lhes confere um poder de barganha excessivo. O que não se entende é em que medida a proibição de voto do acionista conflitado cria, automaticamente, um conflito de interesses para os demais acionistas, sendo que o negócio jurídico levado a deliberação permanece o mesmo, vote ou não o acionista conflitado, e não cria risco de redistribuição não *pro rata* em favor dos acionistas não conflitados, que podem ou não aprová-lo.

De todo modo, o interessante a notar é que, 18 anos mais tarde, uma tentativa no sentido oposto foi igualmente barrada no processo legislativo. Uma proposta introduzida ao texto-base da chamada Lei da Liberdade Econômica (Lei 13.874/19) pela Comissão Especial de Direito Societário da OAB federal, que não constava do texto da medida provisória original (MP 881/19), previa a alteração do art. 115 da LSA para incluir uma clara autorização de voto ao acionista em situação de conflito de interesses[180]. A alteração gerou

---

[178] Mensagem de Veto nº 1.213, de 31 de outubro de 2001 (grifou-se).

[179] Ver *e.g.* Relatório Anual da Diretoria da ABRASCA, 2001. Disponível em http://www.abrasca.org.br/Publicacoes/Relatorio-Anual-da-Diretoria, último acesso em 16.01.2020.

[180] O texto propunha novas redações para o *caput*, §1º e §4º do art. 115, com a seguinte redação: "Art. 115. O acionista deve exercer o direito a voto no interesse da companhia, considerando-se abusivo o voto exercido

forte controvérsia, tendo a AMEC e o IBGC capitaneado a resisitência contra a sua aprovação, e foi suprimida do texto final convertido em lei[181]. A nota pública de reprovação do IBGC afirma que:

> "A participação de um acionista em uma deliberação que possa beneficiar a si próprio em detrimento dos interesses da companhia e sem levar em conta os demais acionistas e partes interessadas fere um dos princípios básicos de governança corporativa, a equidade, caracterizada pelo "tratamento justo e isonômico de todos os sócios e demais partes interessadas (*stakeholders*), levando em consideração seus direitos, deveres, necessidades, interesses e expectativas", conforme prega o IBGC"[182]

Sob a ótica da relação controladores *v.* não controladores, esse contraste revela, como encapsulado pela declaração do IBGC, a transição de um modelo intelectual que, por um lado, pensava o acionista não controlador seja como passivo, seja como despreparado e, por outro lado, o acionista controlador como o árbitro inconteste e virtuoso dos desígnios da empresa, para um modelo no qual o *insider*, se deseja receber investimento externo, é cada vez mais confrontado tanto com investidores mais sofisticados como, fundamentalmente, com a necessidade de limitar seus raios de manobra. Como exposto no capítulo anterior[183], se quisermos aproveitar a sua melhor faceta, o discurso de governança corporativa é, na

---

com o fim de causar dano à companhia ou a outros acionistas, ou de obter, para si ou para outrem, vantagem a que não faz jus e de que resulte prejuízo para a companhia ou para outros acionistas. § 1º O acionista terá direito de comparecimento e manifestação, mas não poderá votar, nas deliberações da assembleia geral relativas: a) ao laudo de avaliação de bens com que concorrer para a formação do capital social; b) à aprovação de suas contas como administrador e à propositura de ação de responsabilidade contra si mesmo na qualidade de administrador; e c) à constituição de benefício a sua classe ou espécie de ações não extensível às demais (...) "§ 4º O potencial conflito de interesses entre o acionista e a companhia **não o priva do direito de voto**; é anulável a deliberação tomada em decorrência do voto de acionista com interesse conflitante, mediante demonstração de que não foram observadas condições estritamente comutativas ou com pagamento compensatório adequado; comprovado o prejuízo, o acionista responderá pelos danos causados e será obrigado a transferir para a companhia as vantagens indevidas que tiver auferido" (disponível em https://legis.senado.leg.br/sdleg-getter/documento?dm=7979447&ts=1570126162986&disposition=inline, último acesso em 16.01.2020 – grifou-se).

[181] O que coloca em xeque o argumento, em si problemático, de que a "intenção do legislador" na redação do art. 115 era permitir o voto do acionista conflitado, invocado após o veto a alteração proposta em 2001 (v. França, 2012). Esse argumento confunde o legislador concretamente considerado e a intenção do legislador reconstruída raiconalmente a partir do processo de interpretação jurídica. Remeter a "intenção" da lei ao legislador concreto implica ignorar a complexidade e as múltiplas influências que recaem sobre o processo legislativo, pressupondo, equivocadamente, "um autor determinado e uma vontade únivoca fundadora do texto" (v. Ávila, 2014, p. 51). De todo modo, como um mero exercício retórico, vale questionar: o que ocorre com essa interpretação após a rejeição da mudança proposta em 2019?

[182] Disponível em https://www.ibgc.org.br/blog/artigo115 (último acesso em 16.01.2020). V. também manifestação da AMEC, de 12 de agosto de 2019, disponível em https://www.amecbrasil.org.br/wp-content/uploads/2019/08/CARTAPRESI_06_2019_MP881_art115_retirada_da_alteracao.pdf, último acesso em 16.01.2020.

[183] V. Seção 1.1.1.2 acima.

essência, um discurso de desconfiança em relação ao poder, não no sentido de que se presuma que qualquer controlador é um criminoso em potencial, mas no sentido saudável de que o exercício de poderes juridicamente atribuídos é sujeito não só a um dever de exercício adequado – em outros termos, pensado pelo ponto de vista de quem o exerce –, mas a fiscalização e, sobretudo, a limites – pensado pelo ponto de vista de quem está sujeito ao seu exercício. Não se trata de afirmar, nesse contexto, um dever de maximização dos interesses dos investidores, mas de levar a sério as noções de "isonomia" e "equilíbrio", as quais só ganham sentido forte se pensadas a partir de um conceito relacional, e não absolutista, de poder[184].

É justamente esse novo modelo intelectual que sustenta um conceito de conflito de interesses como o aqui apresentado: situações de conflito de interesses dizem respeito à imposição de constrangimentos, de *limites*, ao exercício de um poder jurídico que, na perspectiva das relações societárias controlador *v.* não controlador, se expressam em situações de risco de ultrapassagem desses limites – daí a ideia de um interesse social em sentido negativo. Com essas balizas, cabe repensar dois outros argumentos comuns na discussão doutrinária brasileira.

---

[184] Assim se compreende a afirmação de Francesco Galgano no sentido de uma "renovação" do contratualismo societário na virada do século XX, não no sentido de que a sociedade se resolva no interesse exclusivo dos sócios, mas na medida em que se retoma a ideia de contrato – e de consenso – como fonte de legitimidade e limite ao exercício de poderes jurídicos, no confronto entre maiorias e minorias acionárias: "[La] spinta verso il contrattualismo viene da profonde sollecitazioni, che si rendono manifeste anche nella odierna filosofia politica, appunto neo-contrattualistica, che ancora una volta ricerca nell'idea di contratto le ragioni della umana convivenza e la legittimazione del potere (...) L'idea di contratto, basata sul consenso e non sull'autorità, sulla parità di posizione delle parti e non sulla loro collocazione gerarchica, deve la propria odierna fortuna alla capacità, di cui questa idea è dotata, di valorizzare i singoli entro le colletività organizzate e di offrire strumenti idonei alla loro difesa contro il prepotere dei gruppi dominanti (...) Il senso profondo del contrattualismo di Locke e di Rousseau era racchiuso in questo messaggio: che i governanti fossero consavepoli che il loro potere da null'altro traeva fonte se non dalla volontà degli stessi governanti. Ora il contrattualismo trionfa nella società per azioni, e impone alla maggioranza di confrontarsi con le minoranze quali sue controparti contrattuali, vincolata dai dovere, primo fra tutti il dovere di buena fede, che sono propri delle parti di un contratto" (Galgano, 2007, pp. 177-179). É nessa linha que se justifica a retomada da leitura de um texto como "O Contrato Plurilateral", proposta acima. Nesse texto, Ascarelli retoma a analogia entre o contrato de sociedade e o contrato social político, qualificando os últimos também como contratos plurilaterais em sentido técnico: "O contrato 'social' da tradição contratualista democrática – o *pactum societatis* em contraposição ao *pactum subjectionis* – constitui, tecnicamente, um contrato 'plurilateral' (entre todos os sujeitos da ordem jurídica)" (Ascarelli, 1969, p. 257, N.R. 4).

2.3.1. O preconceito contra a proibição de voto

Um argumento importado da teoria de Mengoni – elaborada nos anos 1950 – e ainda aplicado no Brasil do século XXI é uma suposta tendência global ao abandono da proibição de voto do acionista ou administrador em posição de conflito de interesses em deliberações societárias como uma solução jurídica plausível para lidar com conflitos de interesses. Como visto, Mengoni sustentava essa ideia – dizendo que a proibição de voto estaria "completamente superada" – a partir de uma "necessidade econômica" imposta pelo processo de concentração industrial, estruturado juridicamente por meio de grupos de sociedades nos quais seria inviável obstar a participação das sociedades controladoras em deliberações de sociedades controladas.

Esse argumento não é de todo irrazoável, mas é preciso lê-lo com cautela. Em primeiro lugar, é preciso não universalizá-lo. A submissão de operações econômicas nas quais se verifica conflito de interesses de acionistas controladores à aprovação dos demais acionistas não conflitados – a chamada regra da maioria da minoria, cujo resultado prático é essencialmente o mesmo da proibição de voto – é um mecanismo conhecido e tradicional de países anglo-saxões[185]. Nos Estados Unidos, a jurisprudência de Delaware, a despeito de não o exigir, acaba por criar incentivos à sua aplicação: situações em que se verifica conflitos de interesses diretos do controlador – como contratos entre o controlador e a companhia – são sempre sujeitos à análise pelo *standard* mais elevado do *entire fairness test*, cabendo ao próprio controlador o ônus da prova sobre a justeza tanto do valor da operação como do seu processo de aprovação. Uma vez que a aprovação da operação pelos acionistas não conflitados, sem a participação do controlador, inverte o ônus probatório para o acionista que eventualmente contestar a operação em juízo, há um incentivo razoável ao afastamento do controlador da deliberação (Rock, 2019).

Ainda, no Reino Unido, as regras de listagem da Bolsa de Londres – atualmente a cargo da *Financial Conduct Authority* e, portanto, de caráter mandatório – tradicionalmente

[185] Um fato que a literatura atribui à maior pulverização acionária nesses países (Estados Unidos e Reino Unido), em relação à Europa continental, onde a estrutura acionária das companhias é tipicamente concentrada – e os controladores, tipicamente mais poderosos, do ponto de vista político: "'Majority of the minority' shareholder approval is a well-stablished institution in the U.S. and UK, two jurisdictions in which large companies typically lack a controlling shareholder, but is much less developed in continental Europe, where controlling shareholders have significant voting (and lobbying) power" (Enriques et al., 2017, p. 157).

preveem a aplicação da regra da maioria da minoria dos acionistas para operações que superem determinados patamares de materialidade[186] nas quais o controlador esteja em posição de conflito de interesses (Davies, 2019).

Em segundo lugar, é preciso submeter as hipóteses à prova dos fatos. Um dos argumentos invocados para afastar a proibição de voto do controlador conflitado em deliberações assembleares é o risco de comportamento oportunista dos não controladores – o risco de *holdout*, abordado no capítulo anterior – e de perda de operações econômicas que poderiam ser benéficas para a companhia – o que, no limite, presume a má-fé dos acionistas não conflitados e dá como certo que a operação não será aprovada. Na essência, esse foi o argumento invocado na mensagem de veto à nova redação do art. 115 da LSA proposta em 2001, como visto acima. No entanto, no caso brasileiro, ao menos no que diz respeito à proposta e realização das operações, sem avaliar o mérito dos valores envolvidos, esse parece ser um risco mais teórico do que prático. A partir da decisão do Caso Tractebel pela CVM, em 2010, que afirmou a proibição de voto do acionista controlador conflitado em deliberações assembleares, há notícia de operações submetidas à aprovação dos acionistas não controladores não conflitados que foram aprovadas sem maiores dificuldades[187]. Em um trabalho recente, Edward Rock também não encontrou evidências de comportamento oportunista de acionistas minoritários em operações de fechamento de capital nos Estados Unidos submetidas à aprovação da maioria da minoria (Rock, 2019)[188].

---

[186] Quaisquer operações entre partes relacionadas que, individualmente ou no agregado em 12 meses, atinjam ao menos um dos critérios de substancialidade previsto nas regras de listagem estão sujeitas a aprovação prévia de acionistas não conflitados. Atualmente, os critérios aplicáveis, de difícil sintetização e cuja forma exata de cálculo estão previstas em anexos da regulamentação, são as razões entre (i) o valor do ativo bruto (*gross assets*) envolvido na operação e o ativo bruto da companhia antes da operação, (ii) os lucros atribuídos a operação e os lucros da companhia antes da operação, (iii) o preço da operação e o valor de mercado das ações ordinárias da companhia, e (iv) o "capital bruto" (*gross capital*) da empresa adquirida e o "capital bruto" da companhia antes da operação. Se a razão, em qualquer dos critérios, for igual ou superior a 5%, a operação estará sujeita a aprovação prévia.

[187] Como, *e.g.*, a aquisição de um empreendimento de construção de um *shopping center*, pela Aliansce, detido pelos controladores da companhia (Portal G1, "Minoritários da Aliansce aprovam compra de 50% de shopping no RJ", 22.11.2010, disponível em http://g1.globo.com/economia-e-negocios/noticia/2010/11/minoritarios-da-aliansce-aprovam-compra-de-50-de-shopping-no-rj.html, último acesso em 16.01.2020), a aquisição de ativos, pela CCR, detidos pelos controladores da companhia (OCDE, 2013, pp. 52-53), além da própria operação analisada pela CVM no Caso Tractebel, que envolvia a aquisição de ações, pela Tractebel, detidas por sua controladora em uma sociedade que administrava uma hidrelétrica (Portal G1, "Acionistas da Tractebel aprovam incorporação da Suez Energia Renovável", 19.10.2010, disponível em http://g1.globo.com/economia-e-negocios/noticia/2010/10/acionistas-da-tractebel-aprovam-incorporacao-da-suez-energia-renovavel.html, último acesso em 16.01.2020).

[188] O autor argumenta que esses riscos podem estar conectados ao percentual de ações exigido pela lei para que um acionista seja capaz, isoladamente, de bloquear uma operação. Os riscos de oportunismo, nesse sentido, estariam ligados não à regra de aprovação pela maioria de minoria em si, mas à circunstância na qual a regra implica colocar o poder de decisão nas mãos de um acionista minoritário isolado (ou um grupo de minoritários

Em terceiro lugar, é preciso evitar uma leitura radical, "tudo ou nada". Se é verdade que a aplicação pura e simples da proibição de voto pode inviabilizar certas operações entre controladoras e controladas ou, em especial, dentro de grupos empresariais, o que não necessariamente é desejável, é importante ter em mente, no caso brasileiro, as consequências da interpretação inversa. Da forma como normalmente empregado, o argumento pela adoção de um sistema puramente *ex post* – i.e., revisão judicial ou arbitral de negócios – de controle de situações de conflito de interesses presume tratar-se de uma solução equilibrada: permite-se que o controlador conflitado vote e, caso a operação implique prejuízos, a possibilidade de contestação da decisão sempre estará à disposição dos não controladores prejudicados. Em uma versão radical, ignora que outras formas de constrangimento sobre situações de conflito de interesses, mais sutis, estão em voga.

O fato é que a proibição de voto é uma dentre outras possibilidades de gestão de conflitos de interesses e ainda consta, diferentemente do prognóstico de Mengoni, na agenda dos legisladores e reguladores contemporâneos, como indica a cartilha de princípios de boa governança corporativa da OCDE, referida no capítulo anterior[189]. Um exemplo concreto é a recente Diretiva 2017/828 do Parlamento e do Conselho Europeu[190], que estabeleceu, dentre outros pontos, diretrizes mínimas a serem implantadas pelos países-membros da União Europeia, no que diz respeito à regulação de operações entre partes relacionadas[191], estabelece como princípio geral que:

> "Where the related party transaction involves a director or a shareholder, that director or shareholder should not take part in the approval or vote. However, Member States should have the possibility to allow the shareholder who is a related party to take part in the vote provided that national law foresees appropriate safeguards in relation to the voting process to protect the interests of companies and of the shareholders who are not a related party, including minority shareholders,

---

adequadamente coordenado), detentor de uma quantidade expressiva de ações (pense-se em uma regra que condicione fechamentos de capital à aprovação de 95% das ações em circulação, na presença de um acionista que detém 9% dessas ações). Uma regra desenhada para forçar os acionistas minoritários a se coordenarem para agir de forma oportunista em conjunto, nesse sentido, seria um antídoto razoável a esse risco potencial.

[189] V. Seção 1.1.2.2 acima.

[190] Disponível em https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32017L0828 (último acesso em 16.01.2020). Por se tratar de uma Diretiva (*Directive*), e não de uma Regulação (*Regulation*) em nível europeu, seus termos não têm aplicação direta e imediata nas diferentes jurisdições, mas as obrigam a adaptar a sua legislação local aos princípios nela estabelecidos, com algum grau de discricionariedade.

[191] Para uma distinção entre os conceitos de conflito de interesses e operações entre partes relacionadas, v. Seção 3.1 abaixo. Neste caso, uso os termos como sinônimos.

> such as for example a higher majority threshold for the approval of transactions" (Considerando nº 43 da Diretiva)

Nota-se que o princípio geral é a proibição da participação do acionista ou do administrador em posição de conflito de interesses, uma proibição não sujeita a exceção no caso dos administradores. Para acionistas, esse princípio pode ser mitigado com a contrapartida da previsão de outros mecanismos de controle *ex ante* dos riscos redistributivos envolvidos em operações entre partes relacionadas. A estratégia básica adotada por essa Diretiva[192], em linha com a solução do Reino Unido, é a obrigação dos países estabelecerem critérios de materialidade de operações, adaptando procedimentos de aprovação específicos a depender do tamanho e do impacto de cada operação para a companhia, além de publicidade obrigatória, antes da conclusão do negócio, para as operações que alcancem os critérios de materialidade definidos[193].

Os procedimentos específicos de aprovação ficam a critério do legislador de cada país, mas caso autorizem a participação e voto do acionista conflitado na deliberação, a Diretiva estabelece que as legislações locais devem prever que a deliberação não seja levada a cabo caso seja rejeitada pela maioria dos acionistas não conflitados ou por maioria dos conselheiros independentes[194]. Essa regra pode ser mitigada, uma vez que não se aplica a operações realizadas no "curso normal dos negócios" – um critério de difícil definição –, ou em termos usuais de mercado, uma exceção em geral aplicável apenas a bens ou serviços que contem com similares no mercado. Para operações no curso normal, o conselho de administração (ou de supervisão, no caso de companhias que adotem essa estrutura, tradicional na Alemanha) deve ao menos estabelecer um procedimento interno de revisão

---

[192] Estabelecida no art. 9C, "Transparency and approval of related party transactions".

[193] Os critérios devem levar em conta o impacto da operação sobre a posição financeira, as receitas, os ativos, a capitalização ou o volume de negócios (*turnover*) da companhia, ou a natureza da operação e a posição específica da parte relacionada.

[194] Cf. Art. 9C, item 4, da Diretiva: "Member States may allow the shareholder who is a related party to take part in the vote provided that national law ensures appropriate safeguards which apply before or during the voting process to protect the interests of the company and of the shareholders who are not a related party, including minority shareholders, by **preventing the related party from approving the transaction despite the opposing opinion of the majority of the shareholders who are not a related party or despite the opposing opinion of the majority of the independent directors**" (grifou-se). Em vista dessa redação, estranha-se a remissão da "experiência das diretivas da União Europeia" como um argumento em prol da possibilidade de voto do controlador conflitado em deliberações assembleares. V. Capital Aberto, "Mais um capítulo da polêmica do voto do controlador conflitado", 16.08.2019, disponível em https://capitalaberto.com.br/secoes/colunistas/mais-um-capitulo-da-polemica-do-voto-de-controlador-conflitado/ (último acesso em 16.01.2020).

periódica das operações, sendo que o acioista ou administrador conflitado não pode tomar parte na revisão das operações em que estejam em posição de conflito de interesses.

Mesmo na Itália contemporânea, ao menos no que diz respeito às companhias abertas, a noção de aprovação pela maioria dos acionistas não conflitados não desapareceu do radar. Se o artigo 2.373 do *Codice Civile* teve sua redação alterada, em reforma legislativa empreendida em 2003, para afastar dúvidas quanto à possibilidade de o acionista em posição de conflito de interesses votar[195], escândalos corporativos envolvendo as grandes companhias italianas Cirio e Parmalat, que tiveram relação direta com a canalização de recursos das companhias para outros negócios privados das famílias controladoras, motivaram os reguladores do mercado bolsístico italiano a endurecer as regras relativas às operações entre partes relacionadas (Bianchi et al, 2014). Também em linha com a experiência do Reino Unido, que veio a ser absorvida pela futura Diretiva 2017/828, a CONSOB, por meio da Resolução nº 17221, de 2010[196], estabeleceu uma estrutura regulatória que baseia a aprovação dessas operações em critérios de materialidade e na participação ativa dos membros independentes do conselho de administração.

A Resolução exige que os conselhos de administração das companhias abertas italianas estabeleçam procedimentos internos, em linha com as normas nela estabelecidas, para a aprovação de operações entre partes relacionadas. São previstos três critérios de materialidade para a avaliação da operação, sendo o principal deles a razão entre o valor da operação e o valor da capitalização de mercado da companhia[197]. Sempre que a razão superar 5% – ou 2,5%, em casos envolvendo companhias controladas por outra companhia aberta –, a operação será considerada material e estará sujeita a um procedimento específico de aprovação[198]. Tal procedimento exige, no mínimo, que se dê publicidade sobre a operação

---

[195] A nova redação é: "Art. 2373 La deliberazione approvata con il voto determinante di coloro che abbiano, per conto proprio o di terzi, un interesse in conflitto con quello della società è impugnabile a norma dell'articolo 2377 qualora possa recarle danno". Texto atualizado disponível em http://www.universocoop.it/codice/art_2373.html (último acesso em 16.01.2020).

[196] Disponível, em inglês, em http://www.consob.it/web/consob-and-its-activities/laws-and-regulations/documenti/english/laws/reg17221e.htm?hkeywords=&docid=9&page=0&hits=20&nav=false (último acesso em 16.01.2020).

[197] Os demais critérios são (i) a razão entre o valor total dos ativos envolvidos no negócio e o valor total dos ativos da companhia, e (ii) a razão entre o valor total dos passivos envolvidos no negócio e o valor total dos passivos da companhia, sujeitos aos mesmos percentuais referidos acima. V. Anexo 3 da Resolução.

[198] Abaixo desse patamar, as operações são sempre sujeitas, ao menos, a revisão e parecer não vinculante dos conselheiros não independentes, dotados de poder para contratar *experts* independentes, bem como a regras de transparência (v. Art. 7.1 da Resolução).

ao mercado em até 7 dias, bem como o envolvimento de conselheiros independentes e não ligados ao acionista ou administrador conflitado nas negociações. Esses conselheiros independentes devem conduzir as negociações relativas à operação e, quando de sua submissão ao conselho, têm poder de veto sobre a operação (devendo a operação ser aprovada, ao menos, pela maioria deles). Na hipótese de veto, a operação pode ser remetida à assembleia geral de acionistas, na qual deverá, para ser aprovada, contar com o voto favorável da maioria dos acionistas não conflitados (arts. 8 e 11.3 da Resolução).

Nessa linha, o argumento da superação da proibição de voto – ou da submissão de operações à aprovação de acionistas não conflitados –, enquanto mecanismo de tratamento de situações de conflito de interesses de controladores, não se sustenta. Pode-se debater se é a solução mais adequada, mas segue na agenda regulatória como uma possibilidade, a ser aplicada a depender do contexto institucional mais amplo em que for inserida. Um estudo comparativo da OCDE (2012) indica que, como no caso da Itália (uma das jurisdições objeto do estudo), há uma tendência global de concentração dos procedimentos de verificação *ex ante* de operações que envolvem conflitos de interesses no conselho de administração, servindo a aprovação em assembleia, por acionistas não conflitados, como um mecanismo adicional, sobretudo em operações que envolvem reorganizações societárias. Os custos de convocação e preparação de documentos para a assembleia, bem como a preocupação com uma possível decisão menos informada por parte de investidores em relação à administração, parecem ser os vetores principais dessa tendência, que não exclui, note-se, a participação dos acionistas não conflitados do menu de opções.

2.3.2. O problema da presunção de boa-fé subjetiva

Um último argumento que cabe analisar e que está ligado ao preconceito contra a proibição de voto do acionista ou administrador conflitado, referida acima, é uma suposta presunção jurídica de boa-fé do agente que participa em uma deliberação societária. Esse argumento, comumente invocado tanto pela doutrina brasileira[199] como em julgados da CVM[200], afirma que afastar o agente em posição de conflito de interesses de uma

[199] V. por todos, Spinelli (2012, p. 255 – com outras referências na N.R. 214), e Camargo (2012, pp. 196-197).
[200] V. *e.g.* voto do diretor Luiz Antonio de Sampaio Campos no Caso TIM ("não é certo, nem muito menos garantido, que o acionista faltará com o seu dever perante os demais acionistas e a própria companhia para, com o voto, tirar proveito próprio e indevido", sendo que "boa-fé é a regra[,] igualmente o cumprimento da lei

determinada deliberação implica presumir, indevidamente, a sua má-fé. Refutar este argumento permite retomar as conclusões do capítulo anterior, bem como preparar o terreno para o capítulo seguinte.

Como bem ressalta Mariana Pargendler[201], em primeiro lugar, é preciso ter em conta a distinção entre boa-fé objetiva e boa-fé subjetiva. Seguindo a clássica lição doutrinária, enquanto a primeira tem caráter normativo, compondo um *standard* comportamental e um cânone hermenêutico no campo do direito privado, referível à dimensão do "dever ser", a segunda tem caráter fático, referindo-se à dimensão psicológica do sujeito e, portanto, do "ser", e tem por objetivo fundamental tutelar o sujeito que age em erro ou ignorãncia de sua posição jurídica. Para que tenham sentido, referências a uma presunção de boa-fé devem, necessariamente, fazer referência à boa-fé subjetiva, uma vez que, do ponto de vista jurídico, apenas fatos são passíveis de presunção.

Ocorre que o ordenamento jurídico brasileiro não prevê uma presunção geral de boa-fé subjetiva[202]. Em se tratando de uma questão de fato, a boa-fé subjetiva é sujeita ao regime probatório geral estabelecido no art. 373 do Código de Processo Civil, que impõe *ao autor* provar os fatos constitutivos de seu direito, salvo inversão do ônus probatório fundamentada pelo juiz. Em casos pontuais, como exemplifica Pargendler, verifica-se um tratamento legislativo casuístico da boa-fé subjetiva, sendo que há casos em que esta é efetivamente presumida[203], e outros casos em que a *má-fé* é presumida[204], de modo que não se pode enunciar uma regra geral de que "a má-fé não se presume".

---

e a inocência"); voto do diretor Wladmir Castelo Branco no Caso Previ-Sistel ("[o] primeiro juízo a respeito do conflito de interesse deve caber ao acionista. Não se deve partir da premissa de que o acionista não votou de boa-fé, devendo o conflito ser apurado a posteriori"); e voto do diretor Eli Loria no Caso Tractebel (afirmando que a proibição de voto do acionista conflitado "inverte a lógica da lei societária de prevalência da maioria" e confronta "o princípio da boa-fé que rege as relações comerciais").

[201] Os argumentos apresentados nesta seção constam de uma versão preliminar do artigo "Alcance e limites da 'presunção de boa-fé': Custos probatórios e normas profiláticas no Direito Privado", de autoria da profa. Pargendler, que gentilmente o encaminhou a mim. Consta que o artigo foi publicado em 2019 na obra coletiva *Direito, Cultura, Método: Leituras da obra de Judith Martins-Costa* (Editora GZ). Como ainda não tive acesso a essa obra e, consequentemente, à versão final do trabalho, deixo de fazer referências diretas ao texto, sem prejuízo do devido crédito autoral.

[202] Ao menos no que diz respeito às disciplinas do erro e da ignorância nos negócios jurídicos, adicionando um argumento pessoal à ideia de Pargendler, essa presunção nem poderia existir, em vista da norma extraída do art. 3º da Lei de Introdução às Normas do Direito Brasileiro ("Ninguém se escusa de cumprir a lei, alegando que não a conhece"), que coloca essas disciplinas no plano das exceções.

[203] V. *e.g.* Código Civil, Art. 1.201 "É de boa-fé a posse, se o possuidor ignora o vício, ou o obstáculo que impede a aquisição da coisa. Parágrafo único. O possuidor com justo título tem por si a presunção de boa-fé, salvo prova em contrário, ou quando a lei expressamente não admite esta presunção".

[204] V. *e.g.* Código Civil, Art. 1.256 "Se de ambas as partes houve má-fé, adquirirá o proprietário as sementes, plantas e construções, devendo ressarcir o valor das acessões. Parágrafo único: Presume-se má-fé no

Basicamente todas as regras da LSA que podem ser abarcadas pelo conceito de conflito de interesses tal como proposto neste trabalho, referidas ao longo deste capítulo – lembremo-nos das regras de nomeação para o conselho fiscal, apenas para ficar no exemplo menos controverso – são demonstrativos claros de que não existe uma tal presunção geral de boa-fé subjetiva. A última parte do art. 115, §1º, da LSA, que gera polêmica pela dificuldade de definição positiva do interesse da companhia, é também adequadamente compreendida como uma regra que exclui essa presunção, se lida pela via do interesse dos sócios em sentido negativo, como argumentado acima.

No fundo, a afirmação da presunção de boa-fé subjetiva do agente conflitado confronta a dupla dimensão dos conflitos de interesses, exposta no capítulo anterior. Trata-se de um foco exclusivo no agente que toma a decisão, uma confiança em sua capacidade de julgamento e discernimento, sem qualquer constrangimento. Seguindo a linha dos estudos de psicologia comportamental, também referidos no capítulo anterior[205], há boa razão para se desconfiar dessa capacidade, ainda que o agente em posição de conflito de interesses aja com a melhor das intenções. Ainda, como também visto, essa dupla dimensão do conceito tem um componente histórico importante. Há um movimento intelectual, em nível global, mais amplo no sentido da desconfiança institucional – um movimento no qual o discurso de governança corporativa também está inserido –, de modo que a perspectiva do principal, daquele sujeito aos efeitos da tomada de decisão, ganha uma importância autônoma.

A questão central, portanto, passa a dizer respeito à boa-fé *objetiva* – i.e., do *tipo de expectativa* social que recai sobre os agentes, no contexto das relações em que estão envolvidos ou, dito de outro modo, do conteúdo do *standard* comportamental a que estão sujeitos. No caso brasileiro, ao menos no que diz respeito às companhias abertas, se se tomar como base de *standard* comportamental o CBGC – um documento negociado entre diversos atores, representantes tanto de controladores como de investidores, e que, ao menos em

---

proprietário, quando o trabalho de construção, ou lavoura, se fez em sua presença e sem impugnação sua"; Art. 1.802: "São nulas as disposições testamentárias em favor de pessoas não legitimadas a suceder, ainda quando simuladas sob a forma de contrato oneroso, ou feitas mediante interposta pessoa. Parágrafo único. Presumem-se pessoas interpostas os ascendentes, os descendentes, os irmãos e o cônjuge ou companheiro do não legitimado a suceder".

[205] V. Seção 1.1.2.1 acima.

princípio, reflete um consenso do mercado sobre comportamentos esperados[206] –, nota-se que a ideia de presunção de boa-fé subjetiva não se sustenta ou, no mínimo, que está perdendo terreno. O simples fato de se reconhecer que situações de conflito de interesses podem representar não só um "risco econômico" para os acionistas não conflitados, mas também de "imagem" para a companhia (Item 5.2 do Código), aponta na direção oposta à mera capacidade de julgamento do agente conflitado. Ainda que sem conteúdo específico, o Princípio 5.2.3, que indica a necessidade de "mecanismos de administração de conflitos de interessess nas votações submetidas à assembleia geral", vai no mesmo sentido: perde aceitação a ideia de que conflitos de interesses devem ser resolvidos apenas na consciência individual, como faz supor a utilização do argumento da boa-fé subjetiva.

2.4. Conclusões parciais: um conceito a ser articulado

Após esse longo percurso, é possível extrair algumas conclusões quanto à viabilidade de um conceito autônomo de conflito de interesses no campo do direito societário, ao menos no que diz respeito à relação entre controladores e não controladores.

A primeira delas diz respeito a uma maior abrangência aplicativa do conceito, que não se restringe às deliberações societárias e às decisões relativas aos negócios da sociedade. Pensar o conflito de interesses a partir do conceito de poder jurídico permite identificar conflitos estruturais, no nível dos órgãos da administração e de fiscalização. Isso é tanto mais evidente no caso do conselho fiscal, mas também se aplica, em boa medida, ao conselho de administração. Se se atribui a tais órgãos funções, ou poderes, de supervisão, é preciso segregar os supervisores dos supervisionados.

Na presença de um acionista controlador, levando a sério o conceito de conflito de interesses em sua dupla dimensão – agente *v.* principal, concretude *v.* percepção –, a questão não se resume apenas a como levar a cabo essa segregação, mas a como essa segregação é *percebida* por aqueles que, objetivamente, beneficiam-se da função de supervisão – os não controladores. No caso do conselho fiscal, por exemplo, a segregação formal diz respeito

[206] A essa circunstância política específica (de se tratar de um código negociado por longo período entre diversos atores com interesses, ao menos em princípio, divergentes), a sua conversão em texto-base para a aplicação do método "pratique ou explique" pela CVM (v. Instrução CVM 586/17) torna as disposições do código um bom referencial de aferição da boa-fé objetiva para as companhias a ele sujeitas – afinal, trata-se do comportamento "esperado", devendo o comportamento desviante ser justificado.

apenas à administração da companhia, mas ainda garante-se ao acionista controlador o direito de eleger a maioria de seus membros (art. 161, §4º, LSA). Uma vez que a própria lei fundamenta o poder de controle na eleição da maioria dos administradores e na efetiva orientação dos negócios da companhia (art. 116, *a* e *b*, LSA), é razoável, a partir do conceito de conflito de interesses, criticar essa formatação. O que justifica dar ao controlador o poder de, no limite, fiscalizar a gestão que ele mesmo orienta?

Por óbvia e trivial que essa crítica possa parecer, ela depende de um conceito prévio claro do que seja um conflito de interesses. Isso, por si só, mostra como pensar o conceito de conflito de interesses a partir do conceito de interesse social não é um caminho metodológico adequado, pois parece absurdo pensar que um membro do conselho fiscal possa justificar laços com o controlador, ou com os administradores da companhia, a partir de alguma fundamentação de seus atos a partir do interesse da sociedade. O conceito de conflito de interesses deve ter uma articulação autônoma, caso contrário, as disposições legais que referimos acima não têm sentido, ou são puramente arbitrárias.

A segunda conclusão é que, se focalizarmos as deliberações societárias, ponto de especial atenção deste capítulo, essa metodologia tampouco é adequada. As tentativas de definição positiva do conceito de interesse social ou não escapam à remissão aos resultados concretos de cada deliberação – de modo que se tornam meras questões de fato, inapreensíveis teoricamente, como bem afirma Luis Felipe Spinelli, nos trechos transcritos na abertura deste capítulo –, ou subjugam a racionalidade jurídica a partir da importação de um conceito econômico hipotético e cuja aplicação prática é, seguindo evidências empíricas, socialmente problemática.

Por um lado, o conceito de conflito de interesses é ocioso se pensado por meio do resultado concreto de cada deliberação, uma vez que não se distingue de decisões negociais que simplesmente revelaram-se equivocadas após a deliberação. As ideias de dano, ou prejuízo, não explicam o que é essencialmente problemático nas situações de conflito de interesses justamente por ocultarem o fato de que falar em conflito de interesses é falar de *alguém* em posição de conflito de interesses – uma situação *intra*, e não *intersubjetiva*. Por referir-se ao exercício de um poder, ao menos dentro de uma concepção liberal, o conceito de conflito de interesses serve à imposição de *limites* a esse poder, pensados pela perspectiva daquele que está sujeito a uma decisão do titular do poder em situação de conflito de

interesses. Daí porque a solução pela via da atribuição ao controlador da posição de árbitro inconteste do que seja o interesse da sociedade, ou da empresa, implica torná-lo imune a conflitos de interesses. Trata-se de pensar em um poder sem qualquer limite, o que faz com que a ideia jurídica de sociedade não tenha sentido. Essa é a mensagem elementar, profunda, de "O Contrato Plurilateral"

Por outro lado, a definição do interesse social a partir da noção de maximização do valor das ações, além de criticável por seus efeitos sociais, abrange mais do que o conceito jurídico de conflito de interesses, para ser funcional, pode razoavelmente alcançar. A leitura econômica da teoria da agência pensa em termos muito abrangentes os benefícios privados que o agente, ou o *insider*, pode extrair de sua posição de poder, englobando não só expropriação de recursos, mas também circunstâncias que envolvem desde o mau julgamento negocial até uma eventual acomodação de sua parte – tudo o que pode ser englobado na categoria de *shirking*.

Seguindo o raciocínio de Mark Roe (2002), parece mais adequado, do ponto de vista jurídico, limitar-se a situações de *stealing*, que dizem respeito, justamente, a redistribuições de recursos econômicos ou políticos da sociedade – ou, nos termos aqui propostos, lesões ao interesse social em sentido negativo. Nem toda redistribuição é ilícita *per se*. O que é problemático, juridicamente, é a possibilidade de uso de uma prerrogativa para direcionar a redistribuição em benefício particular.

Utilizando a terminologia de Valiergue, essa prerrogativa compreende poderes intelectuais de participação na elaboração do conteúdo substantivo do ato que leva à redistribuição, como a atuação no estabelecimento das premissas do negócio e em negociações prévias, bem como poderes decisórios quanto à decisão efetiva por sua celebração. O conflito de interesses pode ser atacado em cada uma dessas dimensões de forma distinta. O exemplo da regulação italiana sobre operações entre partes relacionadas ilustra isso: enquanto a participação exclusiva de membros independentes do conselho de administração nas negociações relativas a tais operações diz respeito à dimensão intelectual, do conteúdo substantivo do negócio, o poder de veto a eles concedido em determinados casos, ou a eventual submissão da operação à aprovação dos acionistas não conflitados, diz respeito à dimensão decisória.

Um ponto a ser trabalhado é a definição dos "terceiros vinculados" ao controlador. Em princípio, seguindo o raciocínio da doutrina tradicional, seria impossível exaurir todas as hipóteses possíveis em que, para além dos casos paradigmáticos, poderia verificar-se benefício indireto a algum terceiro vinculado ao acionista ou administrador que vota em uma determinada deliberação. Contudo, na esteira do processo histórico de progressiva desconfiança institucional, referido no primeiro capítulo, é justamente nesse sentido que caminham as iniciativas regulatórias. A definição contábil, à qual se atribui força normativa[207], de "partes relacionadas" é o exemplo cabal disso. No Pronunciamento Técnico CPC 05(R1), em linha com os padrões contábeis internacionalmente aceitos (IAS 24), nota-se não só a preocupação com a amplitude do conceito, fazendo-se uso de termos abertos, como "influência significativa" e "grupo econômico", como, fundamentalmente, com a dimensão potencial dos conflitos de interesses. Nessa linha entende-se que a definição é pensada sob o olhar dos *usuários* das demonstrações financeiras nas quais os relacionamentos com partes relacionadas da companhia devem ser descritos[208], tendo em conta o impacto que as relações econômicas da companhia com tais partes relacionadas pode produzir nas decisões de investimento desse usuário. A terceira conclusão, portanto, é que a análise jurídica de conflitos de interesses não pode se resumir à dimensão atual, do agente que toma a decisão, ou do resultado de cada decisão.

Por fim, vale pensar a formatação das regras que disciplinam situações de conflito de interesses em perspectiva temporal. Essas regras podem voltar-se para o passado ou para o futuro. Na perspectiva do passado, retrospectiva – a perspectiva por excelência do juiz ou do árbitro encarregado de julgar uma impugnação a uma deliberação societária –, sobre uma determinada deliberação, a caracterização do exercício de um poder jurídico (o voto) por um acionista ou administrador em posição de conflito de interesses pode implicar duas consequências no caso brasileiro, caso a participação do agente conflitado tenha sido determinante para a aprovação da deliberação: a deliberação pode ser anulada – independentemente da verificação de prejuízo, em se tratando de decisão sobre um negócio jurídico específico com conteúdo econômico (Guerreiro, 1983), mas que pode ser relevante em casos de redistribuição política, como ilustra o Caso GPC, referido acima, e o eventual

---

[207] V. Deliberação CVM 642/10.

[208] "[O] conhecimento das transações, dos saldos existentes, incluindo compromissos, e dos relacionamentos da entidade com partes relacionadas pode afetar as avaliações de suas operações por parte dos usuários das demonstrações contábeis, inclusive as avaliações dos riscos e das oportunidades com os quais a entidade se depara" (Pronunciamento Técnico CPC 05(R1), item 8).

ganho distributivo (econômico) do acionista ou administrador conflitado deve ser reembolsado à companhia[209].

É razoável supor, partindo da noção da conservação dos negócios jurídicos não lesivos, que se não se verificar qualquer redistribuição (*e.g.* um contrato entre companhia e controlador em termos comutativos que tenha sido contestado), o juiz ou árbitro poderá afastar a consequência de anulação[210]. Nessa linha, concebe-se que, pensado apenas sob a dimensão atual, o conceito de conflito de interesses, a despeito de essencial para a adequada qualificação jurídica do caso levado a juízo ou arbitragem, pode não ter maiores consequências práticas enquanto norma jurídica, não se distinguindo com maior nitidez de uma regra de responsabilidade civil.

No entanto, se se adota a perspectiva do futuro, prospectiva, o que importa é pensar como o desenho das regras que disciplinam situações de conflito de interesses impactam a alocação futura de recursos sociais. Aqui, recordemo-nos, pode-se pensar nas operações econômicas isoladas – no caso de companhias em que há um acionista controlador, a serem, em princípio, determinadas por ele – ou na *antecipação* do futuro risco de expropriação por parte do investidor. Pensando na operação econômica isolada, Mariana Pargendler[211] oferece um argumento referente aos custos probatórios envolvidos na adjudicação de operações econômicas complexas. Quando tais operações envolvam conflitos de interesses do controlador, seria sempre mais razoável afastar a possibilidade de o controlador impor essa operação aos minoritários, uma vez que a revisão *ex post* da decisão por um juiz ou árbitro implicaria dispêndio de recursos de todas as partes envolvidas, que poderiam ser melhor aplicados em outros projetos de retorno futuro esperado positivo. A proibição de participação do controlador, por sua vez, criaria incentivos para acionistas não controladores proporem apenas operações comutativas.

Esse olhar prospectivo é relevante para a reflexão sobre a regulação de situações de conflitos de interesses. No entanto, vale abrir a perspectiva para pensar não somente a operação econômica isolada, mas os efeitos que a perspectiva de expropriação tem sobre as

---

[209] Sem contar, no caso das companhias abertas, a possibilidade de sanção administrativa a ser imposta pela CVM ao acionista ou administrador que tenha exercido voto em situação de conflito de interesses.
[210] Ou, caso o desfazimento do negócio seja excessivamente gravoso, por conta do tempo transcorrido entre a sua consumação e a decisão final, ele poderá ser conservado, mantida a sanção ressarcitória.
[211] V. nota 201 acima para a referência específica.

decisões do investidor – passando da dimensão atual para a potencial, portanto. No próximo capítulo, aplica-se essa perspectiva à regulação brasileira de um caso específico de operação que pode envolver conflitos de interesses: as operações entre partes relacionadas envolvendo companhias abertas.

-*-

CAPÍTULO 3 – OPERAÇÕES ENTRE PARTES RELACIONADAS E CONFIANÇA DO INVESTIDOR

3. Introdução

A proposta deste capítulo é refletir sobre as regras que disciplinam situações de conflito de interesses no contexto da relação controladores *v.* não controladores, ou investidores, pela perspectiva dos últimos. Inverte-se novamente a tendência da doutrina tradicional, que em geral discute o conceito de conflito de interesses apenas sob a perspectiva retrospectiva – i.e., sob a perspectiva de um juiz que deverá aplicar o conceito e as regras jurídicas que se articulam a partir dele na decisão de um caso já ocorrido.

Uma vez que se entende a dupla dimensão, ou o aspecto relacional, dos conflitos de interesses em sentido forte, passa a fazer sentido pensar a articulação do conceito também sob um olhar *prospectivo* – i.e., sob a perspectiva de alguém que toma decisões a partir de regras jurídicas existentes. Ainda, passa a fazer sentido assumir o olhar do investidor, que é aquele que se sujeita aos riscos de oportunismo, ou de potencial expropriação de seu investimento, implicados por situações de conflito de interesses do controlador. Nessa linha, o conceito teórico de conflito de interesses, tal como articulado neste trabalho, abre margem também para uma reflexão prática.

Essa reflexão sob o olhar prospectivo não é nova, como referido no primeiro capítulo[212]. No entanto, costuma ser feita, na literatura jurídica contemporânea, não diretamente a partir do conceito de conflito de interesses, mas do conceito de *operações entre partes relacionadas*. Antes de iniciar a reflexão mais prática, portanto, é relevante abordar também esse contraste conceitual.

[212] V. Seção 1.1.1.1, *a*, acima.

3.1 Conflitos de interesses *v.* operações entre partes relacionadas: intersecção, mas não continência

O termo "operações entre partes relacionadas"[213] ("OPR") ganhou proeminência na literatura jurídica contemporânea, sobretudo nos estudos interdisciplinares de direito e finanças. Esse termo é em geral tratado como um capítulo específico da disciplina jurídica de conflitos de interesses, como se toda OPR envolvesse um conflito de interesses inerente (Enriques e Tröger, 2019). De fato, há um grande campo de intersecção entre as referências dos dois conceitos. Contudo, partindo do conceito proposto no capítulo anterior, é possível argumentar que não se trata de uma relação de continência.

A noção de OPR disseminou-se a partir de exigências da contabilidade. Seguindo a definição do Pronunciamento Técnico CPC 05(R1), referida no capítulo anterior, em linha com os padrões contábeis internacionais, OPR dizem respeito, basicamente, aos vínculos da entidade (a companhia) que reporta informações contábeis por meio de suas demonstrações financeiras, de um lado, e (i) pessoas naturais, ou membros próximos de sua família, que sejam controladores ou tiverem "influência significativa" sobre a companhia, ou sejam membros de sua administração; ou (ii) pessoas jurídicas que sejam controladoras ou que façam parte do mesmo grupo econômico da companhia (coligadas ou outras sociedades sob controle comum, seja o controlador comum pessoa natural ou jurídica). A preocupação essencial da transparência em relação às OPR, do ponto de vista da contabilidadade, diz respeito a operações econômicas – ou transferências de recursos econômicos entre a companhia e uma de suas partes relacionadas.

Por um lado, nem toda OPR com conteúdo econômico implica um conflito de interesses sob a perspectiva da relação controladores e não controladores, considerando conflitos de interessess situações em que há risco de o titular de um poder jurídico redistribuir recursos econômicos em seu favor ou em favor de terceiro a ele vinculado. O

[213] Utilizo o termo "operação" e não "transação", como é de costume, uma vez que o termo "transação", no direito brasileiro, diz respeito a situações de encerramento de litígios judiciais ou extrajudiciais mediante concessões recíprocas das partes envolvidas (v. art. 840, Código Civil). Pode-se argumentar que a expressão "transação com partes relacionadas", após sua importação do inglês ("*related party transaction*"), já se emancipou em relação à terminologia jurídica tradicional em nosso idioma. De todo modo, recebi a orientação de fazer esse ajuste no exame de qualificação e, em se tratando de um trabalho que procura levar a sério conceitos jurídicos, essa opção me parece, agora, mais adequada.

exemplo mais claro são as relações entre a companhia e uma subsidiária integral, ou entre subsidiárias integrais da companhia. Do ponto de vista contábil, é importante que se divulguem transferências econômicas entre essas entidades para que se possa formalizar balanços e demonstrações financeiras com precisão[214]. No entanto, do ponto de vista do direito societário, seguindo o conceito proposto neste trabalho, não é adequado dizer que há conflito de interesses do controlador nessas hipóteses. Já em relações entre companhias sob controle comum, nas quais o controlador possua participações societárias distintas, surge o risco de redistribuição de recursos para a companhia na qual o controlador possua maior participação – um risco que surge, note-se, pela posição de poder ocupada pelo controlador, essencial para a qualificação de conflitos de interesses, e não só pela redistribuição em si.

Um segundo exemplo, mais nuançado, é a remuneração paga a administradores pela companhia. Ainda que esse pagamento se enquadre com precisão no conceito de OPR, nem sempre a decisão sobre a remuneração implicará um conflito de interesses daquele que participa da decisão sobre o seu montante. Competindo a fixação da remuneração dos administradores à assembleia geral (art. 152, LSA), nos casos em que houver separação clara entre o acionista controlador e os membros do conselho – pense-se nos casos de conselhos de administração compostos apenas por membros independentes do controlador –, a definição da remuneração não implicará, necessariamente, conflito de interesses em sentido jurídico[215].

A questão torna-se problemática, novamente, quando essa separação não ocorre, podendo o controlador que também faz parte da administração atribuir remuneração a si mesmo[216]. A previsão de critérios, ainda que abertos, no art. 152 da LSA (dimensão das responsabilidades, tempo dedicado à companhia, competência e reputação profissional e parâmetros de mercado para profissionais em funções similares), ganha sentido forte quando

---

[214] Deixo de abordar, aqui, as eventuais questões tributárias que podem decorrem desses relacionamentos, por escaparem ao escopo deste trabalho.

[215] Em casos de controle gerencial, sem a presença de um acionista controlador definido, essa ausência de conflito de interesses sob a perspectiva de poderes *decisórios* é mais evidente. No entanto, seguindo a definição de Valiergue, é possível identificar conflitos de interesses também sob a perspectiva dos poderes *intelectuais*, por exemplo nos casos em que o conselho de administração for o responsável pela elaboração da proposta de remuneração da administração para o exercício seguinte, a ser aprovada pela assembleia geral. A mitigação desses poderes pela via da criação de comitês de remuneração, que ao menos repartem os poderes intelectuais com o conselho, mostra não só a abrangência do conceito de conflito de interesses, em seu sentido mais intuitivo, como a proximidade dos conceitos de conflito de interesses e governança corporativa, tal como interpretados neste trabalho.

[216] Como ilustra o Caso Melhoramentos (v. nota 96 acima).

se reconhece a existência desse conflito de interesses – do contrário, seriam supérfluos, assim como as normas extraídas dos arts. 117, §1º, *f*, e 156, *caput*, referidas acima.

Por outro lado, uma vez que se refere a relações *entre* a companhia e pessoas naturais ou jurídicas a ela relacionadas, o conceito de OPR não abarca facilmente as relações e decisões *dentro* da própria companhia ou, em outros termos, entre os próprios membros da entidade. O caso mais evidente são as redistribuições que dizem respeito apenas a poderes políticos, como ilustra o Caso GPC, referido acima. A atribuição excepcional de cargos específicos a um acionista controlador em particular, com sua participação determinante na deliberação sobre tal atribuição, não pode ser adequadamente compreendida como uma OPR, mas certamente envolve um conflito de interesses.

Ainda, caracterizar como uma OPR a hipótese de participação do acionista-administrador na assembleia que delibera sobre as contas da administração do exercício anterior (art. 115, §1º, LSA) parece um exercício de ginástica conceitual desnecessário, uma vez que se compreende o risco de eventual resdistribuição de recursos econômicos da companhia em seu favor – i.e., o conflito de interesses – envolvido nessa situação.

Por fim, do ponto de vista teórico, como já salientado, o conceito de conflito de interesses também é essencial para se pensar a estrutura organizativa da própria companhia, como ilustra a definição (e a crítica à limitação) das regras de impedimento de nomeação para o conselho fiscal, bem como de qualquer outro órgão da companhia.

Tirante esses casos limítrofes, de fato é correto dizer que boa parte das OPR também podem ser vistas pela lente do conflito de interesses, sempre que a situação focalizada envolver um exercício de poder jurídico, sobretudo por controladores, capazes de, em princípio, determinar a redistribuição de recursos econômicos ou políticos da companhia em seu próprio benefício. A utilidade da distinção, em primeiro lugar, decorre da maior clareza analítica. A dificuldade teórica de se definir o conceito de conflito de interesses parece estar na raiz do recurso cada vez mais frequente do termo “operação entre partes relacionadas” por juristas e autoridades públicas envolvidos com o campo do direito societário, sendo a noção de conflito de interesses referida apenas por seu apelo intuitivo. No caso específico dos conflitos de interesses, um problema do abandono da empreitada hermenêutica, ponto fundamental da tarefa de qualquer jurista, é a perda de vista das conexões do direito

societário com outros campos do direito, e mesmo com outras disciplinas intelectuais, uma lacuna que o Capítulo 1 procurou atacar.

Parece mais frutífero reconhecer tanto a proximidade como as distinções, e as diferentes funções, de cada conceito, de modo a fazer com que um auxilie a compreensão e o desenvolvimento do outro. No caso do conceito de OPR, como visto acima, uma utilidade de sua definição abrangente é refutar a ideia, em voga na doutrina brasileira, de que é descabido elencar hipóteses de conflito de interesses para além de casos paradigmáticos, sob o argumento de que conflitos de interesses são meras questões de fato, a serem averiguadas caso a caso, de acordo com a influência sofrida pelo tomador de decisão em seu julgamento. A força normativa atribuída ao conceito de OPR e a obrigatoriedade de transparência a seu respeito, ao menos para companhias abertas, aponta justamente no sentido oposto. Cada vez mais exige-se profundidade de julgamento sobre situações limite envolvendo partes relacionadas à companhia, e não simples declarações de que não há nada de errado com OPR porque as decisões dentro da companhia são tomadas de boa-fé (subjetiva).

Proceder na via inversa também pode ser produtivo. Uma vez que ao conceito de conflito de interesses atribui-se uma dupla dimensão, ganhando relevância a dimensão do principal, daquele que está sujeito aos efeitos de decisões de agentes ou que pode antecipar tais efeitos – em outros termos, daquela que *confia* no (ou *desconfia* do) agente –, cabe pensar a relação entre OPR que envolvem conflitos de interesses e confiança de investidores.

3.2 Operações entre partes relacionadas e (des)confiança: caso exemplar e evidências empíricas

Tentar estabelecer uma relação entre OPR e confiança de investidores exige esclarecer o que se entende por confiança, um conceito que comporta diversos sentidos e abordagens distintas. Em primeiro lugar, contudo, vale referir alguns estudos que analisam OPR sob a perspectiva do investidor, de modo a ilustrar o sentido do argumento que se pretende avançar adiante. Antes disso, um exemplo recente serve como introdução.

Em 1º de outubro de 2018, a Qualicorp, companhia aberta brasileira, listada no Novo Mercado, divulgou fato relevante informando que seu conselho de administração havia

aprovado, por unanimidade, a celebração de um contrato entre a Qualicorp e um de seus principais acionistas, José Seripieri Filho, fundador da companhia. Pelo contrato, Seripieri, que além de detentor de 15% das ações da companhia também era seu diretor-presidente e membro de seu conselho de administração, comprometia-se, pelo prazo mínimo de 6 anos, a (i) não alienar cerca de 32% do total de suas ações, e (ii) não competir com a companhia e não aliciar seus clientes. Em contrapartida, Seripieri receberia uma indenização no valor de R$150 milhões, livres de impostos, à vista[217]. No mesmo dia do anúncio, o valor das ações da Qualicorp negociadas em bolsa caiu 30%, e a companhia perdeu R$1,3 bilhão em valor de mercado[218].

Os dias seguintes ao anúncio foram marcados por uma querela entre investidores, de um lado, e a administração da companhia e Seripieri, de outro. Além do desconto brutal imposto ao preço das ações, ao menos um dos investidores da Qualicorp, a XP Gestão, enviou notificação à companhia solicitando a imediata suspensão do contrato com Seripieri. De sua parte, o conselho de administração da Qualicorp publicou comunicado ao mercado afirmando que o objetivo do contrato era promover um alinhamento de longo prazo entre a Qualicorp e Seripieri, seu fundador e principal executivo, além de uma das mentes brilhantes do ramo de planos de saúde, área de atuação da companhia. Ressaltou que Seripieri não tinha participado, enquanto conselheiro, das discussões a respeito do valor da indenização que lhe seria paga, nem da deliberação que decidiu pela celebração do contrato, e que entendia que o contrato atendia aos melhores interesses da companhia. Seripieri, por sua vez, afirmou que o contrato era uma forma de remunerá-lo pelos anos que atuou como presidente da Qualicorp sem um pacote de remuneração especial, bem como pelo compromisso de desenvolver, dentro da companhia, os novos projetos para o ramo de planos de saúde que havia concebido.

---

[217] Os detalhes do contrato constam em Comunicação de Transação entre Partes Relacionadas publicado pela Qualicorp em 1º de outubro de 2018, disponível no sistema Empresas.net, da CVM. Os fatos relevantes, comunicados ao mercado e a manifestação específica do conselho de administração, de 2 de outubro de 2018, referentes à discussão estão disponíveis também na página de relações com investidores da Qualicorp (v. http://ri.qualicorp.com.br/qualicorp/web/conteudo_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=58052&id=0&submenu=0&img=0&ano=2018, último acesso em 16.01.2020.

[218] Cf. reportado pela imprensa à época. V. Revista Exame, "Empresário leva R$ 150 mi para não competir consigo mesmo – e ação desaba", 02.10.18, disponível em https://exame.abril.com.br/mercados/empresario-leva-r-150-mi-para-nao-competir-consigo-mesmo-e-acao-desaba/; Portal Infomoney, "A bizarra queda de quase 30% da Qualicorp é uma oportunidade de compra?", 01.10.2018, disponível em https://www.infomoney.com.br/negocios/a-bizarra-queda-de-quase-30-da-qualicorp-e-uma-oportunidade-de-compra/, Revista Exame, "Em notificação extrajudicial, XP pede à Qualicorp que suspenda acordo", 02.10.2018, disponível em https://exame.abril.com.br/negocios/em-notificacao-extrajudicial-xp-pede-a-qualicorp-que-suspenda-acordo/, últimos acessos em 16.01.2020.

Em novo fato relevante divulgado em 10 de outubro de 2018, a Qualicorp comunicou os termos da resolução do imbróglio: seu conselho de administração determinou que a celebração de quaisquer novas operações entre a companhia e um de seus acionistas dependeria de prévia aprovação da assembleia geral – medida posteriormente incorporada ao estatuto social da companhia –, e que um comitê interno de governança corporativa seria criado e coordenado por um conselheiro nomeado pela XP Gestão. Ainda, divulgou-se que Seripieri havia se comprometido a investir o montante integral recebido a título de indenização na compra de ações da companhia, de modo a aumentar a sua participação, o que sinalizaria seu compromentimento de longo prazo com a Qualicorp. A partir de então, o valor das ações acumulou alta expressiva que, em agosto de 2019, chegou a 140% desde a queda pronunciada, ocorrida na data do anúncio do contrato com Seripieri. Essa alta foi diretamente atribuída pela XP Gestão às inovações do sistema de governança interno da companhia, ressaltando-se o fato de a companhia, em nenhum momento nesse período, ter revisado para cima as suas expectativas de lucro[219].

Submetido à aprovação da assembleia geral no ano seguinte, o novo contrato com Seripieri foi aprovado, inclusive com o voto favorável da XP Gestão. Curiosamente, poucos meses após, foi anuciada a venda de parte da ações de Seripieri à Rede D'Or, companhia do ramo hospitalar, por valor não divulgado[220]. Com a operação, Seripieri deixou todos os cargos que mantinha na administração da companhia e tornou-se seu acionista indireto, celebrando acordo de voto com a Rede D'Or.

O caso levanta diversas questões jurídicas relevantes, sendo que a aprovação do contrato original pelo conselho de administração da Qualicorp permanece sob análise da CVM[221]. Para os propósitos deste trabalho, basta ater-se à enorme queda do preço das ações da Qualicorp quando da divulgação da aprovação do contrato com Seripieri, e sua posterior remontada a partir da introdução dos novos mecanismos de governança interna da

---

[219] Cf. reportado pela imprensa. V. Portal Infomoney, "Rali de 140% da Qualicorp recompensa ativismo da XP Asset", 14.10.19, disponível em https://www.infomoney.com.br/negocios/rali-de-140-da-qualicorp-recompensa-ativismo-da-xp-asset/, último acesso em 16.01.2020.

[220] V. Valor Econômico, "Rede D'Or compra 10% da Qualicorp", 08.08.19, disponível em https://valor.globo.com/empresas/noticia/2019/08/08/rede-dor-compra-10-da-qualicorp.ghtml, último acesso em 16.01.2020.

[221] A acusação é de que o contrato aprovado previa condições não equitativas, favoráveis a Seripieri, e que o valor do benefício a ele concedido superava o montante de remuneração global estabelecido pela AGO do exercício. A proposta de termo de compromisso apresentada pelos conselheiros envolvidos na aprovação foi rejeitada pelo colegiado da CVM em 22 de outubro de 2019. V. http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2019/20191023-2.html, último acesso em 16.01.2020.

companhia. A reação inicial negativa dos investidores – avaliada não só pela queda do preço das ações em si, mas pelas declarações à imprensa e pela atuação litigiosa da XP Gestão – evidencia, em primeiro lugar, que as justificativas apresentadas pela administração da companhia, no sentido da promoção do interesse da companhia, não foram aceitas, prevalecendo a *percepção* da expropriação acarretada pelo contrato.

Em segundo lugar, o caso coloca em questão os mecanismos tradicionais de tratamento de conflitos de interesses. A celebração do contrato entre a companhia e um de seus principais acionistas – seu fundador e "principal liderança", segundo a manifestação do conselho de administração de 2 de outubro de 2018 e *percebido* como seu "controlador de fato"[222] –, sobretudo fora do curso normal dos negócios sociais, configura não só uma OPR como uma situação de conflito de interesses, uma vez que Seripieri também fazia parte do conselho de administração, que deliberaria a respeito da questão. Admitindo-se a veracidade da informação de que Seripieri não participou seja das negociações, seja da deliberação a respeito da aprovação do contrato[223] – em cumprimento à norma extraída do art. 156, *caput*, da LSA –, conclui-se que essa solução estabelecida pela lei não foi suficiente para aplacar a percepção negativa dos investidores nesse caso.

Até aí, pode-se argumentar que se trata de um caso extremo e isolado, e que não caberia ao direito preocupar-se com percepções, mas apenas com fatos comprovados. No entanto, assumindo um olhar prospectivo, fundamental para análise da regulação jurídica, parece haver boas razões para preocupação com esse tipo de problema.

Estudos empíricos vêm apontando para uma correlação negativa entre o engajamento de companhias em OPR e seu valor de mercado. Por exemplo, Kohlbeck e Mayhew (2010) estudaram o impacto da divulgação ao mercado de OPR no valor de mercado e no retorno anual do investimento proporcionado por companhias a seus acionistas nos Estados Unidos no ano de 2001[224]. A amostra era composta por 1194 companhias listadas no índice S&P

---

[222] Tal como definido, justamente, por uma tradicional associação de investidores brasileira: v. carta AMEC de 23 de janeiro de 2019, disponível em https://www.amecbrasil.org.br/por-um-mercado-mais-seguro/, último acesso em 16.01.2020.

[223] O que não implica deixar de lado a possibilidade de que o fundador, reconhecido como a grande liderança da companhia por seus próprios pares, não exerça forte ascendência e influência sobre eles.

[224] Os autores escolheram 2001 como limite temporal por conta da proibição de empréstimos a administradores por suas companhias, imposta pelo Sarbanes-Oxley Act, de 2002, após os escândalos envolvendo, dentre outras companhias, Enron e WorldCom.

1500, das quais 747 (63%) divulgaram ter se engajado em ao menos uma OPR naquele ano[225]. Os autores identificaram que companhias que divulgaram OPR ao público apresentavam valor de mercado, em média, 8% menor do que companhias que não se engajaram (ou ao menos não declararam ter se engajado) nesse tipo de contratação, além de retorno aos acionistas comparativamente menor.

A associação desses achados sugere que (i) investidores impõem um desconto ao valor de avaliação das companhia que se engaja em OPR, como antecipação a uma possível expropriação por parte dos controladores, e que (ii) a percepção de risco por parte dos investidores não é necessariamente compensada por retornos mais altos. Ao menos do ponto de vista teórico, essa combinação sugere um equilíbrio ineficiente na alocação de recursos no mercado: na ausência de mecanismos suficientes seja para impedir que OPR ocorram, seja para garantir que sejam eficientes, investidores recorrem à precificação do risco, que por si só não obsta a apropriação de recursos da companhia por parte dos *insiders*.

Dois pontos adicionais do estudo são de interesse. Em primeiro lugar, Kohlbeck e Mayhew identificam que OPR realizadas diretamente com administradores ou acionistas e sem vinculação clara com os negócios da companhia, como empréstimos e contratos de prestação de serviços, são o principal vetor do desconto imposto ao valor de mercado da companhia pelos investidores. Uma interpretação possível dessa descoberta é o fato de operações econômicas conduzidas em situações mais evidentes de conflitos de interesses e não mitigadas por uma explicação plausível sobre o seu propósito negocial acentuarem a percepção negativa dos investidores. Os autores são cautelosos ao ressaltar que o resultado de sua análise não indica que OPR que envolvam investimentos ligados aos negócios da companhia, em tese mais facilmente justificáveis, são menos preocupantes, muito menos bem vistas pelo investidor. De todo modo, sugerem que controladores se atentem aos diferentes tipos de OPR e seu impacto específico na avaliação do valor da companhia por terceiros.

---

[225] São identificadas como partes relacionadas: (i) administradores (conselheiros e diretores) da companhia e (ii) acionistas detentores de mais de 5% das ações da companhia, além de controladas desses agentes, bem como (iii) sociedades investidas da companhia que não subsidiárias integrais. O estudo propõe uma distinção entre operações “simples”, como empréstimos (como tomador ou credor), outorga de garantias e contratos de prestação de serviços ou consultoria em geral, e “complexas”, ligadas a investimentos de longo prazo da companhia que gerem reflexos em mais de uma entrada de suas demonstrações financeiras.

Em segundo lugar, uma análise apressada dos resultados poderia interpretar a queda no valor de mercado decorrente da divulgação das OPR como um argumento em prol da limitação do acesso dos investidores à informação a respeito dessas operações[226]. Os autores rejeitam essa inferência. Argumentam, de início, que os investidores não teriam como comparar companhias que recorrem a OPR com outras que não recorrem sem a transparência, e os resultados da análise mostram, justamente, que essa informação é valiosa para a tomada de decisão. Ademais, entendem que a obrigação de divulgação é um controle limitado, mas importante, para inibir OPR com potencial mais elevado de lesão à companhia.

A hipótese que associa a frequência de OPR a uma diminuição do valor de mercado das companhias foi também testada em jurisdições nas quais o controle não é tradicionalmente gerencial, como nos Estados Unidos, mas acionário, com a presença de acionistas controladores bem definidos. Em estudo recente, analisando o mercado espanhol, Bona-Sánchez, Fernández-Senra e Pérez-Alemán (2017) partem de uma amostra muito menor do que a de Kohlbeck e Mayhew – 94 companhias –, mas compreendem um período mais amplo – 2004 a 2012. As autoras identificaram que (i) 99,84% das OPR no período analisado foram realizadas entre a companhia e seu acionista controlador, e (ii) mais da metade das companhias da amostra divulgou ter realizado ao menos uma OPR. Os resultados gerais são consistentes com os obtidos por Kohlberg e Mayhew: as autoras identificaram uma relação negativa entre o valor de mercado das empresas e o engajamento em OPR. No entanto, divergem no que diz respeito ao tipo de OPR: não foram encontradas diferenças no impacto negativo para OPR que envolvessem investimentos, operações de empréstimo ou relações comerciais no curso dos negócios da companhia. Assim, argumentam que qualquer tipo de OPR implicaria uma redução no valor de mercado da companhia.

Uma tendência similar foi também apontada no mercado brasileiro. Silveira, Prado e Sasso (2008) realizaram estudo com uma amostra de 49 companhias abertas brasileiras listadas em algum dos segmentos especiais da então Bovespa (atual B3) que se engajaram em ao menos uma OPR no ano de 2006. Os autores também encontram evidências que

[226] Uma análise ainda mais apressada dirá que a divulgação está associada a um valor de mercado *mais alto*, o que o estudo nega de forma literal. Essa análise, curiosamente, consta da página do Banco Mundial, na descrição da metodologia da seção "Proteção de Investidores" de seu *Doing Business Report*, citando o estudo de Kohlbeck e Mayhew: "Empirical research shows that companies that disclose related-party transactions have a higher stock exchange valuation than those that do not". Disponível em https://www.doingbusiness.org/en/data/exploretopics/protecting-minority-investors/good-practices#1 (último acesso em 16.01.2020).

sugerem uma relação negativa entre frequência de OPR e valor de mercado da companhia, indicando que a ocorrência de OPR estaria mais associada à percepção de expropriação do que à realização de operações econômicas benéficas para a companhias e seus acionistas.

Há evidência empírica, portanto, que identifica uma precificação dos riscos associados a OPR por parte de investidores, o que deprime o valor de mercado das companhias. Seguindo a interpretação de Kohlbeck e Mayhew, uma vez que essa precificação ocorre, é possível que o investidor deixe de ter incentivos para engajar-se em ações de constragimento ao controlador, como ativismo em assembleias, tentativa de eleição de administradores ou mesmo início de litígios relativos a determinadas OPR. Levando a cabo essa hipótese, identifica-se uma cadeia de incentivos perversa: quando o investidor antecipa os riscos e protege-se de eventuais expropriações pela via da precificação, os controladores terão incentivo para continuar a realizar OPR que implicam extração de benefícios particulares para si em detrimento da companhia, até o limite em que os ganhos oriundos dessas operações compensam os prejuízos decorrentes da queda do valor de sua participação. Até esse limite, nenhum dos dois polos da relação tem incentivos para modificar seu comportamento – investidores permaneceriam apáticos, protegidos pelo desconto prévio, e controladores continuariam a extrair os benefícios particulares oriundos das OPR.

Esse equilíbrio pode até ser eficiente do ponto de vista da relação controlador e investidor isoladamente, uma vez que, por hipótese, ambos os polos da relação calculam os riscos e retornos esperados da interação. No entanto, do ponto de vista da economia como um todo, trata-se de um peso-morto, uma perda de recursos que poderiam se tornar investimento produtivo, decorrente da simples percepção da possibilidade de expropriação[227]. Tomando os números apresentados pelos autores como exemplo, trata-se de uma perda de 8% do valor das companhias, valor que deixa de ser canalizado para projetos

[227] "[It] may be that contracting alone cannot entirely overcome the threat of management opportunism. Corporate insiders have considerable power with respect to RP transactions, including what types of contracts the firm enters into and the monitoring mechanisms that are in place. As Jensen and Meckling so eloquently point out, once a manager owns less than the full firm, he has strong incentives to consume firm resources, because he does not bear the full cost of the consumption. Our paper suggests there is a market-based cost to this consumption. However, it may be that from the related parties' perspective, the market cost does not offset the personal gain to the RP transaction. Furthermore, the market may not have any reason to discipline the behavior after it has taken price protection in the form or lower valuations and returns. The resulting equilibrium suggests a moderate dead-weight loss to the market as whole that neither stockholders nor management are motivated to fix" (Kohlbeck e Mayhew, 2010, p. 135).

de potencial ganho futuro. Nessa linha, entende-se que a percepção de risco também tem um custo econômico relevante.

Partindo dessa evidência empírica e assumindo, em linha com a literatura econômica, que certas OPR podem ter propósitos negociais e potencial de geração de valor positivo para a companhia, sem implicar redistribuições indevidas para controladores em detrimento dos demais acionistas, uma das questões centrais passa a ser como tentar superar esse círculo vicioso, que implica perda desnecessária, e considerável, de riqueza. Em outros termos, um dos pontos importantes a ser enfrentado, no que diz respeito às OPR, é a dissonância entre a perspectiva do investidor, que antecipa riscos futuros, e os resultados econômicos efetivos de OPR.

Do ponto de vista do direito, a tentativa de responder a essa questão parte da análise do papel que a regulação pode ter para atenuar essa dissonância. Como argumentam Kohlbeck e Mayhew, e como o caso da Qualicorp ilustra, a transparência em relação a OPR, que tem um fundamento normativo[228], é um elemento necessário, mas não suficiente, para atacar esse problema. Dependendo do tamanho da exposição e do risco do investidor, é possível que ele utilize as informações disponibilizadas pela companhia simplesmente para proteger-se, e não para confrontar operações que, em seu ver, implicam redistribuição injusta de recursos em favor do controlador.

No caso da XP Gestão, por exemplo, o ativismo ocorreu tanto pela participação relevante que detinha na Qualicorp como pelo entendimento de que a possibilidade de expropriação do valor de seu investimento, refletida na queda acentuada do preço das ações, poderia ser revertida confrontando-se a administração[229]. O fato de a subida gradual do preço ter sido expressamente atribuída à posterior introdução de mecanismos que sinalizavam constrangimento à possibilidade de extração de benefícios particulares pelos *insiders* da companhia – a nova regra mais rígida para a aprovação de OPR envolvendo acionistas e a

[228] Na medida em que se entende o aspecto relacional, ou a dupla dimensão, dos conflitos de interesses, passa a ter valor a perspectiva daquele que está sujeito ao risco de oportunismo. A transparência quanto à existência do conflito de interesses tem fundamento normativo justamente por implicar uma atitude de respeito em relação ao principal, ou em favor daquele que está sujeito ao risco. Defender o contrário implica assumir o ônus de argumentar em prol da ocultação de informações.

[229] Representantes da XP Gestão declararam expressamente ter assumido uma postura ativista em função da percepção do valor deprimido das ações da companhia, uma percepção que foi exacerbada quando do anúncio do contrato com Seripieri. V. entrevista que consta da notícia indicada na nota 214 acima.

criação de um comitê interno liderado por um investidor ativista –, sem que as projeções futuras de resultado da companhia tenham sido alteradas, são um indicador da existência do peso-morto econômico a que se referem Kohbeck e Mayhew.

No entanto, como apontam os estudos empíricos, nem sempre haverá um investidor com exposição e recursos suficientes para ser ativista, sendo a precificação de risco um fenômeno espraiado. Em outras palavras, nem sempre o "mercado" será capaz de, por si só, disciplinar o risco de oportunismo na direção da eficiência socialmente desejável. É nesse sentido que a reflexão sobre a regulação de OPR pode ser pensada. É possível atenuar a percepção de risco ou, em outros termos, reverter os votos de desconfiança dados pelos investidores quanto às OPR?

3.3 Reflexões sobre operações entre partes relacionadas e percepção de risco de oportunismo

Propõe-se, aqui, pensar a percepção de risco dos investidores sob a ótica da confiança. Como visto no Capítulo 1, essa aproximação é sugerida pelos estudos econômicos que abordam a dimensão potencial dos conflitos de interesses e propõem a regulação jurídica dessas situações como uma forma de geração de confiança. No entanto, há uma literatura específica, bastante ampla, sobre confiança, sobretudo no campo da sociologia, que em geral não é referida pelos economistas, e pode ser útil para um aprofundamento das reflexões regulatórias.

3.3.1 Conceito de confiança: atributos individuais, disposições gerais e relações específicas

Assim como o conceito de conflito de interesses, o conceito de confiança é pervasivo e de difícil definição. Como aponta Anna Lygia Costa Rego em sua tese de doutorado, as teorias que utilizam o conceito de confiança são numerosas e, não raro, bastante diferentes entre si, em seus pressupostos e objetivos, variando entre abordagens de cunho sociológico,

ético e filosófico[230]. Fazendo-se um recorte, uma aproximação do conceito sugere, grosso modo, três tipos de abordagem possíveis, em duas vertentes distintas.

A primeira vertente propõe pensar a confiança do ponto de vista individual. Em uma primeira abordagem, pensa-se nas características daquele que recebe a confiança. Nessa abordagem é possível dizer, por exemplo, que alguém é *confiável* por conta de certas disposições particulares de caráter, ou por suas atitudes pretéritas. Pode-se destacar o aspecto moral ou ético – trata-se de alguém confiável por uma sua disposição intrínseca – ou o aspecto social – por exemplo, alguém é confiável por constantemente manter a sua palavra em promessas feitas no passado. O valor do ato de confiar, nessa perspectiva, está diretamente ligado à confiabilidade ("*trustworthiness*") do sujeito no qual a confiança é depositada (O'Neill, 2018). Trata-se de uma visão sobre confiança focada, nos termos propostos no Capítulo 1, na dimensão do agente em quem se confia.

Ainda nessa primeira vertente, uma segunda abordagem pensa a confiança como um atributo daquele que confia ou, mais especificamente, como uma pré-disposição pessoal e geral para confiar. Um exemplo dessa abordagem é a metodologia de pesquisa coletiva realizada no âmbito do programa "World Values Survey"[231]. Essa pesquisa propõe mensurar a disposição das pessoas de cada país em confiar em seus concidadãos a partir das respostas à seguinte questão: "*De maneira geral, você diria que a maioria das pessoas é confiável, ou precisa ter muito cuidado ao lidar com pessoas?*". Vale notar que, segundo a métrica do estudo, o Brasil figura sistematicamente como um dos países em que a disposição para a confiança é mais baixa. No último ciclo de coleta de dados, entre 2010 e 2014, apenas 7,1% dos entrevistados brasileiros responderam que "a maioria das pessoas é confiável", enquanto 92,2% indicaram que "precisam ter muito cuidado" ao lidar com estranhos[232].

Um segundo exemplo dessa abordagem pensa, em termos mais abstratos, a disposição individual para a confiança não como um elemento ativo, mas passivo, decorrente

---

[230] Veja-se a resenha proposta pela autora de algumas das principais obras contemporâneas (Rego, 2010, pp. 102 e ss.).

[231] O "World Values Survey" é uma rede global de pesquisadores dos campos das ciências sociais e políticas formada em 1981, que realiza levantamentos comparativos periódicos entre países a cada 5 anos, e que buscam mensurar e dimensionar a evolução de valores socialmente compartilhados, dentre eles a percepção de confiança.

[232] Em comparação, por exemplo, a 10%, na Líbia, 34,8% nos Estados Unidos e 60,1% na Suécia. Dados disponíveis em http://www.worldvaluessurvey.org/WVSOnline.jsp, último acesso em 16.01.2020.

da própria estrutura social em que o indivíduo está inserido. A confiança exerce uma função de colocação do indivíduo nessa estrutura social. Essa abordagem funcional é proposta, fundamentalmente, por Niklas Luhmann (2005), que entende a confiança como uma disposição capaz de reduzir a complexidade do mundo, as crescentes possibilidades de ação a ele inerentes e a ansiedade e a incerteza que derivam desses múltiplos caminhos possíveis. Um exemplo dessa leitura é o ato do uso do dinheiro, que implica uma suposição, apreendida automaticamente, de que o sistema monetário como um todo está funcionando, e não um ato de confiança em cada pessoa que utiliza o dinheiro em suas interações econômicas. O ato de usar dinheiro implicaria, então, uma generalização de expectativa sobre a sua utilidade.

Uma segunda abordagem, que interessa mais diretamente a este trabalho, pensa a confiança não sob a perspectiva individual, mas relacional. As questões colocadas por essa abordagem focalizam não as disposições individuais de cada indivíduo, mas como as ações de cada um e a interação prolongada entre eles, no contexto de uma relação que mantêm entre si, podem afetar, positiva ou negativamente, a confiança. Nesse contexto, pode-se falar ao mesmo tempo em sujeitos que confiam e sujeitos que recebem a confiança.

Banerjee, Bowie e Pavone (2006, p. 308), a partir de uma revisão de literatura, elencam três elementos escalonados que são geralmente reconhecidos como necessários para o estabelecimento de relações de confiança: (i) *interdependência*, de modo que ao menos uma das partes da relação depende da outra para atingir uma determinada finalidade; (ii) *vulnerabilidade*, de modo que ao menos uma das partes dependentes está sujeita a um comportamento oportunista da outra parte; e (iii) *risco*, de modo que, em virtude da vulnerabilidade, o atingimento da finalidade pela parte dependente, ou de seus interesses, está em risco constante. Os autores destacam que a vulnerabilidade inerente a essas relações é o elemento do qual deriva o componente ético normalmente atribuído à noção de confiança. O acento está, como destaca a primeira abordagem referida acima, naquele que recebe a confiança. O comportamento antiético é aquele que engana ou ilude a parte dependente, fazendo-a confiar em uma representação não verdadeira, e explora a sua vulnerabilidade em benefício pessoal.

Relações de confiança, no entanto, podem abranger mais do que o aspecto ético, no sentido de que nem toda interação cooperativa, em que há dependência, vulnerabilidade e assunção de risco implica uma avaliação das características pessoais ou disposições de

caráter daqueles com quem se coopera. Trata-se de algo intuitivo: boa parte das interações sociais que envolvem algum tipo de cooperação se dá entre estranhos e, progressivamente, de forma virtual, sem contato direto entre as partes da relação. As interações no mercado acionário são uma boa ilustração desse fenômeno.

Cook, Hardin e Levi (2005) destacam esse fator e questionam o uso generalizado do termo confiança. Os autores propõem uma definição mais restrita do conceito, a partir do modelo que definem como "interesse encapsulado" ("*encapsulated interest*"). Para os autores, relações de confiança genuínas são aquelas em que uma das partes (A) acredita que a outra (B) tem *incentivos* para agir segundo os seus próprios interesses (de A), ou internalizá-los, como se fossem os seus próprios (de B), em uma determinada situação.

Por destacar a noção de incentivos, essa definição mais restrita tem duas vantagens principais. Em primeiro lugar, ela joga luz sobre as condições sociais e institucionais nas quais ocorre o que, em geral, se define por confiança. Para esses autores, relações de confiança genuínas se desenvolvem, fundamentalmente, em um nível micro, interpessoal, justamente nos casos em que é possível a cada parte avaliar a confiabilidade da outra. Essa avaliação depende da duração da interação entre as partes, da proximidade entre elas – que permite o acompanhamento das ações da contraparte –, que ambas se conheçam com alguma profundidade – reduzindo a assimetria de informação entre si – e que haja uma dependência recíproca entre elas. A relação estabiliza-se na medida em que cada parte tem conhecimento sobre os riscos de ruptura da relação para a outra, de modo que podem acreditar que a contraparte "encapsula" os seus próprios interesses.

Seguindo essa leitura, as situações sociais que permitem o desenvolvimento de confiança em sentido genuíno são, portanto, limitadas. Em linha com estudos de psicologia comportamental, os autores argumentam que julgamentos iniciais sobre a confiabilidade de terceiros com quem se interage pela primeira vez são em geral baseados em avaliações errôneas, partindo de inferências sobre traços físicos ou de personalidade estilizados, ou mesmo preconceitos estabelecidos, que dificilmente superam a incerteza quanto ao seu comprometimento com a relação. Fontes externas de informação podem ser úteis, como vinculações à mesma rede de conhecidos ou reputação pretérita, mas esses fatores apenas destacam o nível micro em que a confiança – no sentido de acreditar que alguém encapsula nossos interesses – tende a se desenvolver. A dependência recíproca e a interação continuada

são relevantes justamente para que a avaliação da confiabilidade se refine. A confiança em sentido genuíno, portanto, tende a ficar restrita a pequenos círculos ou comunidades.

O problema fundamental para os estudos sobre a confiança para além desse nível micro, que envolve interações continuadas, é justamente a necessidade de se estabelecer *substitutos funcionais* para a confiança em sentido genuíno. Em outras palavras, trata-se de encontrar mecanismos que incentivem os indivíduos a cooperar na ausência de possibilidade de uma avaliação profunda sobre a confiabilidade daqueles com quem interagem. Essa circunstância é característica de interações no mercado acionário, em que o contato entre a companhia e o investidor é, em boa medida, impessoal, feita por meio de declarações e documentos produzidos e publicados pelas companhias, sujeitos à interpretação do investidor. A possibilidade de cooperação, nessas circunstâncias, é determinada funcionalmente, por meio de mecanismos que proporcionem incentivos suficientes para que os agentes ajam *como se* fossem confiáveis. A regulação jurídica – em especial a certeza de sua aplicação concreta – funciona, nessa visão, não como uma proteção, mas como um substituto da confiança[233].

Uma segunda vantagem da introdução da ideia de incentivos na discussão sobre confiança é a abertura para a modelização de interações a partir de estudos da teoria dos jogos, que procuram, em simulações com estratégias pré-definidas ou estudos experimentais, identificar elementos que permitem prever resultados de interações que implicam risco de oportunismo de uma, ou ambas, as partes da relação. Esses estudos são úteis para a identificação de aspectos teóricos sobre a possibilidade de produção de confiança – ou, no mínimo, de estímulo à cooperação, quando a formação de confiança em sentido genuíno é improvável.

---

[233] Como notou Luhmann ao referir-se ao fato de que a noção jurídica de "proteção da confiança" surge, historicamente, muito depois da separação entre o direito e a confiança, sendo esta última, em sua visão característica determinante da coesão social em sociedades menos complexas: "Sin embargo, la confianza y la ley pueden seguir siendo muy congruentes la una con la otra solamente en sistemas sociales bastante simples, aquellos que tienen escasamente cualquiera de los problemas estructurales y son lo suficientemente pequeños como para que todos los miembros sean familiares entre sí (…) en tales sistemas simples los mecanismos de ley y confianza no pueden separarse el uno del otro (…) En vista de los problemas sociales que ahora demandan solución, ya no sería racional para la ley y la confianza coincidir enteramente (…) Las concepciones jurídicas técnicas transmiten mejor esta diferenciación entre la ley y la confianza. La ley ya no da indicación del grado en el cual se desarolla a partir de una condición de confianza universal implícita (…) Es verdad que varias regulaciones legales se pueden incluir bajo la noción de *salvaguarda de la confianza*. Pero de hecho son muy dispares, se han desarrollado cada una independientemente de las otas y esa construcción conceptual especial se ha ubicado sobre elles solamente mucho después" (Luhmann, 2005, pp. 56-58).

3.3.1.1 O jogo do ultimato e a clareza quanto à estratégia

Uma primeira modelização interessante de interações entre indivíduos desconhecidos é proposta pelo chamado "jogo do ultimato", analisado no estudo de Richard Thaler (1988) e replicado em experimentos controlados referidos por Banerjee, Bowie e Pavone (2006). O jogo do último consiste em uma interação simples entre duas pessoas. Uma delas recebe uma quantia em dinheiro (nos exemplos indicados pelos autores, 20 dólares) e é orientada a repartir a quantia entre si e o outro jogador. Se o segundo jogador aceita a oferta, os jogadores ficam com as quantias propostas na oferta do primeiro; se ele não aceita, ambos recebem 0. A pressuposição do comportamento racional-maximizador de utilidade indica que o primeiro jogador oferecerá a menor quantia possível, e o segundo jogador aceitará – afinal, receber qualquer valor seria melhor do que receber nada. No entanto, a reprodução do jogo em diferentes experimentos controlados indica que o segundo jogador frequentemente rejeita ofertas mínimas, ainda que isso implique receber nada ao final. Ademais, diversos dos estudos referidos reportaram que a oferta média foi uma divisão 50/50 entre as partes, o que indica que (i) o primeiro jogador tem normas de justiça internalizadas; ou (ii) é capaz de antecipar a punição que sofrerá.

A interpretação desses resultados indica que, em geral, pessoas tendem a *punir*, na medida de suas possibilidades, comportamentos que consideram injustos, mesmo quando tenderiam, por hipótese, a beneficiar-se dele. É interessante pensar o exemplo do ocorrido na Qualicorp sob essa perspectiva. As entrevistas com gestores de fundos de investimentos que detinham ações da companhia demonstram que seu fundador, Seripieri, era de fato percebido pelo mercado como um profissional valioso e visionário, de modo que seria benéfico, da perspectiva dos investidores, que ele permanecesse na companhia e não a deixasse para montar um negócio concorrente[234]. No entanto, as condições do contrato foram rapidamente percebidas como injustas e punidas pelos investidores.

Uma segunda modelização possível de interações entre desconhecidos é proposta pelo "dilema do prisioneiro", analisado no estudo de Robert Axelrod (2006). Nesse modelo,

[234] Não se faz, aqui, qualquer juízo de mérito quanto à legalidade da decisão do conselho.

é atribuída aos jogadores a possibilidade de cooperar ou trair o outro, sendo que nenhum dos dois conhece a decisão do outro de antemão. A cada decisão é atribuído um pagamento distinto: se ambos os jogadores decidem pela traição, ambos recebem $1; se ambos cooperam, recebem $3; e se um coopera e o outro decide trair, o traidor recebe $5, e o que coopera, 0. O ponto central do jogo é o fato de que a traição acarreta maior retorno do que a cooperação e, uma vez que não se conhece a decisão do outro jogador de antemão, a possibilidade de traição é tentadora. No entanto, essa tentação que recai sobre ambos os jogadores implica que ambos têm incentivos para chegar a uma decisão pior para os dois ao final.

Como demonstrou o estudo de Axelrod, essa tentação pode ser mitigada e até suprimida caso se modelize a interação não como um jogo único, mas como uma sequência de jogos. O autor realizou "campeonatos" entre diferentes estratégias pré-estabelecidas para o jogo, testando a interação entre elas para verificar qual seria a vencedora de acordo com o número de rodadas de interação. O achado principal do estudo é que, quanto maior o número de rodadas de interação, a estratégia com maior chance de vitória é aquela que decide cooperar na primeira rodada e replica a decisão do outro jogador na rodada seguinte (a estratégia "*Tit-for-Tat*").

A interpretação mais interessante desse resultado é a importância da clareza quanto a estratégia adotada para influenciar o comportamento do outro jogador. O fato de *Tit-for-Tat* decidir pela cooperação na primeira rodada atrai outras estratégias que também decidem cooperar em primeiro lugar, e o fato de punir o comportamento oportunista logo na rodada seguinte, respondendo a eventual decisão cooperativa no movimento seguinte do outro jogador no mesmo sentido, exerce um efeito disciplinador e reintroduz a possibilidade de cooperação a cada movimento. Os fatores determinantes, nesse sentido, são tanto a evidência da intenção de comportamento não oportunista como a simplicidade – i.e., facilidade de apreensão pelo outro jogador – quanto à estratégia adotada. Essa clareza é um fator importante na atração de jogadores que também tenham a intenção de cooperar, mas pode não ser suficiente em situações de forte assimetria de poder.

3.3.1.2 As estruturas de incentivos e as relações de poder

A literatura sobre confiança destaca a dificuldade do surgimento de relações genuínas de confiança em situações em que uma das partes tem poder de determinar os resultados da interação com a outra. Cook, Hardin e Levi (2005) propõem uma definição relacional e gradual de poder, por meio de uma função: diz-se que A possui poder em relação a B na medida em que (i) A possui recursos valiosos para B (a constante), e (ii) os recursos de A não sejam de fácil acesso a B em outras fontes (a variável). Relações entre controladores e não controladores podem ser pensadas sob essa perspectiva. Por um lado, o controlador determina o uso dos recursos econômicos da companhia, cujo bom aproveitamento é determinante para o sucesso do investimento do não controlador. Por outro lado, na falta de outras opções de investimento, o não controlador fica à mercê do controlador, o que revela, algo intuitivamente, o valor da existência de um mercado competitivo, com diferentes empresas atuando em um mesmo setor, podendo o investidor expor-se ao risco desse setor sem colocar-se em situação de vulnerabilidade. Quanto menor o número de alternativas, portanto, maior a possibilidade de poder e, consequentemente, de comportamento oportunista.

A existência de poder implica uma possibilidade estrutural de oportunismo. Aproveitando-se o exemplo do dilema do prisioneiro, o poder implica um desequilíbrio perene nos possíveis resultados da interação. Diferentemente do modelo tradicional, em que ambas as partes têm os mesmos incentivos, a existência da posição de poder implica que o seu ocupante tem a possibilidade de alterar a estrutura de incentivos do outro jogador por conta própria (Dowding, 1996). Nessa linha, quanto maior a possibilidade de exerício do poder, mais instável será a relação para o outro jogador, uma vez que a tentação do oportunismo estará sempre presente e poderá ser antecipada pelo jogador vulnerável. É nesse sentido que a simples clareza em relação à estratégia daquele que ocupa uma posição de poder pode não bastar para garantir um comportamento cooperativo do outro jogador.

As soluções possíveis, nesses casos, decorrem ou da alteração direta da estrutura de incentivos do detentor do poder, ou da possibilidade de comprometimentos críveis de sua parte em relação à outra, no sentido de sinalizar a intenção de cooperar. Em ambos os casos, é necessário algum tipo de interferência externa sobre a relação, de modo que se visualiza a importância da regulação. Utilizando o exemplo das OPR, no primeiro caso, uma possibilidade hipotética, quase absurda, seria a instituição de um tributo sobre essas operações, que tornassem mais custosa a sua realização. Exemplos mais realistas e correntes

desse tipo de medida são regras procedimentais de observância obrigatória para a sua realização, como a transferência do poder de decisão sobre a celebração da OPR para o investidor, ou para um comitê específico composto por pessoas não vinculadas ao controlador, dentre outras possibilidades. Visualizar o problema pela ótica da estrutura de incentivos permite notar que o sucesso da estratégia de alteração de *payoffs* do controlador depende não só da imposição desses constrangimentos *per se*, mas também da possibilidade efetiva de que seus custos recaiam sobre o próprio controlador, e não sobre a companhia e, indiretamente, em seus acionistas como um todo.

No segundo caso, o relevante a notar, em linha com toda a argumentação deste trabalho, é que a credibilidade do comprometimento do controlador não depende apenas dele próprio, mas, fundamentalmente, do destinatário desse comprometimento. Essa credibilidade reside, em primeiro lugar, do contexto institucional mais amplo em que a sua declaração de comprometimento com o comportamento cooperativo é feita. Simplesmente *dizer* que uma OPR não implica qualquer redistribuição de recursos em favor do controlador pode não ter grande valor na falta da possibilidade de imposição de sanções a ele, caso a promessa revele-se falsa e o seu destinatário seja lesado.

Em segundo lugar, como ilustram o exemplo da Qualicorp e as evidências empíricas, a percepção de credibilidade pode estar dissociada das declarações do controlador, uma vez que estão sujeitas à interpretação do investidor. Essa dissonância, como visto, pode implicar perdas econômicas importantes. Um último ensinamento da literatura sobre confiança é útil nesse aspecto.

3.3.1.3 A justiça procedimental e a preservação da confiança

Um ponto destacado pela literatura sobre confiança, e que se conecta com a definição procedimental dos atos jurídicos proposta por Valiergue, referida no Capítulo 1, é o fato de a atribuição de confiança poder ser desmembrada em pelo menos dois aspectos: a adequação dos resultados concretos da interação às expectativas iniciais, por um lado, e a percepção de justiça relacionada ao procedimento decisório, de outro lado. Partindo de uma revisão de estudos empíricos, Brockner e Siegel (1996) argumentam que ambas as dimensões são

relevantes para a *reação* daquele que está em posição de vulnerabilidade em relação a decisão a ser tomada por um terceiro.

De uma parte, em situações em que um indivíduo confia em outro para tomar decisões que o vinculam – pense-se no modelo principal-agente –, os resultados concretos podem ou não condizer com as suas expectativas iniciais. Se condizerem, ou superarem as expectativas originais, os resultados serão determinantes para a manutenção, pelo principal, da confiança depositada no agente. No entanto, o que os estudos elencados pelos autores revelam é que, nos casos em que esse resultado frustra as expectativas originais, a *forma* pela qual as decisões são tomadas é determinante para a sua avaliação final. A percepção de que o processo decisório foi justo ou equânime tem o efeito de atenuar o impacto do resultado final negativo sobre a confiança do principal. Pela via inversa, quando o processo decisório é percebido como injusto, o principal tende a valorizar mais o resultado concreto da decisão que, se negativo, colocará risco muito maior sobre a manutenção da relação de confiança.

Os autores identificam dois elementos determinantes para a percepção de justiça procedimental: os estruturais e os interpessoais. Os elementos estruturais dizem respeito tanto ao processo que leva à tomada de decisão, como à tomada de decisão em si. O primeiro caso refere-se à possibilidade de o principal contribuir com considerações a respeito do conteúdo da decisão – nos termos de Valiergue, contribuir com a dimensão intelectual do ato –, e o segundo caso, à possibilidade de o principal participar do processo deliberativo final – nos termos de Valiergue, contribuir com a dimensão decisória. Os elementos interpessoais, por sua vez, dizem respeito (i) à adequada transparência e justificação das razões que levaram à tomada da decisão, e (ii) ao tratamento digno e respeitoso dispensado pelo agente ao principal.

Vale referir uma aplicação recente desses achados. Van den Bos, Van der Velden e Lind (2014) conduziram um estudo empírico para avaliar os resultados de um programa implementado pelo governo holandês, denominado "*Fair Tracks*". O objetivo do programa era testar uma mudança na forma de comunicação das autoridades públicas do país com os cidadãos que tivessem processos ou solicitações administrativas em aberto: em lugar de seguir os procedimentos burocráticos padrão (que envolviam preenchimento de formulários, comunicações apenas por escrito e prazos rígidos), a autoridade destaca funcionários para contatar diretamente os cidadãos por telefone, em até 10 dias da solicitação, e buscar

compreender, por meio de um diálogo informal com o cidadão, a natureza do problema envolvido, discutir possíveis soluções e decidir em conjunto qual a melhor forma de endereçá-lo, considerando os procedimentos previstos em lei.

Por meio de um questionário endereçado a 464 cidadãos contatados pelo programa, a pesquisa constatou que (i) 91,8% dos respondentes perceberam o contato do funcionário como justo e honesto, e, tabulando e cruzando os dados de satisfação com a forma do contato com o resultado final da solicitação, que (ii) os níveis de satisfação final eram idênticos para os casos em que o cidadão havia percebido o contato como muito justo e honesto (um alto nível de satisfação com o procedimento) e cuja solicitação não havia sido deferida (resultado negativo), e os casos em que a solicitação havia sido deferida (resultado positivo) mas a percepção do contato com o funcionário pelo cidadão foi avaliada como apenas razoavelmente justa e honesta (um nível mediano de satisfação com o procedimento).

Nessa linha, os estudos sugerem que a abertura do processo decisório para participação do interessado, em suas diferentes dimensões – voz e voto, basicamente – tem um impacto autônomo e importante na sua percepção e satisfação com a relação estabelecida com aquele que toma a decisão final, independentemente do resultado concreto da decisão. Essa constatação pode ser conectada com o exemplo do jogo do ultimato, referido acima. Uma vez que se entende a importância do aspecto procedimental para a percepção de justiça da decisão, para além do aspecto substantivo, a reflexão sobre situações de conflito de interesses pode ser expandida.

3.3.2 Guias para a regulação de operações entre partes relacionadas sob a ótica da confiança

Grande parte dos diferentes tipos de OPR envolvem conflito de interesses e, portanto, implicam um risco de redistribuição de recursos econômicos da companhia em favor da parte relacionada. Na presença de um controlador definido na companhia, a realização de OPR que envolvem esse controlador acende um alerta para aqueles que, de modo geral, não participam do processo decisório a seu respeito. Tenham ou não propósito negocial, impliquem ou não uma efetiva apropriação de recursos pelo controlador, a simples

ocorrência dessas operações pode fazer com que o investidor revise a sua avaliação da companhia e proteja-se do risco de oportunismo percebido pela via do preço, o que implica uma perda econômica desnecessária e, se não total, ao menos parcialmente evitável. Nem sempre o mercado será capaz de resolver por si só esse problema.

Uma reflexão mais profunda sobre a regulação de OPR, portanto, deve abordar não só a necessidade de se recuperar recursos efetivamente canalizados pelo controlador em detrimento da companhia e dos demais acionistas, mas também pensar se, e de que forma, é possível tentar reduzir a percepção de risco do investidor, enquanto problema autônomo. Essa segunda dimensão torna a discussão regulatória mais complexa. A literatura sobre confiança e cooperação dá alguns nortes, ainda que em um nível elevado de abstração, para o início da conversa a seu respeito.

Em primeiro lugar, deve-se ter em conta a dificuldade de estabelecimento de relações de cooperação – e, muito mais, de confiança em sentido genuíno – em situações de assimetria de poder. Quanto mais fortes forem os incentivos ao titular do poder para agir de modo oportunista, mais difícil, do ponto de vista teórico, é a formação de um vínculo cooperativo estável, que dê margem a uma atenuação da percepção de expropriação pela parte dependente. Em situações de conflito de interesses do controlador de modo geral, e em OPR que envolvam conflitos de interesses do controlador em particular, uma forma de atenuar essa percepção é constranger o seu poder isolado de levar a cabo tais operações. No limite, em linha com o argumento de Axelrod, essa limitação de poder equivale a pré-definir a estratégia do controlador no sentido cooperativo, como se começasse o jogo, por exemplo, com a estratégia *Tit-for-Tat*[235].

Uma dificuldade adicional colocada pela questão da percepção de expropriação diz respeito à relevância econômica das OPR. Em geral, entende-se que OPR de grande valor, pontuais, que implicam risco maior de expropriação isoladamente, devem ser sujeitas a maior escrutínio e procedimentos mais rígidos de concepção e aprovação – em outras palavras, devem implicar maior constrangimento ao controlador. Há boa dose de razão nesse raciocínio, mas a ótica da percepção permite invertê-lo. Dadas as exigências de transparência, OPR pontuais de grandes dimensões ("*one-shot*") tendem a chamar maior

[235] V., nessa linha, o comentário de Calixto Salomão Filho na Nota de Texto nº 72, em Comparato e Salomão Filho (2014).

atenção e, pelo risco de fato mais gravoso que implicam, geram incentivos para contestação pelos investidores – como ilustra o exemplo da Qualicorp. Por outro lado, OPR de menores dimensões, realizadas com maior frequência, são justamente aquelas nas quais o incentivo de contestação é reduzido, podendo o investidor antecipar os custos envolvidos no ativismo ou em um eventual litígio, judicial ou arbitral, sobre tais operações. Ao menos em tese, portanto, são essas as operações que implicam maior possibilidade de antecipação e precificação do risco pelo investidor, gerando o círculo vicioso e o peso-morto econômico a que se referem Kohlbeck e Mayhew. Sob a ótica da confiança, essas operações menores também precisam entrar no radar da regulação.

Comprometimentos críveis de não expropriação, por sua vez, não consistem em simples declarações de boa-fé. Para que sejam substitutos funcionais efetivos da confiança, é necessário que os eventuais compromissos de comportamento cooperativo assumidos pelo controlador tenham alguma base legal, que dêem margem à possibilidade de execução em caso de descumprimento. A transparência quanto à celebração de OPR é uma condição necessária, mas não suficiente, para que a percepção de risco seja atenuada. Ademais, seguindo o argumento de Axelrod, é importante não confundir transparência com clareza, ou simplicidade, de apreensão desse compromisso. Procedimentos excessivamente complexos, com muitas exceções e regras distintas para diferentes tipos ou valores de operação, podem dificultar a compreensão dos mecanismos postos em prática para controlá-las ou levantar dúvidas sobre a sua efetividade.

Os procedimentos de aprovação de OPR devem ser pensados por seu valor autônomo, dadas as indicações teóricas e empíricas de que a sensação de justiça procedimental tem um papel relevante na atenuação da percepção negativa a respeito de resultados de decisões do titular do poder, o que pode ser particularmente relevante nas situações de conflito de interesses do controlador[236]. A ideia de justiça procedimental é particularmente útil quando pensada como um substituto funcional da comunicação constante entre o controlador e o investidor. Se é irrealista pensar que os investidores poderão, ou mesmo quererão, se

[236] Parece plausível a hipótese de que a falta de evidência de comportamento oportunista de minoritários na aprovação de operações envolvendo conflito de interesses do controlador submetidas a assembleias gerais pelo mecanismo da maioria da minoria (v. Seção 2.3.1 acima) decorre, justamente, da percepção positiva que o fato de o controlador abrir mão da possibilidade de votar (uma indicação de comportamento cooperativo, ou um elemento de justiça procedimental na dimensão decisória) gera nesses minoritários. Trata-se, evidentemente, de uma hipótese a ser testada.

envolver no processo de concepção e decisão de toda e qualquer OPR, parece realista e promissor pensar que estes possam se envolver, ao menos, na concepção dos procedimentos a serem seguidos nessas operações. Trata-se de uma forma plausível de conferir maior legitimidade a esses procedimentos sob o olhar externo.

Por fim, a dimensão interpessoal referida por Brockner e Siegel é, admite-se, mais difícil de ser objeto de regulação, exceção feita à importância da justificação das decisões. Em linha com o exemplo do jogo do ultimato, a justiça procedimental tem um papel também importante de evitar que o investidor seja surpreendido com o advento de uma decisão sobre OPR particularmente preocupante, como ocorrido no caso da Qualicorp.

Essas diretrizes – bastante genéricas, admite-se – podem ganhar alguma concretude e sentido se aplicadas à regulação de OPR aplicável às companhias abertas brasileiras. Esse é o objetivo das próximas seções.

3.4 A regulação brasileira sobre operações entre partes relacionadas para companhias abertas

A regulação brasileira de OPR aplicável a companhias abertas divide-se em dois eixos centrais. O primeiro deles é composto por regras mandatórias, de aplicação geral a todas as companhias, e envolve as previsões da LSA e a regulamentação editada pela CVM. O segundo deles é composto por regras de observância voluntária, com ressalvas. Esse eixo envolve tanto as regras específicas dos segmentos de listagem da B3 – que são de observância mandatória apenas para as companhias que decidem pela listagem em um determinado segmento –, como as disposições do CBGC. A partir de 2019, todas as companhias autorizadas a negociar ações em mercado (emissores Categoria A) passaram a ser obrigadas a reportar a sua adesão aos princípios e práticas de governança corporativa estabelecidos no CBGC (cf. Instrução CVM 586/17, que altera a Instrução CVM nº 480/09). O reporte se dá pelo sistema “pratique ou explique”, devendo a companhia justificar publicamente a sua eventual não adesão a cada uma das práticas recomendadas.

3.4.1 LSA e a centralidade do conselho de administração

A LSA não prevê o conceito de "parte relacionada", empregando apenas o conceito de conflito de interesses. Como melhor esmiuçado no capítulo anterior, no que diz respeito a contratos, a forma elementar assumida por OPR, a LSA disciplina situações de conflitos de interessess dos acionistas em geral, no âmbito da assembleia geral (art. 115, §1º, LSA) e dos administradores (art. 156, LSA), prevendo a proibição da participação do acionista ou administrador conflitado na deliberação específica a respeito da contratação. Especificamente quanto aos administradores, a lei exige também o afastamento do administrador conflitado das discussões que antecedem a deliberação. Para além dessas hipóteses, que prevêem apenas o afastamento individual e específico dos sujeitos conflitados do momento da tomada de decisão, a LSA não prevê procedimentos específicos para a celebração de contratos entre a companhia e uma parte relacionada. Indica, apenas, que contratos entre a companhia e o acionista controlador ou o administrador devem seguir condições equitativas e de mercado (art. 117, §1º, *f*, e 156, §1º, LSA).

A lacuna central da lei, sob a perspectiva da relação controladores *v.* não controladores, é o fato de não reconhecer os potenciais conflitos de interesses decorrentes de OPR que envolvem o controlador, mas não são submetidas à assembleia geral. Isso, a despeito de prever expressamente que a possibilidade de nomear a maioria dos administradores é um dos elementos característicos do poder de controle (art. 116, *a*, LSA), o que parece pressupor a ascendência do controlador sobre a administração. A única previsão que atende a essa preocupação limita-se a proibir o administrador de beneficiar sociedade controladora em detrimento da própria companhia, devendo cuidar para que operações dentro do mesmo grupo econômico sejam realizadas em condições comutativas ou prevejam compensação futura adequada (art. 245, LSA).

Essa lacuna é relevante pela posição específica ocupada pelo conselho de administração, verdadeiro polo gravitacional dos contratos da companhia e instância que, ao menos em teoria, estaria especialmente preparada para exercer a função de monitoramento e revisão de OPR. Cabendo a representação ordinária da companhia aos diretores, ao conselho é atribuída a função tanto de monitorar e solicitar informações à diretoria sobre quaisquer operações da companhia, bem como de manifestar-se previamente sobre quaisquer

contratos indicados expressamente no estatuto social (art. 142, III e VI, LSA). Em se tratando de operações que envolvem, direta ou indiretamente, o controlador, não se atribui qualquer papel específico aos conselheiros eventualmente não vinculados ao controlador, como aqueles que tenham sido diretamente eleitos por acionistas minoritários por meio do sistema de voto múltiplo ou de eleição em separado (art. 141, *caput* e §4º, LSA). A adoção de procedimentos específicos mais rígidos fica a critério de cada companhia – no limite, de cada controlador.

3.4.2 CVM: transparência e foco nas operações extraordinárias

Desde a virada do século, a CVM assumiu um papel proeminente no debate sobre conflitos de interesses envolvendo acionistas controladores. A intensidade de sua atuação acompanha, de maneira geral, a intensidade do desenvolvimento do mercado acionário. Nessa linha, um primeiro impulso se estabelece na esteira da conclusão do processo de privatizações – com os julgamentos dos Casos TIM e Previ-Sistel envolvendo companhias desmembradas da antiga Telebrás. Um segundo impulso, que acompanha a rápida explosão de aberturas de capital a partir de 2006, se dá a partir da adoção do Parecer de Orientação nº 34/06, fundado na preocupação com reorganizações societárias que visavam a unificação de classes de ações para posterior migração da companhia para um dos segmentos especiais da Bolsa, em especial o Novo Mercado, passando pela edição do Parecer de Orientação nº 35/08 e pelo julgamento do Caso Tractebel, em 2010. Esse segundo impulso marca um avanço qualitativo importante em sua intervenção regulatória.

No plano da supervisão, os focos da CVM podem ser distinguidos entre conflitos de interessess de controladores envolvendo reorganizações societárias[237], de um lado, e operações contratuais, de outro. Ao menos desde 2009, quando passou a divulgar Planos Bienais de Supervisão Baseada em Risco[238], a comissão inclui expressamente os dois temas em seu foco de preocupação. Ambos são qualificados como eventos de risco baseados em

[237] Compreendendo operações de fusão, cisão ou incorporação envolvendo partes relacionadas aos controladores ou companhias controladas, aumentos de capital que impliquem potencial diluição da participação de minoritários e ofertas de cancelamento de registro da companhia aberta.
[238] Planos disponíveis em http://www.cvm.gov.br/menu/acesso_informacao/planos/sbr/sbr.html (último acesso em 16.01.2020. A classificação de cada empresa dentro da matriz de risco estabelecida pela CVM não é divulgada ao público nos planos.

"irregularidades nas propostas e decisões da administração, nas deliberações em assembleias gerais e na condução dos negócios por parte dos controladores e órgãos de administração". A supervisão é direcionada a partir de uma matriz de risco que leva em conta (i) a probabilidade de tomada de uma decisão potencialmente danosa aos acionistas minoritários, e (ii) a extensão do dano caso a decisão venha a ser tomada. Nas duas dimensões, estabelece-se uma gradação de risco: baixo, médio baixo, médio alto e alto. A cobertura da supervisão se dá por amostragem[239], levando em conta o posicionamento da companhia dentro da matriz de risco estabelecida, bem como a "natureza e relevância" da operação de reorganização ou operação contratual.

No que diz respeito a regulação e orientação, nota-se uma atuação mais interventiva da CVM em relação a reorganizações societárias que envolvem conflitos de interessess do controlador, em detrimento das operações contratuais, ao menos no que diz respeito à adoção de procedimentos específicos a serem observados pelas companhias. No que diz respeito a reorganizações, os Pareceres de Orientação nº 34/06 e 35/08 são os exemplos principais dessa atuação. Esses pareceres não têm a mesma força vinculante que instruções normativas, servindo apenas para antecipar o entendimento da CVM a respeito de determinadas situações que poderiam, eventualmente, gerar questionamentos por parte de não controladores.

O Parecer de Orientação nº 34/06 estabelece o entendimento da CVM quanto a operações de incorporação, incorporação reversa ou incorporação de ações que estabeleçam relações de troca de ações desproporcionais, favoráveis ao acionista controlador e a certas classes de ações, e impliquem diluição dos acionistas minoritários e titulares de classes de ações às quais se atribua valor inferior às demais. Para esses casos, estabeleceu-se o impedimento de voto dos acionistas beneficiados pela relação de troca proposta na assembleia da incorporadora (ou da incorporada, em casos de incorporação reversa).

Já o Parecer de Orientação nº 35/08 estabelece critérios que entende adequados a serem observados por administradores na negociação de reorganizações (fusões, incorporações e incorporações de ações) envolvendo companhias controladoras e

[239] No Plano Bienal 2019-2020, a CVM estipulou que a totalidade das reorganizações societárias seria objeto de supervisão, mas remeteu à Superintendência de Relações com Empresas a definição dos critérios que sujeitam a operação a escrutínio. No que diz respeito a operações contratuais, estabeleceu-se uma meta de análise de apenas 7 companhias, em linha com os planos anteriores.

controladas, ou sociedades sob controle comum. Para essas operações, a CVM recomendou a adoção de procedimentos específicos, consistentes em (i) criação de um comitê especial independente para a negociação da operação em nome da companhia, composto integralmente ou em maioria de pessoas independentes da companhia, ou (ii) submissão da operação à aprovação de acionistas minoritários, inclusive os titulares de ações sem direito a voto ou com voto restrito, sem a participação do acionista controlador.

No que diz respeito a OPR contratuais, mais próximas ao curso ordinário dos negócios e que não envolvem reestruturação da organização societária, a CVM focaliza os esforços na dimensão da transparência, sem invadir o campo da discricionariedade decisória do controlador e dos administradores seja quanto à conveniência dessas operações, seja quanto aos procedimentos a serem seguidos quando da decisão por levá-las a cabo. Nessa linha, a Instrução CVM nº 480/09, que institui o Formulário de Referência – canal mais abrangente de prestação compulsória de informações pelas companhias ao regulador e ao mercado –, estabelece, em síntese, a obrigatoriedade de fornecimento de (i) informações relativas à previsão de regras, políticas ou práticas internas, pela companhia, relativas à celebração de OPR[240]; (ii) detalhamento de todas as OPR celebradas no exercício social anterior, ou ainda em vigor para o exercício em curso, que devam ser reportadas nas demonstrações financeiras da companhia, segundo as regras contábeis, à exceção de OPR envolvendo subsidiárias integrais da companhia[241]; e (iii) evidenciação, para cada OPR reportada, das medidas tomadas para remediar os conflitos de interesses e do caráter comutativo da operação, ou da compensação paga à contraparte[242].

---

[240] Item 16.1 do Formulário de Referência: "Descrever as regras, políticas e práticas do emissor quanto à realização de transações com partes relacionadas, conforme definidas pelas regras contábeis que tratam desse assunto, indicando, quando houver uma política formal adotada pelo emissor, o órgão responsável por sua aprovação, data da aprovação e, caso o emissor divulgue a política, locais na rede mundial de computadores onde o documento pode ser consultado" (redação dada pela Instrução CVM nº 586/17).

[241] Item 16.2 do Formulário de Referência: "Com exceção das operações realizadas entre emissor e sociedades em que este detenha, direta ou indiretamente, a totalidade do capital social, informar, em relação às transações com partes relacionadas que, segundo as normas contábeis, devam ser divulgadas nas demonstrações financeiras individuais ou consolidadas do emissor e que tenham sido celebradas no último exercício social ou estejam em vigor no exercício social corrente: *a.* nome das partes relacionadas; *b.* relação das partes com o emissor; *c.* data da transação; *d.* objeto do contrato; *e.* se o emissor é credor ou devedor; *f.* montante envolvido no negócio; *g.* saldo existente; *h.* montante correspondente ao interesse de tal parte relacionada no negócio, se for possível aferir; *i.* garantias e seguros relacionados; *j.* duração; *k.* condições de rescisão ou extinção; *l.* quando tal relação for um empréstimo ou outro tipo de dívida, informar ainda: i. natureza e razões para a operação; ii. taxa de juros cobrada".

[242] Item 16.3 do Formulário de Referência: "Em relação a cada uma das transações ou conjunto de transações mencionados no item 16.2 acima ocorridas no último exercício social: (a) identificar as medidas tomadas para tratar de conflitos de interessess; e (b) demonstrar o caráter estritamente comutativo das condições pactuadas ou o pagamento compensatório adequado".

Ainda, OPR de maior vulto devem ser objeto de comunicação específica ao mercado, em até 7 dias contados de sua celebração. Essa obrigação é aplicável às OPR, isoladas ou correlacionadas, cujo valor supere o menor entre (i) R$50 milhões, ou (ii) 1% do ativo total do emissor (cf. Anexo XXXIII, Instrução CVM nº 480/09, alterada pela Instrução CVM nº 552/14), devendo a companhia divulgar o detalhamento da operação, além de justificativa pormenorizada da administração indicando as razões pelas quais se entende que a operação observou condições comutativas, devendo restar explícito o seu propósito negocial e as vantagens para a companhia que dela decorrem[243].

Até a atribuição de caráter normativo ao CBGC, portanto, a CVM manteve a estratégia de investir na transparência como mecanismo regulatório principal aplicável a OPR contratuais, dentro, grosso modo, do curso ordinário dos negócios da companhia – para além de medidas de supervisão e diálogo direto com as companhias no contexto de seus Planos de Supervisão, que fogem ao escopo deste trabalho –, sem propor intervenções mais diretas na estrutura interna e nos processos decisórios das companhias quanto a essas operações.

3.4.3 B3 e as regras do Novo Mercado

No âmbito das regras de observância voluntária, as regras dos segmentos especiais de listagem da B3 têm aplicação às companhias que decidem aderir a um segmento específico. No que diz respeito às regras aplicáveis a OPR, o atual regulamento do Novo Mercado, editado em 2018, trouxe inovações em relação às regras anteriores, que datavam

[243] Anexo XXXIII, Instrução CVM nº 480/09, art. 2º: "O emissor deve divulgar ao mercado as seguintes informações referentes a transações com partes relacionadas (...) I – descrição da transação, incluindo: a) as partes e sua relação com o emissor; e b) o objeto e os principais termos e condições. II – se, quando, de que forma e em que medida a contraparte na transação, seus sócios ou administradores participaram no processo: a) de decisão do emissor acerca da transação, descrevendo essa participação; e b) de negociação da transação como representantes do emissor, descrevendo essa participação; III – justificativa pormenorizada das razões pelas quais a administração do emissor considera que a transação observou condições comutativas ou prevê pagamento compensatório adequado, informando por exemplo: a) se o emissor solicitou propostas, realizou algum procedimento de tomada de preços, ou tentou de qualquer outra forma realizar a transação com terceiros, explicitando, em caso negativo, as razões pelas quais não o fez ou, em caso afirmativo, os procedimentos realizados e seus resultados; b) as razões que levaram o emissor a realizar a transação com a parte relacionada e não com terceiros; e c) a descrição pormenorizada das medidas tomadas e procedimentos adotados para garantir a comutatividade da operação".

de 2011. A principal delas diz respeito à obrigatoriedade de elaboração de uma política de operações com partes relacionadas pelo conselho de administração da companhia. O regulamento prevê alguns critérios mínimos, algo genéricos, que devem ser contemplados pela política, incluindo (i) procedimentos de identificação de situações de conflitos de interesses envolvendo acionistas e administradores, de modo a determinar o afastamento dessas pessoas das deliberações respectivas, (ii) procedimentos de identificação e classificação de partes relacionadas, e (iii) indicação de instâncias de aprovação de OPR, que devem ser variáveis de acordo com o valor envolvido, ou outros critérios mensuráveis (art. 35 do Regulamento).

A segunda inovação diz respeito à atribuição ao comitê de auditoria da companhia, estatutário ou não, da competência para avaliar, monitorar o cumprimento e sugerir modificações e melhorias às políticas de OPR. Vale notar que o Regulamento não cria obrigatoriedade de que o comitê de auditoria seja estatutário, e tampouco garante que sua composição contará com, ao menos, maioria de membros independentes do controlador – devendo o comitê ser composto por, no mínimo 3 membros, sendo que ao menos 1 deve ser conselheiro independente[244]. Essa flexibilidade permite às companhias não adotarem o comitê de auditoria estatutário que, tal como previsto no art. 31-C da Instrução CVM nº 308/99 (alterada pela Instrução CVM nº 509/11), deve ser composto de maioria de membros independentes do controlador.

3.4.4 Código Brasileiro de Governança Corporativa – Companhias Abertas: constrangimentos adicionais

A atribuição de reporte obrigatório das companhias em relação às práticas recomendadas pelo CBGC, a partir de 2019, cria uma pressão adicional às companhias no sentido de adequação às medidas percebidas como boa governança corporativa. O efeito de uniformização que a adoção do sistema “pratique ou explique” poderá exercer ainda está por ser testado. No que diz respeito às OPR, as recomendações do CBGC complementam às previsões do Novo Mercado.

[244] As considerações feitas sobre a importância do conceito de conflito de interesses estrutural, referidas no capítulo anterior em relação às funções do conselho fiscal, são igualmente aplicáveis a esse caso.

A concepção das políticas de OPR como um mecanismo relevante também consta do CBGC. O item 5.3 do Código estabelece duas práticas conjugadas quanto às OPR. Em primeiro lugar, recomenda que as companhias (i) prevejam quais OPR devem ser submetidas à aprovação do conselho de administração, com exclusão de membros em situação de potencial conflito de interesses – redação que não deixa de todo claro se se entende que conselheiros eleitos pelo controlador e não independentes são abrangidos por conflitos de interesses do controlador na operação –, e (ii) que uma política de OPR deve ser aprovada e implementada pelo conselho de administração, incluindo, em especial (a) previsão de que determinadas operações deverão ser precedidas de avaliação formal de alternativas de mercado, (b) proibição de empréstimos da companhia em favor do controlador e dos administradores, (c) previsão das hipóteses nas quais OPR devem ser embasadas por laudo de avaliação independente (Práticas Recomendadas 5.3.1 e 5.3.2).

Ainda, o CBGC deixa alguma margem de manobra para as companhias quanto à atribuição de competências para a implementação e monitoramento de seu cumprimento (Item 5.3., Orientação), não vinculando essa competência expressamente ao comitê de auditoria. De todo modo, a recomendação de que o comitê de auditoria seja estatutário e formado por maioria de independentes (Prática Recomendada 4.1.1) ao menos direciona um complemento à previsão algo deficiente do regulamento do Novo Mercado.

3.5 Pesquisa empírica: mecanismos internos de tratamento de operações entre partes relacionadas das companhias brasileiras com controle privado definido

A análise da regulação brasileira sobre OPR aplicável a companhias abertas revela a ausência de regras procedimentais específicas a serem observadas nesse tipo de contratação. O recente CBGC aparece como um avanço razoável na supressão dessa lacuna, definindo algumas diretrizes para as companhias mais concretas do que aquelas previstas no regulamento do Novo Mercado. No entanto, a despeito de indicar um comportamento esperado, as práticas recomendadas pelo CBGC não são mandatórias, e a decisão sobre os critérios relevantes para submissão de OPR a procedimentos especiais de aprovação fica a

critério das próprias companhias que decidam se adequar às recomendações. Em especial, competências específicas de membros do conselho de administração não vinculados ao controlador – conselheiros qualificados como independentes ou conselheiros diretamente eleitos pelos acionistas não controladores –, seja na elaboração e revisão da política, seja na participação nos procedimentos de aprovação de OPR, não são expressamente previstas como práticas recomendadas.

Para as companhias listadas no Novo Mercado, as orientações para a elaboração e revisão das políticas e dos procedimentos específicos de aprovação de OPR são mais restritas mas seguem, substancialmente, a mesma linha do CBGC, com boa flexibilidade para as companhias se adaptarem as políticas às suas próprias necessidades e ausência de previsão expressa quanto ao envolvimento direto de acionistas não controladores e seus representantes ou, no mínimo, de conselheiros independentes nesses processos internos. A inovação do Novo Mercado em relação ao CBGC é a referência expressa à competência dos comitês internos de auditoria na revisão e monitoramento do cumprimento das políticas de OPR.

Uma questão preliminar que se coloca é: qual a natureza jurídica de uma política ou um código interno que disciplina OPR de uma companhia? A adoção desse instrumento pelo CBGC e pelo Novo Mercado levanta algumas dúvidas sobre as consequências de um eventual descumprimento de seus termos por parte de executivos e conselheiros da companhia, do ponto de vista do investidor. Sendo um mecanismo atípico, cujo processo de elaboração – e possível modificação futura – é bastante discricionário, não é totalmente clara a sua força vinculante. Pense-se, por exemplo, em uma OPR que tenha sido celebrada pela companhia sem seguir todas as instâncias do procedimento estabelecido na política interna da companhia, mais exigente do que aquele estabelecido no regime regulatório (e autorregulatório) aplicável. Cabe algum tipo de pretensão específica ao investidor por esse descumprimento, ou trata-se de uma simples declaração de parte da administração?

Uma possibilidade hipotética seria a responsabilização, na esfera administrativa, dos administradores responsáveis pela elaboração e divulgação da política ao mercado, pela via da prestação de informações incorretas que tenham influido na decisão de investimento dos acionistas. Essa parece uma questão importante para as reflexões sobre governança

corporativa no Brasil, em especial pelo fato de dois importantes mecanismos de autorregulação indicarem expressamente a necessidade de sua elaboração.

Diante desse cenário de grande flexibilidade concedida às companhias, realizou-se pesquisa empírica exploratória para mapear os procedimentos internos de tratamento de OPR instituidos por companhias brasileiras com acionista controlador ou grupo de controle definidos[245]. A pergunta básica que a pesquisa procurou responder foi: em que medida essas companhias preveem, voluntariamente, mecanismos internos de contenção do poder dos controladores em aprovar OPR? Sobretudo, buscou-se compreender em que medida os controladores brasileiros *abrem mão* de poder no que diz respeito ao engajamento da companhia em OPR, conferindo poderes de veto ou, no mínimo, procedimentos rígidos de aprovação e monitoramento dessas operações, que contem com a participação de representantes de não controladores ou de membros da administração não vinculados a bloco de controle. Tais previsões espontâneas podem ser compreendidas, em maior ou menor grau, como comprometimentos críveis de não expropriação de parte do controlador em benefício dos não controladores.

3.5.1 Desenho da pesquisa

Para mapear o processo decisório sobre OPR em companhias abertas com controle definido, foram analisadas três instâncias principais, ordenadas por grau de transparência e executoriedade, ou clareza quanto aos deveres impostos e possibilidade de sanção pela descumprimento: (i) *instâncias orgânicas ou legais*, de funcionamento permanente obrigatório, previstas na Lei 6.404/76: assembleia geral e conselho de administração; (ii) *instâncias estatutárias ou contratuais*, previstas em lei, de caráter não mandatório, mas que podem ser criadas por decisão do controlador e da administração e dotadas de executoriedade: comitês de aconselhamento da administração e acordos de acionistas; e (iii) *instâncias declaratórias*, não previstas em lei, mas que podem ser criadas por decisão do

[245] Uma versão preliminar da pesquisa e dos resultados alcançados foi apresentada, sob o título "Governança Corporativa e a Mulher de César: uma Análise das Políticas de Tratamento de Conflitos de interessess das Cias. Brasileiras a partir dos Informes CBGC de 2018" no IX Encontro de Pesquisa Empírica em Direito (EPED) realizado entre os dias 5 e 9 de agosto de 2019 na Escola Paulista de Política, Economia e Negócios – campus Osasco da Universidade Federal de São Paulo. Agradeço à Profa. Juliana Domingues e a Fernando Amorim, coordenadores do Grupo de Trabalho em que a pesquisa foi apresentada, pela oportunidade.

controlador e da administração: políticas internas e códigos de conduta. Considerando a falta de previsão legal expressa, considero que as instâncias declaratórias não são dotadas de executoriedade.

Instâncias orgânicas podem contar com participação mais efetiva de acionistas não controladores, seja pela atuação direta nas assembleias gerais, seja pela indicação de membros externos ou independentes do controlador para o conselho de administração, e os resultados de suas deliberações são necessariamente públicos. Quanto às instâncias estatutárias, os membros dos comitês internos criados pelo estatuto estão sujeitos aos mesmos deveres e responsabilidades aplicáveis a administradores (art. 160, LSA), mas sua criação, composição, funcionamento e transparência são discricionários[246]. De modo análogo, acordos de acionistas podem ser objeto de execução específica (art. 118, §3º, LSA), mas seus termos são negociados em privado. Por fim, instâncias declaratórias, como políticas e códigos internos, não gozam de formalização ou transparência integral obrigatórias[247], e sua criação, modificação e conteúdo são também discricionários[248].

As fontes de pesquisa foram os documentos societários publicados pelas companhias abertas em seus *sites* de Relações com Investidores e no sistema Empresas.net da CVM, em especial estatutos sociais, acordos de acionistas, regimentos internos de conselhos de administração e comitês, políticas e códigos internos. Foram analisadas também as respostas das companhias ao item 16 do Formulário de Referência e ao item 5.3 do CBGC, constantes dos informes de conformidade ao CBGC disponíveis no sistema Empresas.net e publicados pela primeira vez no final de 2018. Especificamente quanto à composição dos órgãos – em

---

[246] Conselhos fiscais são um caso especial de instância estatutária. Se por um lado sua instalação permanente não é mandatória, por outro lado fica à disposição de acionistas minoritários como um mecanismo de fiscalização (com um quórum relativamente elevado de instalação, admite-se, sendo facultada a solicitação de instalação a acionistas representando 10% das ações com direito a voto ou 5% das ações sem direito a voto, cf. art. 161, §2º, LSA, patamares esses que podem ser flexibilizados, para companhias abertas, a depender do capital social da companhia, cf. Instrução CVM nº 324/00). No entanto, as competências legais do conselho fiscal não englobam especificamente a revisão, muito menos a pré-aprovação de OPR, de modo que há espaço para discricionariedade na definição de suas competências no estatuto. A pesqusa revelou que apenas 9% das companhias da amostra possuiam conselho fiscal permanente na data-base, sendo que apenas uma (Itaúsa) conferia a esse órgão competência específica para revisar ou pré-aprovar OPR (pela via da política de OPR, não pelo estatuto).

[247] Devendo ser apenas descritos pela companhia no Formulário de Referência (item 16.1).

[248] Considerando a data-base da coleta dos dados (9 de novembro de 2018), as companhias listadas no Novo Mercado ainda dispunham do prazo de adaptação às regras do regulamento de 2018 (que se encerra na data da assembleia geral ordinária que deliberar sobre as contas do exercício social de 2020), que incluem tanto a obrigatoriedade de formalização da política de OPR como a criação do comitê de auditoria, responsável pelo monitoramento da política e em cuja composição deve constar, ao menos, um conselheiro independente.

especial o conselho de administração –, a pesquisa ateve-se às disposições do estatuto social e dos respectivos regimentos internos, sem considerar, por exemplo, atas de eleição de membros do conselho de administração. Nessa linha, focalizou-se os documentos formalizados e públicos das companhias, utilizando as declarações e informações prestadas pelas companhias no Formulário de Referência e nas respostas ao CBGC como guia para pesquisa de documentos e subsídio para compreensão do funcionamento dos mecanismos.

A amostra inicial era composta pelas 95 companhias obrigadas pela CVM ao preenchimento do informe de aderência às práticas recomendadas pelo CBGC em 2018[249]. Dessa amostra inicial foram excluídas as 11 empresas estatais e sociedades de economia mista, restringindo-se a análise a companhias de controle privado. Ainda, foram excluídas 18 companhias de capital pulverizado, sem um acionista controlador definido ou grupo de controle vinculado por acordo de acionistas. A amostra final é composta por 66 companhias com controle privado definido, seja com um acionista controlador isolado, seja com controle compartilhado, formalizado via acordo de acionistas. A identificação do controlador, ou do grupo de controle, foi realizada por meio da consulta às respostas ao item 15 do Formulário de Referência de cada companhia da amostra.

Foram estabelecidas questões específicas para cada instância de tratamento de OPR, que visavam delinear o seu funcionamento e os limites que instituem ao exercício do poder do controlador quanto à aprovação de OPR em cada companhia da amostra, conforme o quadro abaixo:

[249] A obrigatoriedade da primeira leva de publicação do informe aplicava-se às companhias cujas ações integrassem o Ibovespa ou o IBr-X 100 (cf. art. 9º, I, Instrução CVM nº 586/17). 13 companhias preencheram e publicaram o Informe CBGC de maneira voluntária. A amostra inicial é limitada às 95 companhias para as quais o preenchimento era obrigatório.

Tabela 3

Questões de Pesquisa

Instâncias orgânicas / legais (AG e CA)	Obrigatoriedade de aprovação de certas OPR pela AG?
	Minoritários ou preferencialistas têm poder de veto?
	Obrigatoriedade de aprovação de certas OPR pelo CA? Exceções à regra?
	Conselheiros têm poderes para pedir avaliação independente?
	CA possui conselheiros independentes?
	Há rotação de independentes?
	Conselheiros independentes têm veto sobre OPR?
Instâncias estatutárias / contratuais (Comitês e Acordos de Acionistas)	Comitê de auditoria estatutário ou análogo, autônomo ou vinculado ao CA?
	Comitê dotado de poderes específicos para revisão de OPR? Exceções à regra?
	Pareceres do Comitê são públicos?
	Comitê composto por membros independentes?
	Há rotação de independentes?
	Possui acordo de controle ou entre controlador e minoritário(s) estratégico(s)?
	Acionistas vinculados têm veto sobre OPR?
Instâncias declaratórias (Políticas ou Códigos de Conduta)	Possui uma política formal de OPR específica ou análogo?
	Prevê um mecanismo específico de aprovação de OPR?
	Quem elabora a política?
	Cumprimento é acompanhado por órgão independente do controlador?

As questões sobre as instâncias orgânicas ou legais foram respondidas de acordo com as previsões do estatuto social de cada companhia. Nessa linha, por exemplo, se uma determinada companhia estabelece a competência do conselho de administração para aprovar OPR a partir de um determinado valor de alçada por meio de uma política de OPR, e não especificamente em seu estatuto, considera-se que há tratamento de OPR pela via declaratória, mas não orgânica. O mesmo vale para os comitês: a análise foi dividida entre comitês estatutários – com competências específicas para revisão ou pré-aprovação de OPR estabelecidas em estatuto – e não estatutários – com competências estabelecidas apenas em políticas de OPR ou em regimentos internos, nem sempre públicos em sua íntegra[250].

A consulta às respostas das companhias às recomendações do CBGC definiu não só o tamanho da amostra de companhias, mas também a data-base de análise dos documentos. Para cada companhia, foram analisados os documentos disponíveis e em vigor no dia 9 de

[250] Enfrentei uma grande dificuldade neste ponto, uma vez que é comum que os estatutos sociais prevejam uma prerrogativa genérica, conferida ao conselho de administração, de criação de comitês de assessoramento, sem detalhar as competências. É difícil dizer se, nesses casos, os membros de um comitê estão ou não sujeitos à norma extraída do art. 160 da LSA (no fundo, a redação parece pensada especificamente para criar essa dúvida).

novembro de 2018, data limite estabelecida pela CVM para envio das respostas das companhias ao CBGC[251].

A pesquisa está sujeita a diversas limitações, em especial no que diz respeito ao tamanho e representatividade da amostra, de modo que as conclusões apresentadas não podem ser generalizadas para todo o universo de companhias abertas brasileiras. Em primeiro lugar, havia 341 companhias com ações listadas para negociação em bolsa no Brasil em outubro de 2018[252], de modo que a análise contempla apenas cerca de 20% das companhias abertas brasileiras, considerando o mesmo período de referência. Ainda, dado que a obrigatoriedade da primeira leva de entrega das respostas ao CBGC era aplicável apenas às companhias cujas ações compusessem a carteira teórica de índices de maior volume de negociação (Ibovespa e IBr-X 100), e tendo as companhias que entregaram as respostas voluntariamente sido excluídas da amostra, há um claro viés de seleção de companhias maiores e mais líquidas, em detrimento de companhias menores. Além disso, focalizou-se apenas as regras de governança corporativa internas a cada companhia, sem atentar para outros tipos de regulação setorial que lhes pudessem ser aplicáveis[253].

Ademais, não se considerou a composição efetiva dos órgaõs de administração e dos comitês na data-base, atentando apenas para as regras de composição previstas nos respectivos documentos constitutivos. Por exemplo, se o estatuto de uma companhia prevê que o conselho de administração terá, no mínimo, 2 conselheiros independentes, considerou-se que a companhia possui apenas 2 conselheiros independentes, independentemente de a composição efetiva, na data-base, contemplar um número maior.

Outras limitações decorrem do foco em companhias com controle acionário definido e privado. Os resultados obtidos não podem servir como base comparativa direta para companhias com controle gerencial, sem um acionista controlador definido. No que diz respeito às empresas estatais e sociedades de economia mista, as razões de exclusão são fundamentalmente teóricas: ainda que as preocupações com conflitos de interesses e OPR

---

[251] Cf. Processo Administrativo CVM SEI 19957.009858/2018-04, j. 30.10.2018.
[252] Dados da B3 compilados pelo jornal Valor Econômico. V. https://valorinveste.globo.com/mercados/renda-variavel/bolsas-e-indices/noticia/2019/11/14/numero-de-empresas-na-bolsa-e-o-menor-desde-1996.ghtml (último acesso em 16.01.2020).
[253] Um exemplo são as regras aplicáveis às companhias do setor elétrico, estabelecidas em regulação específica, e que se sobrepõem às regras da LSA, da CVM e da B3. V. *e.g.* Resolução Normativa ANEEL nº 699, de 26 de janeiro de 2016.

também sejam aplicáveis às empresas públicas, acredita-se que é necessária uma discussão mais profunda a respeito de seu papel em uma economia de mercado, cujo resultados, ao menos em tese, podem impactar a forma de reflexão sobre conflitos de interesses do controlador estatal. Trata-se de uma discussão importante que não faz parte deste trabalho.

Ainda, a pesquisa não tem um propósito comparativo ou de identificação dos motivos que levam determinadas companhias a adotarem determinadas medidas internas de tratamento de OPR. As conclusões obtidas são extraídas de uma "fotografia" dos procedimentos de tratamento de OPR das companhias de controle privado definido vigentes na data-base da análise, sem considerar a data de instituição de tais mecanismos ou as razões da decisão pela sua adoção. As conclusões servem, portanto, muito mais como um guia para reflexões futuras do que como um diagnóstico definitivo sobre o estado da arte do tratamento de OPR pelas companhias brasileiras de modo geral.

Por fim, uma vez que se trata de uma análise de textos previstos em documentos societários, há um inevitável grau de subjetividade na interpretação de suas disposições, muitas vezes genéricas, redundantes, ou de difícil compreensão.

A lista das companhias cujos mecanismos de tratamento de OPR foram analisados, bem como a tabulação completa dos dados compilados, constam do Anexo deste trabalho. A seguir, são apresentadas as conclusões mais relevantes da análise.

3.5.2 Resultados principais

A análise revelou que a preocupação com OPR está, em maior ou menor grau, no radar das principais companhias brasileiras. Apenas 9 das 66 companhias analisadas, ou 13,6% da amostra, não previam qualquer mecanismo especifico identificável – i.e., formalizado e público – de tratamento de OPR na data-base, sendo que 6 delas eram listadas no Novo Mercado. Se, por um lado, seria esperada uma maior preocupação com questões de governança corporativa para essas companhias, como é o caso de mecanismos de tratamento de OPR, por outro lado, caso se mantenham no segmento, essas companhias deverão adaptar-se às regras específicas sobre políticas de OPR e monitoramento pelo comite de

auditoria até 2021[254]. As demais 57 companhias, ou 86,4% da amostra, previam algum tipo de mecanismo específico em ao menos uma das instâncias de tratamento.

Isto posto, há que se frisar a enorme variabilidade de critérios, regras de alçada e detalhamento dos textos – cláusulas do estatuto, regimentos internos de comitês, políticas específicas – entre as companhias. Ao menos uma companhia previa um mecanismo tão genérico que poderia, em uma análise menos formalista, enquadrar-se nos casos de ausência completa[255]. Para facilitar a exposição, divide-se os resultados por cada uma das instâncias analisadas.

3.5.2.1 Instâncias orgânicas ou legais: pouco espaço para independentes e não controladores

Quanto às instâncias orgânicas, havia, na data-base, uma grande prevalência da remissão de competências decisórias sobre OPR ao conselho de administração, em detrimento da assembleia geral. Das 66 companhias analisadas, 38 delas, ou 57,7% da amostra, previam competência específica do conselho de administração para aprovação de ao menos alguns tipos de OPR, enquanto apenas 3 companhias, ou 4,5% da amostra, remetiam ao menos alguns tipos de OPR para aprovação da assembleia geral[256] – o que, considerando a observância do precedente estabelecido pela CVM no Caso Tractebel, até o momento não revertido, implicava um veto à participação do controlador na deliberação.

Quanto às competências específicas do conselho de administração, 12 dessas 38 companhias (31,6%, ou 18,1% da amostra) previam reporte de qualquer OPR para aprovação do conselho de administração. No entanto, em dois casos foi possível identificar que a política de OPR elaborada pelo próprio conselho reduzia o escopo de atuação do colegiado,

---

[254] São elas: Bradespar, CSN, CTEEP – Companhia de Transmissão de Energia Elétrica Paulista, Cyrela, Engie, Iguatemi, Queiroz Galvão, Ser Educacional e Ultrapar, sendo que Cyrela, Engie, Iguatemi, Queiroz Galvão, Ser Educacional e Ultrapar eram listadas no Novo Mercado.

[255] O exemplo é o Bradesco, que possuia uma política de OPR formalizada, mas cuja redação basicamente afirmava que a organização apenas realiza OPR em condições normais de mercado, sem qualquer mecanismo específico e identificável de aprovação dessas operações.

[256] São elas: Klabin, TIM e Telefonica. Chama atenção o caso da Klabin, que remetia *qualquer* OPR envolvendo controladores e sociedades por ele controladas e a companhia para decisão da assembleia geral, enquanto TIM e Telefônica limitavam o escopo a alguns tipos de contrato.

criando regras de alçada não originalmente previstas no estatuto[257]. Quanto às demais companhias (68,4%, ou 39,3% da amostra), havia uma grande variedade de regras de alçada, que estabeleciam pisos mínimos de valores, sendo que apenas as OPR que superassem tais pisos deveriam ser remetidas ao conselho. Esses pisos eram definidos seja em valores absolutos, seja em percentuais estabelecidos a partir de métricas contábeis ou financeiras, como valor de patrimônio líquido, receita líquida ou relação dívida líquida/EBIDTA da companhia.

O ponto de atenção quanto ao conselho de administração diz respeito à baixa previsão de envolvimento de conselheiros não vinculados ao controlador, sejam independentes, sejam conselheiros eleitos diretamente pelos acionistas não controladores. Apenas 7 dessas 38 companhias (18,4%, ou 10,6% da amostra total) garantiam expressamente aos membros do conselho de administração – o que inclui os independentes e não vinculados ao controlador – poder para, isoladamente, solicitar a contratação de uma avaliação, por um terceiro independente, a respeito de OPR[258].

Ainda, apenas 4 dessas 38 companhias (10,5%, ou 6% da amostra total) previam poder de veto para os conselheiros independentes em relação às OPR sujeitas a prévia aprovação do conselho, sendo que duas delas condicionavam o veto a um parecer prévio de um comitê estatutário encarregado de revisão de OPR, formado, em sua maioria, por membros independentes do controlador[259]. Nenhuma dessas 4 companhias previa a limitação de recondução dos membros independentes do conselho de administração[260]. Seguindo a leitura dos documentos societários formalizados e disponíveis, isso significa que, nas demais companhias – 89,5% das companhias que expressamente remetiam OPR para a aprovação

---

[257] São elas: Duratex, Ecorodovias, Magazine Luiza, Marcopolo, Multiplan, Multiplus, Raia Drogasil, Randon, São Martinho, Smiles, Transmissora Aliança e Usiminas. Duratex e São Martinho são os casos em que a política de OPR atenuava as competências do conselho, em especial a São Martinho, cuja política de OPR isentava de qualquer aprovação prévia quaisquer operações "que envolvam situações cotidianas, no curso normal dos negócios, em condições de mercado e em claro benefício da Companhia".

[258] São elas: Alupar, CCR, Cosan, Ecorodovias, EZTEC, Hypera e Multiplus.

[259] São elas: Alupar, B2W, Multiplus e Smiles. As concorrentes Multiplus e Smiles, cuja estrutura de tratamento de OPR era basicamente idêntica, condicionavam o poder de veto dos conselheiros independentes a um parecer prévio negativo de um comitê interno, estatutário, dotado de poderes de revisão de OPR. Em todos os casos, aplicava-se a definição de independência estabelecida pelo respectivo segmento de listagem (para a Alupar, a definição prevista no Regulamento do Nível 2, e para as demais, a definição do Regulamento do Novo Mercado).

[260] O que não se aplica diretamente à Smiles, uma vez que o comitê específico para aprovação de OPR era, segundo a minha leitura do estatuto, de composição *ad hoc*, o que possibilitaria, ao menos em tese, a nomeação de pessoas independentes desvinculadas da composição do conselho de administração no momento de sua instalação.

do conselho, ou 94% da amostra total –, qualquer OPR poderia, no limite, ser aprovada por conselheiros vinculados diretamente ao controlador.

3.5.2.2 Instâncias estatutárias e contratuais: transparência dos comitês e a questão dos acordos de acionistas

Dividiu-se a análise das instâncias estatutárias e contratuais entre os comitês internos dotados de competência para revisar ou pré-aprovar OPR, de um lado, e cláusulas específicas previstas em acordos de acionistas, de outro lado. Quanto aos primeiros, identificou-se que 24 das 66 companhias analisadas (36,3% da amostra) remetiam expressamente a análise de OPR a algum tipo de comitê interno fixo de assessoramento ao conselho de administração. Este foi, sem dúvidas, o ponto de maior dificuldade da análise. Encontrou-se uma grande variedade de nomenclaturas atribuídas a tais comitês, os quais nem sempre eram, exclusivamente, responsáveis pela revisão ou pré-aprovação de OPR. Ainda, nem todas as companhias previam expressamente, em seu estatuto social, as competências específicas de tais comitês, por vezes criando-os ou definindo suas funções, de modo genérico, por meio das próprias políticas de OPR, por vezes estabelecendo regimentos internos em separado, nem sempre públicos.

Dessas 24 companhias, 12 (50%, ou 18,1% da amostra) previam expressamente que o comitê responsável pela análise de OPR seria composto por uma maioria de membros independentes do controlador – em geral, os próprios membros independentes do conselho[261]. As competências específicas desses comitês, contudo, eram em geral pouco claras. Em alguns poucos casos esparsos, como os referidos no item acima sobre o veto concedido aos membros independentes do conselho de administração, atribuía-se ao comitê a função específica de emitir um parecer prévio a respeito da equidade das OPR sujeitas ao crivo do conselho, inclusive alterando o *quorum* de aprovação da operação pelo conselho em caso de parecer negativo[262]. Na maioria dos casos, no entanto, a competência parecia se limitar a uma revisão *ex post* de operações já realizadas, sendo reportadas eventuais situações de dúvida ("*red flags*") ao conselho, para conhecimento. A existência e a extensão da

[261] São elas: Ambev, B2W, Braskem, Cielo, Cosan, Fibria, Gol, Hypera, JBS, Multiplus, SulAmerica eTIM.
[262] Veja-se, também nessa linha, o caso da Cielo, que remete a revisão de OPR a um "conselho de governança" não estatutário. Quando a parte relacionada for um dos acionistas controladores, a composição do comitê é alterada de modo *ad hoc*, para que passe a contar com maioiria de membros não vinculados aos controladores.

publicidade conferida aos pareceres desses comitês também era incerta e de difícil identificação na grande maioria dos casos.

O ponto de atenção nesse nível de análise fica a cargo dos acordos de acionistas. 21 das 66 companhias analisadas (31,8% da amostra total) possuiam previsões específicas relativas à aprovação de OPR em acordos de acionistas arquivados em suas sedes, fossem acordos que disciplinavam o exercício conjunto do poder de controle entre dois ou mais acionistas, fossem acordos celebrados entre o acionista controlador e um acionista minoritário estratégico. Isso representa 60% do total de companhias que possuiam tais acordos (35 companhias no total). Ainda, 14 dessas 21 companhias (67%, ou 21,2% da amostra total) estavam listadas no Novo Mercado[263].

Em geral, os mecanismos previstos em acordos de acionistas previam poder de veto unilateral, nos casos de acordos celebrados entre controlador e minoritário estratégico, ou recíproco, entre os signatários do acordo, para OPR envolvendo a contraparte. Os vetos se expressavam pelo vinculação do conselho de administração, seja em uma forma atenuada, estabelecendo que certas OPR somente poderiam ser aprovadas com voto favorável de um dos conselheiros nomeados pelo acionista não conflitado, seja em uma forma mais rígida, estabelecendo que o voto dos conselheiros nomeados pelos acionistas signatários do acordo deveria ser estabelecido em reunião prévia de acionistas, podendo o acionista não conflitado vetar a operação e determinar, de antemão, o voto de todos os conselheiros vinculados ao acordo. Em boa parte dos casos, o veto era previsto para operações acima de um determinado patamar de valor[264] ou, em um caso específico, obrigava os signatários do acordo de controle a elaborarem em conjunto uma política de OPR[265].

Esse achado é dúbio, tanto do ponto de vista dos investidores como das boas práticas de governança corporativa. Por um lado, o fato de um acionista específico encarregar-se do monitoramento de OPR envolvendo um controlador, inclusive gozando da prerrogativa de vetar ao menos parte dessas operações, pode ser lido como uma vantagem para todos os

---

[263] São elas: Aliansce, CCR, Cielo, Duratex, Ecorodovias, Fibria, Hypera, JBS, Marfrig, Minerva, Porto Seguro, Raia Drogasil, Tupy e Vale.
[264] Podendo fazer referência apenas a operações realmente vultosas, como nos casos da JBS e da Marfrig, nas quais o minoritário relevante (em ambos os casos, o BNDESPar) tinha veto apenas para operações que superassem R$100 milhões.
[265] É o caso da Vale.

acionistas. Por outro lado, em especial nos casos em que se prevê a decisão a respeito de OPR envolvendo controladores em reuniões prévias de acionistas vinculados ao acordo – portanto, *fora* da própria estrutura societária e para além do campo de supervisão dos demais acionistas –, surge o questionamento a respeito de um eventual conluio entre acionistas membros do bloco do controle, sobretudo quando o voto dos conselheiros nomeados pelos controladores é vinculado pelo acordo – uma prática expressamente desaconselhada pelo CBGC (Prática Recomendada 1.2.1).

Mesmo nos casos em que cláusulas específicas relativas a OPR não sejam previstas no acordo de acionistas, a previsão de vinculação de voto é problemática *per se*, sobretudo se se considera que (i) o conselho de administração é, por suas atribuições legais, o centro de gravidade natural da aprovação de OPR, (ii) que parcela significativa das companhias da amostra já remetia expressamente a competência de aprovação ao conselho, e (iii) que tanto o CBGC como o regulamento do Novo Mercado apontam o conselho como o órgão central não só de aprovação de OPR, mas de elaboração das políticas internas a esse respeito.

3.5.2.3 Instâncias declaratórias: monitoramento e elaboração das políticas de operações entre partes relacionadas

Das 66 companhias analisadas, 37 (56% da amostra total) possuiam uma política de OPR formalizada na data-base. Havia uma grande variação entre os níveis de detalhamento de tais políticas, sendo que algumas eram lacônicas, limitando-se a afirmar que qualquer OPR deveria ser celebrada pela companhia em condições comutativas e de mercado – apenas repetindo o disposto na LSA, portanto –, enquanto outras pareciam servir efetivamente como o eixo central da estrutura interna de tratamento de OPR da companhia, prevendo forma de composição e competências e prerrogativas dos comitês responsáveis pela revisão dessas operações[266].

[266] Um exemplo de contraste flagrante eram as políticas da Gerdau (basicamente afirmando que OPR seria celebradas em condições de mercado) e da Ambev (estabelecendo um comitê específico de controle de quaisquer OPR, excluídas operações com subsidiárias integras da companhia, com maioria de membros independentes do controlador, dotado de prerrogativas para (i) pedir alternativas de mercado a quaisquer OPR; (ii) solicitar avaliação independente dessas operações, e (iii) exigir formalização por escrito dos contratos que as embasem).

Dessas 37 companhias, apenas 13 (35,1%, ou 19,7% da amostra total) previam que o monitoramento do cumprimento da política de OPR seria realizado por algum órgão interno composto por, ao menos, maioria de membros independentes do controlador[267], sendo que boa parte delas remetia essa competência ao comitê de auditoria, em linha com o regulamento do Novo Mercado publicado em 2018. As demais companhias remetiam a competência ou ao próprio conselho de administração – sem previsão específica, em nenhum das companhias, de atuação dos conselheiros não vinculados ao controlador nesse monitoramento – ou a algum comitê interno de competências e composição não evidentes, ou a algum órgão executivo, como diretorias de *compliance*.

Por fim, a última constatação é o fato de virtualmente todas as companhias analisadas terem suas políticas de OPR elaboradas pelo conselho de administração[268], o que atende às exigências tanto do CBGC como do regulamento do Novo Mercado. O ponto de reflexão, nesse particular, assim como em relação às próprias competências de aprovação de OPR atribuídas ao conselho, é a falta de previsão específica de participação de membros independentes ou não vinculados ao controlador na concepção e elaboração dessas políticas. A análise formal dos documentos já acabados não permite identificar se essa participação se deu ou não de modo decisivo, ou se houve divergências quanto ao seu conteúdo que não foram reportadas.

3.6 Conclusões parciais: pontos de atenção da pesquisa e uma proposta

Os achados do levantamento empírico levam a algumas conclusões e questionamentos principais. A primeira conclusão é que a flexibilidade conferida às companhias para desenharem seus próprios mecanismos de tratamento de OPR deu origem a uma gama de soluções particularizadas. Em primeiro lugar, na falta de critérios de materialidade estabelecidos pela lei, por regulação da CVM ou pelas instâncias autorregulatórias, tal como previsto nas regras de listagem da Bolsa de Londres ou da

[267] São elas: Ambev, B2W, Cia. Brasileira de Distribuição, Cielo, Cosan, Duratex, Eletropaulo, Gol, Itaú, JBS, Odontoprev, Sul América e TIM.

[268] Fibria, Fleury, Odontoprev, Raia Drogasil e São Martinho previam competência conjunta da diretoria executiva e do conselho de administração, enquanto Magazine Luiza é a única exceção, prevendo competência exclusiva da diretoria executiva para elaboração, atribuindo ao conselho função de monitoramento.

CONSOB, como visto no capítulo anterior[269], verifica-se uma grande diversidade de patamares, regras de alçada ou pisos mínimos para submissão de operações ao conselho de administração. Em segundo lugar, há uma pluralidade de comitês possíveis, de caráter *ad hoc* ou permanente, cujas competências, composição e regras de funcionamento, em muitos casos, não são evidentes ou cujo detalhamento deixa a desejar. Em terceiro lugar, o grau de detalhamento das políticas de OPR é também bastante variável.

A segunda conclusão, que vai de encontro à pergunta central que norteou a pesquisa, é que, sobretudo no que diz respeito à decisão final sobre a aprovação de OPR, são bastante raros os casos em que o controlador efetivamente abre mão de seu poder. É baixíssima a previsão de envolvimento decisivo de conselheiros não vinculados ao controlador ou, no mínimo, independentes, nos processos de aprovação de OPR submetidas ao conselho. Essa participação é um pouco mais expressiva no que diz respeito à participação em comitês consultivos. Contudo, na falta de atribuições claras e, sobretudo, de transparência quanto aos seus pareceres e recomendações, a capacidade de constrangimento efetiva desses órgãos pode ser questionada.

Um primeiro questionamento diz respeito à questão da regulação privada de OPR em acordos de acionistas. Do ponto de vista teórico – portanto, normativo –, é questionável a legitimidade de se atribuir a um acionista específico, por meio de um acordo privado entre ele e o controlador, a prerrogativa de decidir sobre redistribuições de recursos eventualmente desfavoráveis ao conjunto dos demais acionistas. Nos casos de acordos que estabelecem o controle conjunto, esse questionamento é ainda mais grave, sobretudo quando o acordo prevê a vinculação de voto dos conselheiros eleitos pelos controladores a decisões tomadas em reuniões prévias. Essas previsões retiram do âmbito da decisão coletiva uma discussão que toca a própria estrutura societária e, no limite, tornam sem sentido a previsão de critérios de alçada para remissão de OPR ao conselho de administração.

Um segundo questionamento diz respeito à relativa incerteza que paira sobre a natureza jurídica das políticas de OPR, mecanismo preferencial das instâncias autorregulatórias brasileiras. Não é evidente a consequência jurídica do descumprimento dos procedimentos previstos nessas políticas pela administração da companhia, sobretudo se se

[269] V. Seção 2.3.1 acima.

considera a enorme disparidade de detalhamento entre as políticas identificadas pela pesquisa. Por um lado, parece razoável admitir que, uma vez publicados e bem detalhados, esses documentos sirvam, ao menos, como base para eventual sanção administrativa por prestação de informação incorreta ao mercado. A vinculação dos administradores aos procedimentos previstos é um pouco mais nebulosa, mas pode-se argumentar pela possibilidade de sua responsabilização civil por eventuais prejuízos pela via do art. 158, I, da LSA, na medida em que a política pode estabelecer "atribuições ou poderes" específicos a certos administradores. No entanto, o fato de certas companhias estabelecerem políticas bastante lacônicas gera um desequilíbrio, e pode dar margem ao argumento de que esses documentos são simples declarações, sem força vinculante.

Em boa medida, essa mesma preocupação pode ser referida aos comitês consultivos cuja constituição e competência não estejam previstas expressamente no estatuto da companhia, tornando questionável a aplicabilidade do art. 160 da LSA. Em geral, os estatutos sociais das companhias prevêem uma disposição genérica, que autoriza o conselho de administração a instalar comitês de assessoramento, o que parece talhado para conferir maior flexibilidade à administração no que diz respeito à definição de suas atribuições. Essa opção traz vantagens para a companhia, mas implica perda de clareza quanto à definição do órgão efetivamente responsável pela revisão ou monitoramento de OPR.

Retomando a discussão sobre fatores que podem guiar a reflexão regulatória sobre OPR a partir da ótica da confiança do investidor, três pontos sobressaem: (i) a importância da clareza quanto aos compromissos de cooperação assumidos pelo controlador, (ii) a importância da credibilidade desses compromissos, e (iii) a relevância autônoma da percepção de justiça procedimental. Quanto ao primeiro ponto, uma das principais dificuldades enfrentadas pela pesquisa foi a de identificar de modo preciso os procedimentos específicos que as companhias afirmam seguir para monitorar e aprovar OPR. Uma vez que se sai do campo das declarações constantes dos Formulários de Referência e das respostas ao informe CBGC (que não raro remetiam às informações constantes do formulário) e se analisa com detalhe os documentos societários formais das companhias, torna-se bastante mais difícil compreender o funcionamento desses procedimentos. Nessa linha, a clareza quanto à estratégia não é a regra.

Quanto ao segundo ponto, a adoção de mecanismos atípicos, como as políticas de OPR e os comitês sem definição estatutária de composição e competências, dificulta a remissão dos procedimentos adotados pelas companhias a alguma base legal, que dê maior segurança quanto à possibilidade de sanção pelo seu descumprimento. No limite, pode tratar-se apenas de uma nova camada de declarações de honestidade, que não altera para melhor a proteção jurídica conferida ao investidor em relação às previsões legais deficientes quanto a esse tipo de contratação. Ainda, um dos achados principais da pesquisa foi o fato de os controladores brasileiros, salvo raras exceções, abrirem mão de seu poder efetivo de, no limite, determinar a realização de OPR. Nessa linha, a credibilidade dos compromissos assumidos também é prejudicada.

O fato de não se ter maior clareza quanto aos procedimentos, adicionado à ausência de previsões explícitas quanto à participação de não controladores e seus representantes – ou mesmo de conselheiros independentes – na elaboração das políticas de OPR, também dificulta a percepção de justiça procedimental, na medida em que dificulta a canalização de eventuais preocupações específicas que o investidor possa ter em relação a determinadas OPR. No modelo regulatório atual, salvo nos casos de reorganizações societárias ou de OPR as quais o estatuto eventualmente exija intervenção da assembleia geral, o investidor permanece apenas na posição de receptor passivo de informações a respeito da ocorrência de OPR aprovadas internamente à companhia, podendo reagir a elas pela via do ativismo ou, como mostram as evidências empíricas levantadas, pela via do preço, produzindo um peso-morto econômico evitável. Importa, nesse sentido, pensar formas em que esse investidor possa assumir um papel ativo, de modo a atacar a sua percepção de risco.

Seja pela determinação expressa do regulamento do Novo Mercado, seja pela via do constrangimento que o mecanismo "pratique ou explique" possivelmente imporá à observância das diretrizes estabelecidas pelo CBGC, é razoável esperar que uma quantidade substancial de companhias venha a adotar políticas de OPR em um futuro próximo. Pensar essas políticas pela perspectiva da formação de confiança do investidor, em especial observada a relevância autônoma justiça procedimental, parece a forma mais realista de dar concretude às recomendações teóricas no presente.

Nesse sentido, argumenta-se que as políticas de OPR devem ser compreendidas como um mecanismo regulatório fundamental das companhias abertas. Essa perspectiva repousa

em dois eixos básicos. O primeiro deles é a transposição da instância decisória definitiva quanto aos seus termos: do conselho de administração para a assembleia geral. Note-se que essa transposição tem por fundamento normativo o conceito de conflito de interesses em sentido forte, tal como articulado neste trabalho. Uma vez que se entende que a referência básica do conceito de conflito de interesses diz respeito ao interesse social em sentido negativo, i.e., à pretensão do sócio em não ter os recursos econômicos ou políticos da sociedade redistribuídos em favor de um deles em detrimento dos demais em virtude do exercício de poderes jurídicos, faz sentido devolver ao sócio o poder de decisão a respeito de OPR que impliquem conflitos de interesses. Se é impraticável, e até indesejável, que investidores tenham poder intelectual e decisório sobre cada OPR individualmente, é plenamente possível e, sob a ótica da confiança, desejável, que estes tenham o poder decisório sobre a *forma* como essas operações serão conduzidas.

O segundo eixo é a definição da política como o documento central, unificador, de orientação da companhia quanto à realização de OPR. Nele devem estar previstas todas as regras de alçada, as eventuais hipótese de OPR isentas de procedimentos específicos, as instâncias de aprovação, a composição e as atribuições dos órgãos[270], permanentes ou *ad hoc*, responsáveis pelo monitoramento dessas operações, e os mecanismos de transparência quanto às decisões desses órgãos. Esse documento deve não só ser aprovado pela assembleia geral, como estar sujeito a revisão e renegociação periódica. Em especial em companhias com controlador definido, a renegociação periódica cria condições de comunicação continuada entre o controlador e o investidor, o *insider* e o *outsider*, permitindo que novas situações que surjam ao longo do tempo sejam integradas à política. Essa abertura para a comunicação e participação do investidor na concepção da política, que se refere aos termos e procedimentos a serem observados pela companhia nas situações em que seu investimento está em risco, tem enorme potencial de aumentar a percepção de justiça procedimental sobre o seu processo decisório interno.

A operacionalização desse processo poderia se dar pela nomeação de um comitê paritário específico, pela assembleia geral, de elaboração dos termos da política, a ser composto por um ou dois membros nomeados pelo controlador ou indicados pela administração da companhia, um ou dois membros indicados e aprovados pelos titulares de

[270] Que pode ser, no caso das companhias listadas no Novo Mercado, o comitê de auditoria, eventualmente acompanhado por outro comitê com competências específicas, a depender da decisão das partes envolvidas.

mais da metade das ações em circulação (art. 4º-A, §2º, LSA), e um terceiro, escolhido de comum acordo entre os membros apontados por cada parte, a quem caberá eventual voto de desempate. Esse comitê é instituído por prazo determinado, devendo apresentar os termos da política a ser submetida à assembleia geral e solicitar ao conselho de administração a convocação de nova assembleia para deliberação sobre o documento até o final de seu mandato. Nessa assembleia, pode-se permitir o voto do controlador, mas a aprovação final dependerá da não oposição de mais da metade dos titulares de ações em circulação. Uma vez aprovada, deve-se prever que o acionista controlador, os membros do conselho de administração e os diretores estatutários da companhia firmem termo de compromisso específico, em que se vinculam contratualmente a seguir e fazer cumprir os procedimentos da política.

Seguidas essas diretrizes, acredita-se ser possível atacar ambas as dimensões problemáticas das OPR, tanto tornando mais forte e crível o comprometimento de controladores e administradores com a observância dos procedimentos previstos na política, como aumentando substancialmente a percepção de justiça procedimental, pela perspectiva do investidor.

-*-

CONCLUSÕES GERAIS

O percurso percorrido por este trabalho partiu da identificação da seguinte problemática: é possível articular um conceito de conflito de interesses no campo do direito societário sem enfrentar a difícil questão da definição do interesse social? Os resultados finais da pesquisa permitiram extrapolar a resposta a essa questão. Uma vez proposto um conceito autônomo de conflito de interesses, com sentido forte, aplicável ao campo do direito societário, foi possível trabalhar não só a dimensão teórica e conceitual, mas também investigar de que forma uma compreensão complexa desse conceito permite pensar sobre as melhores formas de regular suas manifestações concretas.

De início, por um lado, percebeu-se que o debate doutrinário, teórico, a respeito do conceito de conflito de interesses no Brasil não foi capaz de estabelecer uma definição precisa, que dê sentido claro às disposições legais referentes a deliberações societárias. Por outro lado, percebeu-se que o recurso intuitivo à noção de conflito de interesses continua a fazer parte do cotidiano dos juristas e praticantes do direito societário. A disseminação do termo "operações (ou transações) entre partes relacionadas" é exemplar nesse sentido. De uma parte, entende-se que ambos os termos – conflito de interesses e operação entre partes relacionadas – dizem respeito a algo similar. De outra parte, na falta de uma definição adequada do que é, de fato, um conflito de interesses, o recurso à noção de operações entre partes relacionadas, termo importado da contabilidade pela linguagem jurídica, serve para soterrar um debate jurídico inacabado e inconclusivo. Faz sentido seguir utilizando a ideia de conflito de interesses apenas por seu apelo intuitivo, sem que seja possível dizer efetivamente o que ele é?

A hipótese que se procurou desenvolver é que o debate brasileiro, no fundo, não aborda o conceito de conflito de interesses em si, mas variações das discussões a respeito de uma definição positiva do que seja o interesse social, ou interesse da companhia. Primeiro, tenta-se apresentar uma resposta à questão sobre a definição do interesse social, para depois questionar no que consiste um conflito de interesses. Essa escolha decorre tanto da própria literalidade dos artigos da LSA que tratam de deliberações societárias, no âmbito de

assembleias gerais e da administração das companhias, como das raízes intelectuais da doutrina brasileira, fincadas na discussão italiana da primeira parte do século XX.

Argumentou-se que esse é um método equivocado de investigação. Partiu-se da percepção de que o conceito de conflito de interesses não é objeto de atenção exclusivo do direito societário, sendo abordado e analisado não só por outros campos do direito, como também por outras disciplinas fora do campo jurídico. Ademais, há um componente histórico importante na disseminação não só dos estudos a respeito desse conceito, mas de sua gradual aparição no direito positivo em diversos países, incluindo o Brasil. Esse componente diz respeito a um fenômeno, identificado pela literatura, de progressiva desconfiança institucional, verificável em diferentes níveis e tipos de relações sociais. O movimento de governança corporativa pode ser compreendido como a expressão desse fenômeno no campo do direito societário.

Uma vez que o conceito de conflito de interesses escapa aos limites do direito societário, propôs-se, nos dois primeiros capítulos, uma inversão metodológica: ao invés de iniciar a pesquisa a partir da tentativa de definição do interesse social, iniciou-se pela tentativa de definição do conflito de interesses. No Capítulo 1, foram revisadas diferentes abordagens teóricas do conceito e de sua aplicação prática. A análise conjunta dessas diferentes abordagens levou à conclusão de que conflitos de interesses dizem respeito, por definição, a situações em que há exercício de *poder*.

O poder, aqui, é entendido não como um atributo individual, mas como um aspecto da relação que dois ou mais atores estabelecem entre si, e que deriva da capacidade de um dos atores de uma relação poder tomar decisões que vinculam as demais partes envolvidas, sem que essas partes tenham, em princípio, possibilidade de oposição. Pela perspectiva jurídica, parte-se da concepção de que poderes, assim entendidos, não podem ser exercidos de modo arbitrário, em benefício próprio do titular do poder e em detrimento daqueles que serão vinculados por suas decisões. Essa arbitrariedade ofende o princípio basilar da igualdade entre os sujeitos de direito. Esse é o fundamento normativo, valorativo, que dá sentido à preocupação com situações de conflito de interesses.

É a partir dessa estrutura geral que se entende a utilidade da teoria da agência para a reflexão sobre conflitos de interesses. A partir dela, pode-se conceber relações que envolvem

dois atores, que podem ser referidos como agente e principal, nas quais o agente é dotado da prerrogativa de tomar decisões que vinculam o principal. Essa constatação também acarreta a possibilidade de se propor um conceito de conflito de interesses em sentido forte, que faz jus ao seu apelo intuitivo. Uma vez que envolvem exercício de poder, conflitos de interesses não dizem respeito ao que se poderia denominar *colisão* de interesses entre dois sujeitos autônomos. O sentido forte dos conflitos de interesses diz respeito à vulnerabilidade de uma das partes quanto à decisão a ser tomada pela outra em função da própria relação que mantêm entre si.

Ainda, argumentou-se que, para apreender o conceito de conflito de interesses em sua complexidade, uma análise a seu respeito deve sempre ter em conta ambos os polos da relação. Por um lado, pode-se assumir a perspectiva do agente, titular do poder, e questionar a sua capacidade subjetiva de bom julgamento, ou suas boas intenções. Ainda, pode-se mensurar a sua competência a partir dos resultados das decisões que toma em benefício do principal. Por outro lado, pode-se assumir a perspectiva do principal, e questionar a ele em que medida determinadas circunstâncias colocam em xeque a sua confiança na capacidade de julgamento do agente. Situações em que o agente tem a possibilidade de usar o poder para tomar decisões que privilegiem interesses próprios, ou de terceiros a ele vinculados, em detrimento dos interesses do principal, podem vir a impactar a confiança que o principal deposita no agente, uma vez que é plausível supor que o agente poderá agir em seu interesse exclusivo. Aí está, portanto, o núcleo duro do conceito de conflito de interesses.

No Capítulo 2, propôs-se a aplicação desses achados ao debate teórico do direito societário sobre conflitos de interesses. A partir do aspecto relacional dos conflitos de interesses, refletiu-se sobre uma relação possível dentro das organizações societárias: a relação acionista controlador *v.* acionistas não controladores. Como um ponto preliminar, mas importante para nortear a discussão proposta, confrontou-se a tradicional distinção entre conflitos de interesses formais *v.* conflitos de interesses substanciais. Argumentou-se que tal distinção opera uma confusão entre conceito e consequências jurídicas específicas, aplicáveis no contexto de deliberações societárias: a um conflito formal, corresponderia a consequência de proibição de participação do agente em posição de conflito de interesses em uma dada deliberação societária; a um conflito substancial, não corresponderia a consequência de proibição de participação, podendo o agente que levou a cabo a possibilidade de privilegiar seu próprio interesse ser sancionado *ex post*.

Foram dirigidas duas críticas a essa confusão. Em primeiro lugar, afirmou-se que ela reduz equivocadamente o âmbito de aplicação do conceito de conflito de interesses, que é útil também para a reflexão sobre a separação de funções no âmbito da organização societária. Em segundo lugar, direcionou-se uma crítica específica à ideia de que conflitos de interesses só podem ser identificados após a ocorrência de deliberações societárias. Essa noção vincula diretamente o conceito de conflito de interesses ao resultado concreto das deliberações, o que implica tornar a caracterização jurídica de conflitos de interesses uma questão empírica, de mera constatação de fatos, e fazer com que a ocorrência de um conflito de interesses seja indistinguível de situações em que decisões negociais da sociedade se revelaram equivocadas e geraram prejuízos.

Argumentou-se que é necessário um conceito prévio, teórico e abstrato, para que se possa adequadamente caracterizar situações concretas como situações de conflito de interesses, do ponto de vista jurídico. Nessa linha, resgataram-se as teorias italianas clássicas que se propuseram a analisar o conceito no contexto da relação entre sócios, as quais estão na base da discussão doutrinária brasileira. Destacou-se que o elemento unificador dessas teorias é a rejeição ao conceito de poder, o que, de saída, alerta para os equívocos cometidos por tais teorias. Destacou-se a incapacidade das teorias do dano potencial e do motivo ilícito em dissociar a categorização de conflitos de interesses dos resultados concretos de cada deliberação, o que as remete para a mesma crítica feita à noção equivocada de conflitos substanciais, referida acima.

Em especial, criticou-se o pressuposto, assumido particularmente pela teoria do dano potencial e compartilhado por parte da doutrina brasileira, de que conflitos de interesses dizem respeito a conflitos intersubjetivos – uma definição próxima a de colisão de interesses, referida acima. Identificou-se que esse é o pressuposto que impõe a dificuldade de definição do conceito de conflito de interesses no campo do direito societário, uma vez que impõe pensar uma *contraposição* entre o sócio e a sociedade, exigindo a definição do interesse social. Afirmou-se que essa perspectiva é equivocada, uma vez que ignora a autonomia conceitual do conflito de interesses. Por dizerem respeito ao exercício de poder, conflitos de interesses são mais adequadamente compreendidos como conflitos *intrassubjetivos*, podendo o titular do poder, ou o agente, beneficiar um interesse próprio, ou de terceiro a ele vinculado, em detrimento do interesse do principal, sujeito às suas decisões.

Focalizando-se a relação controladores *v.* não controladores, essa constatação não eliminou a dificuldade de se definir qual o interesse que o titular do poder – o controlador – coloca em risco quando se encontra em posição de conflito de interesses em uma deliberação societária. As tentativas de definição de um interesse comum entre todos os acionistas, ou de um dever de maximização do retorno financeiro aos acionistas, revelam-se problemáticas. No entanto, se uma definição positiva do interesse colocado em risco pelo conflito de interesses do controlador não é possível ou desejável, uma definição negativa mostrou-se produtiva.

Partindo-se de uma atualização de "O Contrato Plurilateral", propôs-se uma definição do interesse dos sócios em sentido negativo, consistente no interesse de cada sócio em não ter os recursos econômicos e políticos da sociedade indevidamente redistribuídos em favor de um ou parte deles, em detrimento dos demais. Essa é a pretensão verdadeiramente comum entre todos os sócios, uma vez que, admitida a injustiça distributiva – i.e., a apropriação individual de recursos comuns –, o próprio conceito jurídico de sociedade perde sentido. Dessa definição negativa do interesse dos sócios extrai-se uma definição positiva de conflito de interesses em deliberações societárias: aquele que, em virtude de uma posição de poder em uma determinada deliberação, pode influir ou determinar uma redistribuição de recursos sociais em seu próprio benefício, ou em benefício de terceiros a ele vinculados, e não extensível aos demais sócios, estará em posição de conflito de interesses, por potencialmente lesar o interesse negativo dos sócios. Nesse sentido, a problemática inicialmente identificada pode ser resolvida, ainda que tenha demandado a revisão da ideia de interesse social.

No Capítulo 3, analisou-se uma modalidade específica de operação econômica que pode implicar conflito de interesses: as operações com partes relacionadas ("OPR"). Argumentou-se que a relação entre conflitos de interesses e OPR é de forte intersecção, mas não de continência. Argumentou-se que, por um lado, a obrigatoriedade jurídica de transparência em relação a OPR permite dar maior concretude ao conceito abstrato de conflito de interesses, na medida em que esclarece quem podem ser os "terceiros vinculados" ao agente e, nessa linha, permite identificar situações de conflito de interesses mais facilmente. Por outro lado, constatou-se que levar a sério a dupla dimensão dos conflitos de interesses permite abrir o campo de visão para o impacto econômico negativo que a

percepção do principal quanto aos conflitos de interesses do agente, no âmbito dos mercados acionários. Nesse sentido, as evidências empíricas que apontam para um desconto significativo no preço das ações de companhias que realizam OPR podem ser lidas como uma sinalização de desconfiança. Esses achados indicam que a percepção também tem um custo econômico relevante, que deve ser objeto de atenção regulatória – sobretudo se se considera que a percepção negativa pode ser atenuada, ou revertida.

Empreendeu-se, então, uma revisão da literatura sobre confiança. Destacou-se que, no contexto de relações de mercado, impessoais, como as em geral estabelecidas entre controladores e não controladores de companhias abertas, é mais adequado pensar não em termos de confiança genuína, mas de mecanismos que permitam que relações de cooperação ocorram, ou de substitutos funcionais de confiança. Isso abriu margem para olhar alguns exemplos estilizados trazidos pela teoria dos jogos, além de apontar para as estratégias que atacam diretamente a percepção negativa de pessoas sujeitas ao poder de outras, destacando-se o papel da justiça procedimental. Em termos de uma relação principal *v.* agente, a clareza quanto à intenção de não agir de modo oportunista, a credibilidade dos comprometimentos, e a abertura dos processos decisórios para consideração e participação dos principais aparecem como elementos decisivos para se criar não só a possibilidade de cooperação entre principal e agente, como para reduzir a percepção negativa do principal quanto ao agente, que também tem um custo socialmente relevante.

Propôs-se, por fim, analisar os mecanismos de tratamento de OPR previstos pelas companhias brasileiras com controlador privado definido sob essa ótica. A pesquisa empírica revelou que são bastante raros os casos em que o controlador passa um sinal realmente forte de intenção de cooperação nesse tipo de operação econômica, dado o número reduzido de companhias que prevêem poder de veto sobre OPR aos conselheiros não vinculados ao controlador. Há uma relativa incerteza quanto à executoriedade de mecanismos internos adotados pelas companhias sem expressa previsão estatutária, como comitês e políticas de OPR, o que compromete, em alguma medida, a credibilidade dos comprometimentos. Pensar políticas de OPR como eixos centrais de comunicação com o investidor, abrindo margem para que ele participe do seu processo de elaboração, aprovação e futura revisão, atribuindo a elas caráter quase contratual, parece uma forma possível de atacar não só os riscos de efetiva expropriação decorrentes de OPR, mas também a percepção de risco, além de ser condizente com a dimensão normativa do interesse social em sentido negativo.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AKERLOF, George A. "The Market for 'Lemons': Quality Uncertainty and the Market Mechanism" in The Quarterly Journal of Economics, Vol. 84, No. 3 (Aug., 1970), pp. 488-500

ANDERSON, Alison Grey. "Conflicts of Interest: Efficiency, Fairness and Corporate Structure" in UCLA Law Review, V. 25 (1978), pp. 738-795

ANGELICI, Carlo. "La società per azioni e gli 'altri'" in Giurisprudenza Commerciale 342, Milano: Giuffrè, pp. 45-62

ARROW, Kenneth J. *The limits of organization*. New York: W.W. Norton & Company, 1974

ASCARELLI, Tullio. "Sulla Protezione delle Minoranze nelle Società per Azioni" in Rivista del Diritto Commerciale, Vol. XXVIII, Parte I, 1930, pp. 735-743

_____. "I problemi delle società anonime per azioni" in Rivista delle Società, V. I, N. I, 1956, pp. 3-34

_____. "O Contrato Plurilateral" in ASCARELLI, Tullio. *Problemas das Sociedades Anônimas e Direito Comparato*. 2ª Ed. São Paulo: Saraiva, 1969, pp. 255-312

ASQUINI, Alberto. "Conflitto d'interessi tra il socio e la società nelle deliberazioni di assemblee delle società per azioni" in Rivista del Diritto Commerciale, V. XVII, Parte II, 1919, pp. 652-667

ÁVILA, Humberto. *Teoria dos princípios: da definição à aplicação dos princípios jurídicos*. 15ª Ed. São Paulo: Malheiros, 2014

AXELROD, Robert. *The Evolution of Cooperation*. Revised Edition. New York: Basic Books, 2006

AZEVEDO, Antonio Junqueira de. *Negócio Jurídico: Existência, Validade, Eficácia*. 4ª Ed. Atual. São Paulo: Saraiva, 2002

BANERJEE, Sanjay, BOWIE, Norman E., PAVONE, Carla. "An ethical analysis of the trust relationship" in BACHMANN, Reinhard, ZAHEER, Akbar. *Handbook of Trust Research*. Cheltenham, Northampton: Edward Elgar, 2006, pp. 303-317

BERLE JR, Adolf A. "For Whom Corporate Managers *Are* Trustees: A Note" in Harvard Law Review, V. 45 (1932), pp. 1365-1372

_____. "Modern Functions of the Corporate System" in Columbia Law Review, Vol. 62, No. 3 (Mar., 1962), pp. 433-449

BERLE JR, Adolf A., MEANS, Gardiner C., *The Modern Corporation and Private Property*. New York: The Macmillan Company, 1932

BIANCHI, Marcello et al. "Regulation and self-regulation of related party transactions in Italy: An empirical analysis" in CONSOB, Quaderni di Finanza, N. 75 (gennaio 2014), disponível em http://www.consob.it/documents/11973/204072/qdf75.pdf/27beface-c61a-4d97-a790-22be98a70cae, último acesso em 16.01.2020

BLAIR, Margaret M. "Shareholder Value, Corporate Governance and Corporate Performance: A Post-Enron Reassessment of the Conventional Wisdom", 2003, disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=334240, último acesso em 16.01.2020

BLAIR, Margaret M., STOUT, Lynn A. "A Team Production Theory of Corporate Law" in Virginia Law Review, Vol. 85, No. 2 (Mar., 1999), pp. 247-328

BOATRIGHT, John R., "Conflict of Interest: An Agency Analysis" in BOWIE, Norman E., FREEMAN, R. Edward. *Ethics and Agency Theory: An Introduction*. New York, Oxford: Oxford University Press, 1992, pp. 187-202

BOBBIO, Norberto. *Da estrutura à função: novos estudos de teoria do direito*. Barueri: Manole, 2007

BONA-SÁNCHEZ, Carolina, FERNÁNDEZ-SENRA, Carmen Lorena, PÉREZ-ALEMAN, Jerónimo. "Related-party transactions, dominant owners and firm value" in Business Research Quarterly, V. 20, 2017, pp. 4-17

BROCKNER, Joel, SIEGEL, Phyllis. "Understanding the Interaction Between Procedural and Distributive Justice: The Role of Trust" in TYLER, Tom R., KRAMER, Roderick M. *Trust in Organizations: Frontiers of Theory and Research*. Thousand Oaks: SAGE Publications, 1996, pp. 390-413

CAMARGO, André Antunes Soares de. *Transações entre Partes Relacionadas: Um Desafio Regulatório Complexo e Multidisciplinar*. Tese de Doutorado apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2012

CARNELUTTI, Francesco. "Eccesso di potere nelle deliberazioni dell'assemblea delle anonime" in Rivista del Diritto Commerciale, Vol. XXIV, Parte I, 1926, pp. 176-182

CARSON, Thomas L. "Conflicts of Interest" in Journal of Business Ethics, V. 13 (1994), pp. 387-404

CEREZETTI, Sheila Christina Neder. *A Recuperação Judicial de Sociedade por Ações: o Princípio da Preservação da Empresa na Lei de Recuperação e Falência*. São Paulo: Malheiros, 2012

CIOFFI, John W. "Finance Capitalism, the Financialized Corporation, and Countervailing Power" in CLARKE, Thomas, O'BRIEN, Justin, O'KELLEY, Charles R. T. (Eds.) *The Oxford Handbook of the Corporation*. Oxford: Oxford University Press, 2019

CLARK, Robert C. *Corporate Law*. Little, Brown and Co.: Boston, 1986

COASE, Ronald H. "The nature of the firm" in Economica, New Series, Vol. 4, No. 16 (Nov., 1937), pp. 386-405

COMPARATO, Fabio Konder. "Controle conjunto, abuso no exercício do voto acionário e alienação indireta de controle empresarial" in COMPARATO, Fabio Konder. *Direito Empresarial: Estudos e Pareceres*. São Paulo: Saraiva, 1995, pp. 81-102

COMPARATO, Fabio Konder, SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na sociedade anônima*. 6ª Ed. Rio de Janeiro: Forense, 2014 (Edição *E-book*)

COOK, Karen S., HARDIN, Russell, LEVI, Margaret. *Cooperation Without Trust?*. New York: Russell Sage Foundation, 2005 (Edição do Kindle)

COUTINHO, Luciano, RABELO, Flavio M. "Brazil: Keeping it in the Family" in OMAN, Charles P. (Ed.). *Corporate Governance in Development: The Experiences of Brazil, Chile, India and South Africa*. OECD Development Centre, Center for International Private Enterprise, 2003

DAVIES, Paul. "Related Party Transactions: UK Model" in ENRIQUES, Luca, TRÖGER, Tobias H. (Eds.) *The Law and Finance of Related Party Transactions*. Cambridge: Cambridge University Press, 2019 (Edição do Kindle)

DAVIS, Michael. "Conflict of Interest" in Business & Professional Ethics Journal, Vol. 1, No. 4 (Summer 1982), pp. 17-27

DENOZZA, Francesco. "L'interesse sociale tra 'coordinamento' e 'cooperazione'" in Giurisprudenza Commerciale 342, Milano: Giuffrè, 2009, pp. 9-44

DJANKOV, Simeon, LA PORTA, Rafael, LOPEZ-DE-SILANES, Florencio, SHLEIFER, Andrei. "The Law and Economics of Self-Dealing". NBER Working Paper No. 11883, December 2005, disponível em https://www.nber.org/papers/w11883, último acesso em 16.01.2020

DOWDING, Keith. *Power*. Open University Press: Buckingham, 1996

DYCK, Alexander, ZINGALES, Luigi, "Private Benefits of Control: An International Comparision". NBER Working Paper No. 8711, January 2002, disponível em http://www.nber.org/papers/w8711, último acesso em 16.01.2020

EIZIRIK, Nelson. *A lei das S/A comentada. Artigos 80 ao 137*. 2ª Ed. Rev. Ampl. São Paulo: Quartier Latin, 2015

ENRIQUES, Luca. "Off the Books, But on the Record: Evidence from Italy on the Relevance of Judges to the Quality of Corporate Law", 2002, disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=300573, último acesso em 16.01.2020

ENRIQUES, Luca, HERTIG, Gerard, KANDA, Hideki, PARGENDLER, Mariana. "Related Party Transactions" in ARMOUR, John et al. (Eds.). *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*. 3rd Ed. Oxford: Oxford University Press, 2017

ENRIQUES, Luca, TRÖGER, Tobias H. “The Law and (Some) Finance of Related Party Transactions” in ENRIQUES, Luca, TRÖGER, Tobias H. (Eds.) *The Law and Finance of Related Party Transactions*. Cambridge: Cambridge University Press, 2019 (Edição do Kindle)

FERRI, Giuseppe. “Potere e responsabilità nell’evoluzione della società per azioni“ in Rivista delle Società, V. I, N. I, 1956, pp. 35-55

FLETCHER, George P. “Paradoxes in Legal Thought” in Columbia Law Review, V. 85, 1985, pp. 1263-1292

FLIGSTEIN, Neil. *The Transformation of Corporate Control*. Cambridge: Harvard University Press, 1990

_____. “The Theory of Fields and Its Application to Corporate Governance” in Seattle University Law Review, V. 39, No. 2 (Winter 2016), pp. 237-262

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

_____. “Conflito de interesses: formal ou substancial? Nova decisão da CVM sobre a questão” in Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, Ano XLI, N. 128, Outubro-Dezembro 2002, pp. 255-262

_____. “Conflito de interesses e benefício particular: uma distinção que se impõe definitivamente dirimir” in Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, N. 161-162, Janeiro-Agosto 2012, pp. 38-46

FRIEDBERG, Erhard. “Conflict of interest from the perspective of sociology of organised action” in PETERS, Anne, HANDSCHIN, Lukas (Eds.). *Conflict of Interest in Global, Public and Corporate Governance*. Cambridge: Cambridge University Press, 2012

GALGANO, Francesco. “El Concepto de Persona Juridica” in Revista Derecho del Estado, N. 16, Junio 2004, pp. 13-28

_____. *La forza del numero e la legge della ragione: storia del principio di maggioranza*. Bologna: Il Mulino, 2007

GAMBINO, Agostino. "La disciplina del conflitto di interessi del socio" in Rivista del Diritto Commerciale, Anno LXVII, N. 9-10, Settembre-Ottobre, 1969, pp. 371-425

GELTER, Martin. "Taming or Protecting the Modern Corporation? Shareholder-Stakeholder Debates in a Comparative Light". ECGI Working Paper Series in Law, Working Paper No. 165/2010, September, 2010, disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1669444, último acesso em 16.01.2020

GILSON, Ronald J., SCHWARTZ, Alan. "Constraints on Private Benefits of Control: Ex Ante Control Mechanisms Versus Ex Post Transaction Review". Yale Law & Economics Research Paper No. 455, disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2129502, último acesso em 16.01.2020

GOSHEN, Zohar. "The Efficiency of Controlling Corporate Self-Dealing: Theory Meets Reality" in California Law Review, V. 91, I. 2., 2003, pp. 393-438

GOSHEN, Zohar, HAMDANI, Assaf. "Corporate Control and the Regulation of Controlling Shareholders" in ENRIQUES, Luca, TRÖGER, Tobias H. (Eds.) *The Law and Finance of Related Party Transactions*. Cambridge: Cambridge University Press, 2019 (Edição do Kindle)

GUERREIRO, José Alexandre Tavares. "Sociologia do Poder na Sociedade Anônima" in Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, Ano XXIX, N. 77, Janeiro-Março, 1990, pp. 50-56

HANSMANN, Henry, GILSON, Ronald J., PARGENDLER, Mariana, "Regulatory Dualism as a Development Strategy: Corporate Reform in Brazil, the U.S., and the EU". Faculty Scholarship Series, Paper 28 (2010), disponível em http://digitalcommons.law.yale.edu/fss_papers/28, último acesso em 16.01.2020

HANSMANN, Henry, KRAAKMAN, Reinier, "The End of History for Corporate Law". Harvard Law School Discussion Paper No. 280, 2000, disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=204528, último acesso em 16.01.2020

HANSMANN, Henry, KRAAKMAN, Reinier, SQUIRE, Richard. "Law and the Rise of the Firm" in Harvard Law Review, V. 119, N. 5 (Mar., 2006), pp. 1333-1403

HEATH, Joseph. "The Uses and Abuses of Agency Theory" in Business Ethics Quarterly, V. 19, No. 4 (Oct. 2009), pp. 497-528

JAEGER, Pier Giusto. *L'interesse sociale*. Milano: Giuffré, 1964

_____. "L'interesse sociale rivisitato (quarant'anni dopo)" in Giurisprudenza Commerciale I, 2000, Milano: Giuffrè, pp. 795-812

JENSEN, Michael, MECKLING, William H. "Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure" in Journal of Financial Economics, V. 3, N. 4 (Oct. 1976), pp. 305-360

JOHNSON, Simon, LA PORTA, Rafael, LOPEZ-DE-SILANES, Florencio, SHLEIFER, Andrei. "Tunneling". NBER Working Paper 7523, February 2000, disponível em https://www.nber.org/papers/w7523, último acesso em 16.01.2020

KOHLBECK, Mark, MAYHEW, Brian W. "Valuation of firms that disclose related party transactions" in Journal of Accounting and Public Policy, V. 29, 2010, pp. 115-137

KORKUNOV, Nikolai M. *General Theory of Law*. 2nd Ed. New York: The Macmillan Company, 1922

LAMY FILHO, Alfredo. "A reforma da lei de sociedades anônimas" in Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, N. 7, 1972, pp. 123-158

LAMY FILHO, Alfredo, BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A lei das S.A (pressupostos, elaboração, aplicação)*. Rio de Janeiro: Renovar, 1992

LE COZ, Pierre. "Le Conflit d'Intérêts: Nouvelle Figure du Péché Originel?" in Études, nº 4226, Avril 2016, pp. 51-60

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. “Conflito de Interesses” in LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Estudos e pareceres sobre sociedades anônimas*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1989, pp. 9-27

LUEBKE, Neil R. “Conflict of Interest as a Moral Category” in Business & Professional Ethics Journal, Vol. 6, No. 1 (Spring, 1987), pp. 66-81

LUHMANN, Niklas. *Confianza*. 1ª Reimp. Rubí (Barcelona): Anthropos Editorial, 2005

MACCORMICK, Neil. *Institutions of Law: An Essay in Legal Theory*. Oxford: Oxford University Press, 2007 (Edição *E-book*)

MARSH JR., Harold. “Are Directors Trustees? Conflict of Interest and Corporate Morality” in The Business Lawyer, Vol. 22, No. 1 (Nov. 1966), pp. 35-76

MAYER, Colin. *Firm Commitment*. Oxford: Oxford University Press, 2013 (Edição do Kindle)

MB ASSOCIADOS. “Desafios e Oportunidades para o Mercado de Capitais Brasileiro”, 2000, disponível em http://www.b3.com.br/data/files/7E/46/D9/08/88337610515A8076AC094EA8/Mercado%20de%20Capitais_Contexto%20NM%20_MB%20Associados%20-%20Junho%202000_.pdf, último acesso em 16.01.2020

MENGONI, Luigi. “Appunti per una revisione della teoria sul conflitto di interessi nelle deliberazioni di assemblea della società per azioni” in Rivista delle Società, V. I, N. I, 1956, pp. 434-464

NENOVA, Tatiana. “The Value of Corporate Votes and Control Benefits: A Cross-country Analysis” (Julho, 2000). Disponível em: https://ssrn.com/abstract=237809, último acesso em 16.01.2020

_____. “Control Values and Changes in Corporate Law in Brazil” (Setembro, 2001). EFMA 2002 London Meetings. Disponível em: https://ssrn.com/abstract=294064, último acesso em 16.01.2020

NOBRE, Marcos. *Como nasce o novo: Experiência e diagnóstico de tempo na Fenomenologia do espírito de Hegel*. São Paulo: Todavia, 2018 (Edição do Kindle)

NORMAN, Wayne, MACDONALD, Chris. "Conflicts of Interest" in BRENKERT, George G., BEAUCHAMP, Tom L. (Eds.) *The Oxford Handbook of Business Ethics*. New York: Oxford University Press, 2010, pp. 441-470

O'NEILL, Onora. "Linking Trust to Trustworthiness" in International Journal of Philosophical Studies, V. 26, N. 2, 2018, pp. 293-300

OCDE, *Recommendation Of The Council On Guidelines For Managing Conflict Of Interest In The Public Service*, 2003, disponível em http://www.oecd.org/governance/ethics/2957360.pdf (último acesso em 16.01.2020)

_____. *Managing Conflict of Interest in the Public Sector: A Toolkit*, 2005, disponível em: https://www.oecd-ilibrary.org/governance/managing-conflict-of-interest-in-the-public-sector_9789264018242-en (último acesso em 16.01.2020).

_____. Related Party Transactions and Minority Shareholder Rights. OECD Publishing, 2012, disponível em https://www.oecd.org/daf/ca/50089215.pdf, último acesso em 16.01.2020

_____. *G20/OECD Principles of Corporate Governance*. OECD Publishing: Paris, 2015, disponível em http://www.oecd.org/corporate/principles-corporate-governance/, último acesso em 16.01.2020

_____. *Equity Market Development in Latin America: Brazil*, 2019, disponível em https://www.oecd.org/corporate/ca/Brazil-Latin-America-Equity-Markets.pdf, último acesso em 16.01.2020

OSTROM, Elinor. *Governing the Commons: The Evolution of Institutions for Collective Action*. Cambridge: Cambridge University Press, 1990

PACCES, Alessio M. *Rethinking Corporate Governance: The Law and Economics of Control Powers*. London, New York: Routledge, 2012

PARGENDLER, Mariana. *Evolução do Direito Societário: Lições do Brasil*. São Paulo: Saraiva, 2013

_____. "Responsabilidade Civil dos Administradores e *Business Judgment Rule* no Direito Brasileiro", 2015, disponível em https://www.migalhas.com.br/arquivos/2015/11/art20151118-08.pdf, último acesso em 16.01.2020

_____. "The Corporate Governance Obsession" in The Journal of Corporation Law, V. 42, N. 2, 2016, pp. 359-402

PUCHNIAK, Dan W., VAROTTIL, Umakanth. "Related Party Transactions in Commonwealth Asia: Complexity Revealed" in ENRIQUES, Luca, TRÖGER, Tobias H. (Eds.) *The Law and Finance of Related Party Transactions*. Cambridge: Cambridge University Press, 2019 (Edição do Kindle)

RATHENAU, Walther. "La realità della società per azioni. Reflessioni suggeriti dall'esperienza degli affari" (1917) in Rivista delle Società, Anno V, Luglio-Ottobre 1960, pp. 912-947

REALE, Miguel. "A teoria da interpretação segundo Tullio Ascarelli" in Revista da Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, V. 74, pp. 195-210

REGO, Anna Lygia Costa. *Aspectos Jurídicos da Confiança do Investidor Estrangeiro no Brasil*. Tese de Doutorado apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2010

RIPERT, Geroges. *Aspects juridiques du capitalisme moderne.* Paris: Libraire Générale de Droit et de Jurisprudence, 1946

ROCK, Edward B. "Majority of the Minority Approval in a World of Active Shareholders" in ENRIQUES, Luca, TRÖGER, Tobias H. (Eds.) *The Law and Finance of Related Party Transactions*. Cambridge: Cambridge University Press, 2019 (Edição do Kindle)

ROE, Mark J. "Corporate Law's Limits" in The Journal of Legal Studies , Vol. 31, No. 2 (Jun. 2002), pp. 233-271

SALOMÃO FILHO, Calixto. *A sociedade unipessoal.* São Paulo: Malheiros, 1995

_____. "Regulação, Desenvolvimento e Meio Ambiente" in SALOMÃO FILHO, Calixto (org.). *Regulação e Desenvolvimento: Novos Temas*. São Paulo: Malheiros, 2012, pp. 15-59

_____. *O novo direito societário*. 4ª Ed. Rev. Ampl. São Paulo: Malheiros, 2015

SCHEDLER, Andreas. "Conceptualizing Accountability" in SCHELDER, Andreas, DIAMOND, Larry, PLATTNER, Marc F. (Eds.) *The Self-Restraining State : Power and Accountability in New Democracies*. Boulder, London: Lynne Rienner Publishers, 1999, pp. 13-28

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da, PRADO, Viviane Muller, SASSO, Rafael de Campos. "Related Party Transactions: Legal Strategies and Associations with Firm Value in Brazil", 2008, disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1307738, último acesso em 16.01.2020

SPINELLI, Luis Felipe. *Conflito de Interesses na Administração da Sociedade Anônima*. São Paulo: Malheiros, 2012

STONE, Christopher D. *Where the Law Ends: The Social Control of Corporate Behavior*. New York: Harper & Row, 1975

TEUBNER, Gunther. "Substantive and Reflexive Elements in Modern Law" in Law & Society Review, Vol. 17, No. 2, 1983, pp. 239-286

_____. "Company Interest. The Public Interest of the Enterprise in Itself" in ROGOWSKI, Ralf, WILTHAGEN, Ton (Eds.). *Reflexive Labour Law: Studies in Industrial Relations and Employment Regulation*. Boston: Kluwer, 1994, pp. 21-52

THALER, Richard H. "Anomalies: The Ultimatum Game" in The Journal of Economic Perspectives, Vol. 2, No. 4 (Autumn, 1988), pp. 195-206

TIROLE, Jean. *The Theory of Corporate Finance*. Princeton, Oxford : Princeton University Press, 2006

VALIERGUE, Julien. *Les Conflits d'Intérêts en Droit Privé. Contribution à la Théorie Juridique du Pouvoir*. Issy-les-Moulineaux: LGDJ, 2019

VALVERDE, Trajano de Miranda. *Sociedades por ações: comentários ao decreto-lei nº 2.627, de 26 de setembro de 1940). Vol. II (arts. 74 a 136)*. 3ª Ed. Rev. Atual. Rio de Janeiro: Revista Forense, 1959

VAN DEN BOS, Kees, VAN DER VELDEN, Lynn, LIND, E. Allan. "On the Role of Perceived Procedural Justice in Citizens' Reactions to Government Decisions and the Handling of Conflicts" in Utrecht Law Review, V. 10, N. 4, November 2014, pp. 1-26

WHEWELL, William. *Grotius on the Rights of War and Peace: an Abridged Translation*. Cambridge: Cambridge University Press, 1853

ANEXO

Companhias analisadas na pesquisa empírica

AES Tietê Energia S.A
Aliansce Shopping Centers S.A.
Alupar Investimento S.A.
Ambev S.A.
B2W Companhia Digital
Banco Bradesco S.A.
Banco Santander Brasil S.A.
BR Properties S.A.
Bradespar S.A.
Braskem S.A.
CCR S.A.
Companhia Siderúrgica Nacional
Cielo S.A.
Cia. Brasileira de Distribuição
Cosan S.A.
CPFL Energia S.A.
CTEEP – Cia, de Transm. de EE Paulista
Cyrela Brazil Realty S.A
Duratex S.A.
Ecorodovias Infraestrutura e Logística S.A.
EDP Energias do Brasil S.A.
Eletropaulo Metrop. Elet. de São Paulo S.A.
Energisa S.A.
Engie Brasil Energia S.A.
EZTEC Emp. Part. S.A.
Fibria Celulose S.A.
Fleury S.A.
Gerdau S.A.
Gol Linhas Aéreas Inteligentes S.A.
Grendene S.A.
Hypera S.A.
Iguatemi Emp. de Shopping Centers S.A.
Itaú Unibanco Holding S.A.
Itaúsa – Investimentos Itaú S.A.
JBS S.A.
Klabin S.A.
Lojas Americanas S.A.
M.Dias Branco S.A. Ind. Com. Alimentos
Magazine Luiza S.A.
Marcopolo S.A.
Marfrig Global Foods S.A.
Metalúrgica Gerdau S.A.
Minerva S.A.
MRV Engenheria e Participações S.A.
Multiplan Empr. Imobiliários S.A.
Multiplus S.A.
Natura Cosméticos S.A.
Odontoprev S.A.
Porto Seguro S.A.
QGEP Participações S.A. (Queiroz Galvão)
Raia Drogasil S.A.
Randon S.A. Implementos e Part
São Martinho S.A.
Ser Educacional S.A.
Smiles Fidelidade S.A.
Sul America S.A.
Suzano Papel e Celulose S.A.
Telefônica Brasil S.A.
TIM Participações S.A.
Transmissora Aliança de Energia Elétrica S.A
Tupy S.A.
Ultrapar Participações S.A.
Usinas Siderúrgicas de Minas Gerais S.A.
Vale S.A.
Via Varejo S.A.
WEG S.A.

2. Banco de dados

I – Instâncias orgânicas ou legais

Assembleia Geral

Cia. / Nível	Assembleia Geral	
	Obrigatoriedade de aprovação de certas OPR pela AGE?	**Minoritários ou preferencialistas têm poder de veto?**
AES Tietê Energia S.A / N2	Contratos entre Cia. e Controlador que devam ser submetidos a AGE por força de lei ou estatuto	Minoritários e preferenciais têm voto nas transações do item anterior, mas não há previsão específica na lei ou estatuto
Aliansce Shopping Centers S.A. / NM	Não	Não
Alupar Investimento S.A. / N2	Não específico	Minoritários e preferenciais têm voto nas transações envolvendo Cia. e Controlador, mas não há previsão específica na lei ou estatuto
Ambev S.A.	Não	Não
B2W Companhia Digital / NM	Não	Não
Banco Bradesco S.A. / N1	Não	Não
Banco Santander Brasil S.A.	Não específico	Minoritários e preferenciais têm voto em transações envolvendo Cia. e Controlador submetidas à AGE, mas não há previsão específica na lei ou estatuto
BR Properties S.A. / NM	Não	Não
Bradespar S.A. / N1	Não	Não
Braskem S.A. / N1	Não	Não
CCR S.A. / NM	Não	Não
Companhia Siderúrgica Nacional	Não	Não
Cielo S.A. /NM	Não	Não
Cia. Brasileira de Distribuição / N1	Não	Não
Cosan S.A. / NM	Não	Não
CPFL Energia S.A. / NM	Não	Não
CTEEP – Cia. de Transmissão de Energia Elétrica Paulista / N1	Não	Não
Cyrela Brazil Realty S.A. / NM	Não	Não
Duratex S.A. / NM	Não	Não
Ecorodovias Infraestrutura e Logística S.A. / NM	Não	Não
EDP Energias do Brasil S.A. / NM	Não	Não
Eletropaulo Metropolitana Eletricidade de São Paulo S.A. / NM	Não	Não
Energisa S.A. / N2	Contratos entre Cia. e Controlador que devam ser submetidos a AGE por força de lei ou estatuto	Minoritários e preferenciais têm voto nas oper. do item anterior, mas não há previsão específica na lei ou estatuto
Engie Brasil Energia S.A. / NM	Não	Não
EZTEC Emp. Part. S.A. / NM	Não	Não
Fibria Celulose S.A. / NM	Não	Não
Fleury S.A. / NM	Não	Não
Gol Linhas Aéreas Inteligentes S.A. / N2	Contratos entre Cia. e Controlador que devam ser submetidos a AGE por força de lei ou estatuto	Minoritários e preferenciais têm voto nas transações do item anterior, mas não há previsão específica na lei ou estatuto

Cia. / Nível	Assembleia Geral	
	Obrigatoriedade de aprovação de certas OPR pela AGE?	**Minoritários ou preferencialistas têm poder de veto?**
Grendene S.A. / NM	Não	Não
Hypera S.A. / NM	Não	Não
Iguatemi Empresa de Shopping Centers S.A. / NM	Não	Não
Itaú Unibanco Holding S.A. / N1	Não	Não
Itaúsa – Investimentos Itaú S.A. / N1	Não	Não
JBS S.A. / NM	Não	Não
Klabin S.A. / N2	Quaisquer contratos entre Cia. e Controlador (e cias. por eles controladas) devem ser submetidos a AGE	Preferenciais têm voto nas transações do item anterior
Lojas Americanas S.A. / N1	Não	Não
M.Dias Branco S.A. Ind. Com. Alimentos / NM	Não	Não
Magazine Luiza S.A. / NM	Não	Não
Marcopolo S.A. / N2	Contratos entre Cia. e Controlador que devam ser submetidos a AGE por força de lei ou estatuto	Minoritários e preferenciais têm voto nas transações do item anterior, mas não há previsão específica na lei ou estatuto
Marfrig Global Foods S.A. / NM	Não	Não
Metalúrgica Gerdau S.A. / N1	Não	Não
Minerva S.A. / NM	Não	Não
MRV Engenheria e Participações S.A. / NM	Não	Não
Multiplan Empr. Imobiliários S.A. / N2	Não	Não
Multiplus S.A. / NM	Não	Não
Natura Cosméticos S.A. / NM	Não	Não
Odontoprev S.A. / NM	Não	Não
Porto Seguro S.A. / NM	Não	Não
QGEP Participações S.A. / NM	Não	Não
Raia Drogasil S.A. / NM	Não	Não
Randon S.A. Implementos e Part. / N1	Não	Não
São Martinho S.A. / NM	Não	Não
Ser Educacional S.A. / NM	Não	Não
Smiles Fidelidade S.A. / NM	Não	Não
Sul America S.A. / N2	Contratos entre Cia. e Controlador que devam ser submetidos a AGE por força de lei ou estatuto	Têm voto nas op. do item anterior, mas não há previsão específica na lei ou estatuto
Suzano Papel e Celulose S.A. / NM	Não	Não
Telefônica Brasil S.A.	Sim (i) OPR cujos termos e condições sejam mais onerosos para a Companhia do que os normalmente adotados pelo mercado em ctt. da mesma natureza, e (ii) ctt. de prestação de serviços de gerência, inclusive de assistência técnica, com entidades estrangeiras vinculadas ao acionista controlador da Sociedade	Preferenciais ganham direito a voto no segundo caso
TIM Participações S.A. / NM	Sim: aprovar previamente OPR envolvendo controlador (contratos de mútuo, de prestação de serviços de gerência, e de assistência técnica) após a avaliação prévia e positiva do Comitê de Auditoria Estatutário)	Sim

Cia. / Nível	Assembleia Geral	
	Obrigatoriedade de aprovação de certas OPR pela AGE?	**Minoritários ou preferencialistas têm poder de veto?**
Transmissora Aliança de Energia Elétrica S.A. / N2	Contratos entre Cia. e Controlador que devam ser submetidos a AGE por força de lei ou estatuto	Minoritários e preferenciais têm voto nas transações do item anterior, mas não há previsão específica na lei ou estatuto
Tupy S.A. / NM	Não	Não
Ultrapar Participações S.A. / NM	Não	Não
Usinas Siderúrgicas de Minas Gerais S.A. / N1	Não	Não
Vale S.A. / NM	Não	Não
Via Varejo S.A. / N2	Contratos entre Cia. e Controlador que devam ser submetidos a AGE por força de lei ou estatuto	Têm voto nas transações do item anterior, mas não há previsão específica na lei ou estatuto
WEG S.A. / NM	Não	Não
Gerdau S.A. / N1	Não	Não

Conselho de administração

Cia. / Nível	Conselho de Administração					
	Obrigatoriedade de aprovação de certas OPR pelo C.A.?	**Exceções à regra?**	**Conselheiros têm poderes para pedir avaliação independente?**	**C.A. possui conselheiros independentes?**	**Independentes têm veto sobre OPR?**	**Rotação de conselheiros independentes?**
AES Tietê Energia S.A / Nível 2	Qualquer OPR a partir de R$10MM ou qualquer garantia a terceiros a partir de R$5MM	Garantias a controladas ou coligadas até o limite da participação da cia. no seu capital	Não específico	20%, entre independentes e eleitos por minoritários via eleição em separado	Não	Sim, mandato unificado de 2 anos, vedada a recondução
Aliansce Shopping Centers S.A. / NM	Não específico	-	Não específico	20%	Não	Não, mandato de 1 ano, permitida a recondução
Alupar Investimento S.A. / N2	Qualquer OPR envolvendo controlador ou adm. a partir de 5% do ativo da Cia.	Não	Sim	20%	Sim (voto favorável de pelo menos 2 independentes)	Não, mandato de 1 ano, permitida a recondução
Ambev S.A.	Qualquer OPR	Subsidiárias integrais da Cia.	Não	No mínimo 2	Não	Não, mandato de 3 anos permitida a recondução
B2W Companhia Digital / NM	Qualquer OPR	"Aquisição de produtos e serviços em condições uniformes, na home page da Companhia"	Não	No mínimo 3 ou 20%, o que for maior	Sim, OPR depende de voto afirmativo da maioria dos independentes	Não, mandato de 2 anos permitida a recondução
Banco Bradesco S.A. / N1	Não específico	-	Não específico	Não	-	-

Cia. / Nível	Conselho de Administração					
	Obrigatoriedade de aprovação de certas OPR pelo C.A.?	**Exceções à regra?**	**Conselheiros têm poderes para pedir avaliação independente?**	**C.A. possui conselheiros independentes?**	**Independentes têm veto sobre OPR?**	**Rotação de conselheiros independentes?**
Banco Santander Brasil S.A.	Não específico	-	Não específico	Mínimo 20%	Não	Não, mandato de 2 anos permitida a recondução
BR Properties S.A. / NM	Sim	Pouco claro (operações de qualquer espécie com PR, observadas as disposições deste Artigo)	Não específico	Mínimo 20%	Não	Não, mandato de 2 anos permitida a recondução
Bradespar S.A. / N1	Não específico	-	Não específico	Não	-	-
Braskem S.A. / N1	Sim	(i) Alçadas: qualquer OPR acima de R$20MM ou conjunto de OPR ligadas acima de R$60MM; (ii) Definição de PR remetida a política interna	Não específico	Mínimo 20% (mas remete a definição de independência para uma política interna)	Não	Não, mandato de 2 anos permitida a recondução
CCR S.A. / NM	Não específico (remissão à Política de OPR na aprovação de contratos acima de R$5MM)	Sujeito à regra de alçada do item anterior	Sim	No mínimo 2 ou 20%, o que for maior	Não necessariamente (contratos acima de R$5MM devem ser aprovados por 75%, depende da composição específica)	Não, mandato de 1 ano permitida a recondução
Companhia Siderúrgica Nacional	Não específico (fixa alçadas para a Diretoria)	-	-	Não	-	Não, mandato de 1 ano permitida a recondução
Cielo S.A. /NM	Sim (qualquer OPR que supere 0,25% da receita líquida)	Não	Não específico	No mínimo 2 ou 20%, o que for maior	Não	Não, mandato de 2 anos permitida a recondução
Cia. Brasileira de Distribuição / N1	Não específico (C.A. tem obrigação estatutária de aprovar uma política de OPR)	-	Não específico	Não	-	-
Cosan S.A. / NM	Sim (qualquer OPR envolvendo controladores acima de R$500 mil). Obrigação de estabelecer Política de OPR	Não	Sim ("determinar a contratação ou a designação de executivos para compor ou auxiliar a administração da Companhia")	No mínimo 2 ou 20%, o que for maior	Não	Não, mandato de 2 anos permitida a recondução

Cia. / Nível	Conselho de Administração					
	Obrigatoriedade de aprovação de certas OPR pelo C.A.?	**Exceções à regra?**	**Conselheiros têm poderes para pedir avaliação independente?**	**C.A. possui conselheiros independentes?**	**Independentes têm veto sobre OPR?**	**Rotação de conselheiros independentes?**
CPFL Energia S.A. / NM	Sim (qualquer OPR envolvendo controladores acima de R$11MM)	Não	Não específico	No mínimo 1 ou 20%, a depender do número de conselheiros	Não	Não, mandato de 1 ano permitida a recondução
CTEEP – Cia. de Transmissão de Energia Elétrica Paulista / N1	Não específico	-		Não	-	-
Cyrela Brazil Realty S.A. / NM	Não específico	-	Não específico	No mínimo 2 ou 20%, o que for maior	Não	Não, mandato de 2 anos permitida a recondução
Duratex S.A. / NM	Sim (qualquer OPR envolvendo controlador ou administrador)	Não	Não específico	No mínimo 20%	Não	Não, mandato de 1 ano permitida a recondução
Ecorodovias Infraestrutura e Logística S.A. / NM	Sim (qualquer OPR envolvendo controlador)	Não	Sim (qualquer conselheiro)	No mínimo 2 ou 20%, o que for maior	Não	Não, mandato de 2 anos permitida a recondução
EDP Energias do Brasil S.A. / NM	Sim (mas abrange apenas acionistas diretos ou indiretos, não necessariamente PR)	Não	Não específico	No mínimo 2 ou 20%, o que for maior	Não	Não, mandato de 2 anos permitida a recondução
Eletropaulo Metropolitana Eletricidade de São Paulo S.A. / NM	Sim (qualquer OPR envolvendo controlador a partir de 5% do capital da Cia.)	Contratos formalmente -aprovados no Plano Anual	Não específico	No mínimo 2 ou 20%, o que for maior	Não	Não, mandato de 2 anos permitida a recondução
Energisa S.A. / N2	Sim (qualquer OPR envolvendo controlador)	Controladas da Cia.	Não	No mínimo 20%	Não	Não, mandato de 2 anos permitida a recondução
Engie Brasil Energia S.A. / NM	Não específico	Alçada de R$20MM	Não	No mínimo 20%	Não	Não, mandato de 2 anos permitida a recondução
EZTEC Emp. Part. S.A. / NM	Sim (qualquer OPR envolvendo controlador)	Alçada de R$1MM	Sim (qualquer conselheiro)	No mínimo 20%	Não	Não, mandato de 2 anos permitida a recondução
Fibria Celulose S.A. / NM	Sim (qualquer OPR envolvendo controlador)	Sujeito a Política de Alçadas	Não específico (regimento sujeita a contratação à deliberação de todos)	No mínimo 20%	Não	Não, mandato de 2 anos permitida a recondução
Fleury S.A. / NM	Não específico	C.A. só delibera sobre contratos acima de 25% do PL	Não	No mínimo 20%	Não	Não, mandato de 2 anos permitida a recondução

Cia. / Nível	Conselho de Administração					
	Obrigatoriedade de aprovação de certas OPR pelo C.A.?	**Exceções à regra?**	**Conselheiros têm poderes para pedir avaliação independente?**	**C.A. possui conselheiros independentes?**	**Independentes têm veto sobre OPR?**	**Rotação de conselheiros independentes?**
Gol Linhas Aéreas Inteligentes S.A. / N2	Não específico (obrigatoriedade de "acompanhar" a política de OPR)	-	Não	No mínimo 20%, podendo chegar a 60%, a depender do percentual de ações PN detidas pelo Controlador	Não	Não, mandato de 2 anos permitida a recondução
Grendene S.A. / NM	Sim (qualquer OPR envolvendo controlador ou administrador acima de 1% do PL da Cia.)	Não	Não	No mínimo 20%	Não	Não, mandato de 2 anos permitida a recondução
Hypera S.A. / NM	Sim (qualquer OPR envolvendo controlador acima de R$5MM)	Não	Sim (qualquer conselheiro)	No mínimo 20%	Não	Não, mandato de 2 anos permitida a recondução
Iguatemi Empresa de Shopping Centers S.A. / NM	Não específico	-	Não	No mínimo 20%	Não	Não, mandato de 2 anos permitida a recondução
Itaú Unibanco Holding S.A. / N1	Sim (critérios de materialidade remetidos a política interna)	Não específico-	Não	No mínimo 1/3 (definição de independência prevista em política interna – CPC 05)	Não	Não, mandato de 1 ano permitida a recondução
Itaúsa – Investimentos Itaú S.A. / N1	Não	-		Não (só suplentes)	-	-
JBS S.A. / NM	Alçada: R$100MM e OPR previstas em política interna	Não específico	Não	No mínimo 2 ou 20%, o que for maior	Não	Não, mandato de 2 anos permitida a recondução
Klabin S.A. / N2	Não específico	-	Não	No mínimo 2 ou 20%	Não	Não, mandato de 1 ano permitida a recondução
Lojas Americanas S.A. / N1	Não	-	-	Não	-	-
M.Dias Branco S.A. Ind. Com. Alimentos / NM	Não específico	-	Não	No mínimo 20%	Não	Não, mandato de 1 ano permitida a recondução
Magazine Luiza S.A. / NM	Sim (qualquer OPR)	Não	Não	No mínimo 2 ou 1/3, o que for maior	Não	Não, mandato de 1 ano permitida a recondução
Marcopolo S.A. / N2	Sim (qualquer OPR envolvendo controlador)	Não	Não	No mínimo 20%	Não	Não, mandato de 2 anos permitida a recondução

Cia. / Nível	Conselho de Administração					
	Obrigatoriedade de aprovação de certas OPR pelo C.A.?	**Exceções à regra?**	**Conselheiros têm poderes para pedir avaliação independente?**	**C.A. possui conselheiros independentes?**	**Independentes têm veto sobre OPR?**	**Rotação de conselheiros independentes?**
Marfrig Global Foods S.A. / NM	Sim	Sujeito a valor de alçada definido pelo próprio C.A. em política interna	Não	No mínimo 20%	Não	Não, mandato de 2 anos permitida a recondução
Metalúrgica Gerdau S.A. / N1	Não específico	-	Não	Não	-	-
Minerva S.A. / NM	Não específico (regra específica para empresas ligadas a administradores, que não engloba controladores, necessariamente)	Não	Não	No mínimo 2 ou 20%, o que for maior	Não	Não, mandato de 2 anos permitida a recondução
MRV Engenheria e Participações S.A. / NM	Sim (OPR a partir de R$50MM ou 1% do ativo da Cia.)	Não	Não	No mínimo 2 ou 20%, o que for maior	Não	Não, mandato de 2 anos permitida a recondução
Multiplan Empr. Imobiliários S.A. / N2	Sim (qualquer OPR)	Não	Não isoladamente	No mínimo 20%	Não	Não, mandato de 2 anos permitida a recondução
Multiplus S.A. / NM	Sim (qualquer OPR)	Não	Sim (qualquer conselheiro)	1/3 (número fixo de conselheiros)	A depender da avaliação do Comitê de PR (se o Comitê rejeitar, aprovação de OPR pelo C.A. tem que ser unânime)	Não, mandato de 2 anos permitida a recondução
Natura Cosméticos S.A. / NM	Não específico	-	Não	No mínimo 2 ou 20%, o que for maior	Não	Não, mandato de 2 anos permitida a recondução
Odontoprev S.A. / NM	Sim (qualquer OPR acima de R$100 mil)	Não	Não	No mínimo 2 ou 20%, o que for maior	Não	Não, mandato de 2 anos permitida a recondução
Porto Seguro S.A. / NM	Não específico	-	Não	No mínimo 20%	Não	Não, mandato de 2 anos permitida a recondução
QGEP Participações S.A. / NM	Não específico (estabelece alçadas)	-	Não	No mínimo 2 ou 20%, o que for maior	Não	Não, mandato de 2 anos permitida a recondução
Raia Drogasil S.A. / NM	Sim (qualquer OPR)	Não	Não	No mínimo 2 ou 20%, o que for maior	Não	Não, mandato de 2 anos permitida a recondução

Cia. / Nível	Conselho de Administração					
	Obrigatoriedade de aprovação de certas OPR pelo C.A.?	**Exceções à regra?**	**Conselheiros têm poderes para pedir avaliação independente?**	**C.A. possui conselheiros independentes?**	**Independentes têm veto sobre OPR?**	**Rotação de conselheiros independentes?**
Randon S.A. Implementos e Part. / N1	Sim (qualquer OPR)	Não	Não	Não	Não	Não, mandato de 2 anos permitida a recondução
São Martinho S.A. / NM	Sim (qualquer OPR)	Não	Não	No mínimo 2 ou 20%, o que for maior	Não	Não, mandato de 2 anos permitida a recondução
Ser Educacional S.A. / NM	Não específico (estabelece alçadas)	-	Não	No mínimo 2 ou 20%, o que for maior	Não	Não, mandato de 1 ano permitida a recondução
Smiles Fidelidade S.A. / NM	Sim (qualquer OPR)	Não	Não	No mínimo 2 ou 20%, o que for maior	Acima de R$5MM, a depender da avaliação de Comitê de PR, de maioria independente (se o Comitê rejeitar, aprovação pelo C.A. tem que ser unânime)	Não, mandato de 1 ano permitida a recondução
Sul America S.A. / N2	Não específico (obrigatoriedade de aprovação de uma política de OPR)	-	Não	No mínimo 20%	Não	Não, mandato de 1 ano permitida a recondução
Suzano Papel e Celulose S.A. / NM	Não específico (estabelece alçadas para contratos em geral)	-	Não	No mínimo 20%	Não	Não, mandato de 2 anos permitida a recondução
Telefônica Brasil S.A.	Não específico	Valor de alçada para avaliação de contratos pelo CA: R$250MM	Não	Um conselheiro eleito pelos preferencialistas	Não	Mandato total limitado a 4 anos (via regimento)
TIM Participações S.A. / NM	Sim (qualquer OPR a partir de R$30 MM)	OPR sujeitas à aprovação da AGE	Não	No mínimo 20%	Não	Não, mandato de 2 anos permitida a recondução
Transmissora Aliança de Energia Elétrica S.A. / N2	Sim (qualquer OPR)	Não	Não	No mínimo 20%	Não (CA com 11 membros fixos. Aprovação de OPR depende de voto favorável de 9. Pela regra de arredondamento da composição, OPR podem ser aprovadas sem o voto dos independentes)	Não, mandato de 1 ano permitida a recondução
Tupy S.A. / NM	Não específico	-	Não	No mínimo 20%	Não	Não, mandato de 2 anos permitida a recondução

Cia. / Nível	Conselho de Administração					
	Obrigatoriedade de aprovação de certas OPR pelo C.A.?	**Exceções à regra?**	**Conselheiros têm poderes para pedir avaliação independente?**	**C.A. possui conselheiros independentes?**	**Independentes têm veto sobre OPR?**	**Rotação de conselheiros independentes?**
Ultrapar Participações S.A. / NM	Não específico (decide sobre contratos a partir de 3% do PL)	-	Não	No mínimo 30%	Não	Não, mandato de 2 anos permitida a recondução
Usinas Siderúrgicas de Minas Gerais S.A. / N1	Sim (qualquer OPR envolvendo controladores)	Não	Não	Não	Não	Não, mandato de 2 anos permitida a recondução
Vale S.A. / NM	Sim	Pode estabelecer alçadas por política interna	Não	No mínimo 2 ou 20%, o que for maior	Não	Não, mandato de 2 anos permitida a recondução
Via Varejo S.A. / N2	Competência para "fixar regras gerais" e alçada de OPR envolvendo controlador e aprovar OPR acima do piso	Não	Não	No mínimo 20%	Não	Não, mandato de 2 anos permitida a recondução
WEG S.A. / NM	Mútuos com controlador; prestação de garantias a coligadas ou controladas	-	Não	No mínimo 2 ou 20%, o que for maior	Não	Não, mandato de 2 anos permitida a recondução
Gerdau S.A. / N1	Não específico	-	Não	Não	-	-

-*-

II – Instâncias estatutárias ou contratuais

Comitês

Cia. / Nível	Comitês					
	Comitê de auditoria estatutário ou análogo, autônomo ou vinculado ao C.A.?	**Comitê dotado de poderes específicos para revisão de OPR?**	**Exceções à regra?**	**Pareceres do Comitê são públicos?**	**Comitê composto por membros independentes?**	**Há rotação de independentes?**
AES Tietê Energia S.A / Nível 2	Não	-	-	-	-	-
Aliansce Shopping Centers S.A. / NM	Comitê de Ética e Governança não estatutário	Não	-	Não	Não (Membros do C.A., sem especificidade de independência)	Não

Cia. / Nível	Comitês					
	Comitê de auditoria estatutário ou análogo, autônomo ou vinculado ao C.A.?	**Comitê dotado de poderes específicos para revisão de OPR?**	**Exceções à regra?**	**Pareceres do Comitê são públicos?**	**Comitê composto por membros independentes?**	**Há rotação de independentes?**
Alupar Investimento S.A. / N2	Comitê de Finanças, Auditoria e Contratação de PR não estatutário	Sim, qualquer OPR acima de R$300 mil	Não	Não	Não (composto por membros do C.A., sem especificidade de independência)	Não (mandato de 1 ano, permitida recondução)
Ambev S.A.	Comitê de OPR não estatutário	Sim, inclusive pedir avaliação independente	Não	Não	Maioria de independentes	Não específico (regimento não público)
B2W Companhia Digital / NM	Comitê de Auditoria estatutário	Sim	Não	Não	Sim, apenas independentes	Não
Banco Bradesco S.A. / N1	Comitê de Auditoria Estatutário	Não específico	-	Não	Não específico	Há rotação (reeleição de 1/3 dos membros, com mandato máximo de 5 anos), mas não há previsão de independência
Banco Santander Brasil S.A.	Comitê de Auditoria Estatutário	Não específico	-	Não	Não específico (fala em garantia de independência, mas não explica os critérios)	Sim (rotação a partir de 4 mandatos consecutivos de 1 ano)
BR Properties S.A. / NM	Não	-	-	-	-	-
Bradespar S.A. / N1	Não	-	-	-	-	-
Braskem S.A. /N1	Comitê de Conformidade Estatutário	Sim	Sujeito às regras de alçada do C.A.	Sim	Sim	Não (mandato coincide com o do C.A.)
CCR S.A. / NM	Comitê de auditoria não estatutário	Sim	Não específico (não é claro se está limitado à alçada do C.A.)	Sim	Ao menos 1 independente	Não (vinculado à rotação do C.A.)
Companhia Siderúrgica Nacional	Comitê de Auditoria Estatutário	Não específico		Não específico	Sim (por exigência da regulação americana), mas membros são conselheiros, necessariamente	Não (vinculado à rotação do C.A.)
Cielo S.A. /NM	Comitê de Auditoria Estatutário e Comitê de	Competência remetida ao Conselho de	Previsão estranha: "Os membros	Não específico	Pelo menos um. Possui previsão *ad hoc* para OPR envolvendo	Não

Cia. / Nível	Comitês					
	Comitê de auditoria estatutário ou análogo, autônomo ou vinculado ao C.A.?	**Comitê dotado de poderes específicos para revisão de OPR?**	**Exceções à regra?**	**Pareceres do Comitê são públicos?**	**Comitê composto por membros independentes?**	**Há rotação de independentes?**
	Governança não estatutário	Governança não estatutário.	do Comitê deverão (...) abster-se de intervir, isoladamente ou em conjunto com terceiro, em quaisquer transações entre a Companhia e suas Partes Relacionadas		controladores (nomeia-se mais 2 independentes no lugar dos nomeados pelo controlador conflitado)	
Cia. Brasileira de Distribuição / N1	Comitê de Auditoria Estatutário	Não específico	-	Não específico	Sim ("critérios estabelecidos pela CVM"). Regimento estabelece que ao menos 2 são independentes e externos (mas permite que a composição seja de até 5)	Não (mandato de 2 anos, permitida a recondução). Regimento estabelece 10 anos como teto de mandato
Cosan S.A. / NM	Comitê de Auditoria Estatutário	Não específico (poderes de avaliação e revisão da Política de OPR). Regimento interno estabelece essa competência de forma mais clara	Não específico	Não específico	Sim (maioria de independentes)	Não específico (mandato de 2 anos, renovável a critério do C.A.). Regimento interno fala em 10 anos
CPFL Energia S.A. / NM	Conselho Fiscal permanente e Comitê de PR não estatutário	CF: não específico. CPR: não específico (regimento não público)	-	-	-	-
CTEEP – Companhia de Transmissão de Energia Elétrica Paulista / N1	Conselho Fiscal permanente	Não específico	-	-	-	-
Cyrela Brazil Realty S.A. / NM	Não	-	-	-	-	-

Cia. / Nível	Comitês					
	Comitê de auditoria estatutário ou análogo, autônomo ou vinculado ao C.A.?	**Comitê dotado de poderes específicos para revisão de OPR?**	**Exceções à regra?**	**Pareceres do Comitê são públicos?**	**Comitê composto por membros independentes?**	**Há rotação de independentes?**
Duratex S.A. / NM	Comitê de Avaliação de OPR não estatutário	Sim	Alçada: OPR a partir de 1% do PL e operações previamente aprovadas	Não	Sim (membros independentes do C.A.)	Não (vinculado ao C.A.)
Ecorodovias Infraestrutura e Logística S.A. / NM	Comitês de Auditoria e Finanças não estatutários	Sim	Não	Não	Não específico (membros do C.A., preferencialmente)	Não (vinculado ao C.A.)
EDP Energias do Brasil S.A. / NM	Comitê de Governança e PR não estatutário	Sim	Regras de alçada: R$200 mil ou 1% do PL, o que for maior	Não	Apenas 1 independente	Não (vinculado ao C.A.)
Eletropaulo Metropolitana Eletricidade de São Paulo S.A. / NM	Comitê de Auditoria Estatutário	Sim (inclusive contratação de auditoria externa)	Não	Versão resumida apresentada junto com as DFs	Ao menos 1 conselheiro independente, como coordenador (vedação a participação de diretores de PR).	Não (vinculado ao C.A.)
Energisa S.A. / N2	Não	-	-	-	-	-
Engie Brasil Energia S.A. / NM	Não	-	-	-	-	-
EZTEC Emp. Part. S.A. / NM	Não	-	-	-	-	-
Fibria Celulose S.A. / NM	Comitê de Auditoria Estatutário	Apenas de acompanhamento da Política de OPR e transparência	-	Não específico	Sim (apenas membros independentes do C.A.)	-
Fleury S.A. / NM	Apenas Comitês não estatutários	Não	-	-	-	-
Gol Linhas Aéreas Inteligentes S.A. / N2	Comitê de Auditoria Estatutário	Sim (sujeito a regras de alçada previstas na Política)	Não	Versão resumida apresentada junto com as DFs	Não específico (coordenador deve ser membro independente do C.A.). Pelo Regimento, todos devem ser independentes.	Mandato total restrito a 10 anos
Grendene S.A. / NM	Conselho Fiscal não permanente	Não	-	Não específico	Não específico	Não específico

Cia. / Nível	Comitês					
	Comitê de auditoria estatutário ou análogo, autônomo ou vinculado ao C.A.?	**Comitê dotado de poderes específicos para revisão de OPR?**	**Exceções à regra?**	**Pareceres do Comitê são públicos?**	**Comitê composto por membros independentes?**	**Há rotação de independentes?**
Hypera S.A. / NM	Comitê de Auditoria Estatutário	Sim	Não	Não	Maioria de independentes	Mandato total restrito a 10 anos
Iguatemi Empresa de Shopping Centers S.A. / NM	Conselho Fiscal não permanente	Não específico	-	Sim	Não específico	Não específico
Itaú Unibanco Holding S.A. / N1	Comitê de Auditoria Estatutário	Não específico	-	Não	Sim	Sim (mandato máximo de 5 anos)
Itaúsa – Investimentos Itaú S.A. / N1	Conselho Fiscal permanente	Não específico	-	Sim	Não específico	Não (mandato de 1 ano, permitida a reeleição)
JBS S.A. / NM	Comitê de PR não estatutário	Sim	OPR intra-grupo envolvendo sociedades sem participação direta do controlador são isentas.	Não	Maioria de independentes	Não específico
Klabin S.A. / N2	Não	-	-	-	-	-
Lojas Americanas S.A. / N1	Não	-	-	-	-	-
M.Dias Branco S.A. Ind. Com. Alimentos / NM	Comitê de Auditoria não estatutário	Não específico (regimento não público)	-	Não	Não específico	-
Magazine Luiza S.A. / NM	Comitê de Auditoria não estatutário	Sim	Não	Não	Não específico (regimento não público)	Não específico
Marcopolo S.A. / N2	Não (*instalou um Comitê de Auditoria não estatutário após a data base*)	*(Competência de acompanhamento de OPR pelo Comitê de Auditoria formalizada após a data base)*	-	-	-	-
Marfrig Global Foods S.A. / NM	Comitê de Auditoria não estatutário	Sim	Não	Não	Não específico	-

Cia. / Nível	Comitês					
	Comitê de auditoria estatutário ou análogo, autônomo ou vinculado ao C.A.?	**Comitê dotado de poderes específicos para revisão de OPR?**	**Exceções à regra?**	**Pareceres do Comitê são públicos?**	**Comitê composto por membros independentes?**	**Há rotação de independentes?**
Metalúrgica Gerdau S.A. / N1	Conselho Fiscal não permanente	Não	-	Não específico	Não específico	-
Minerva S.A. / NM	Conselho Fiscal não permanente	Não	-	Não específico	Não específico	-
MRV Engenheria e Participações S.A. / NM	Comitê de Governança Estatutário (mas competência previstas em regimento interno)	Sim	Não específico	Não	Não (pelo estatuto, presidente do C.A. preside o comitê, e pelo regimento interno, Presidente da Cia. fará parte do comitê)	Não (mandato de 2 anos, permitida a reeleição)
Multiplan Empr. Imobiliários S.A. / N2	Comitê de Auditoria Estatutário (mas criação a critério do C.A.)	Não específico	-	-	Não específico	Não específico
Multiplus S.A. / NM	Comitê de Finanças, Auditoria, Governança e Partes Relacionadas estatutário	Sim	Não	Não	Sim (maioria de independentes). Membros podem ser destituídos a qualquer tempo, e de forma imotivada, pelo C.A.	Não (vinculado ao C.A.)
Natura Cosméticos S.A. / NM	Comitê de Auditoria não estatutário	Não específico (atribuição da política interna; regimento não é público)	-	Não	Não específico (regimento não é público)	Não específico
Odontoprev S.A. / NM	Comitê de Auditoria Estatutário	"Monitoramento" da Política de OPR	-	Versão resumida apresentada junto com as DFs	Ao menos um membro independente do C.A.	Não específico
Porto Seguro S.A. / NM	Comitê de Auditoria não estatutário	Não específico	-	Versão resumida apresentada junto com as DFs	Não específico (regimento não disponível na CVM ou no site, na data de consulta – 13/07/2019)	Não específico

Cia. / Nível	Comitês					
	Comitê de auditoria estatutário ou análogo, autônomo ou vinculado ao C.A.?	**Comitê dotado de poderes específicos para revisão de OPR?**	**Exceções à regra?**	**Pareceres do Comitê são públicos?**	**Comitê composto por membros independentes?**	**Há rotação de independentes?**
QGEP Participações S.A. / NM	Conselho Fiscal não permanente	Não específico	-	Sim	Não específico	-
Raia Drogasil S.A. / NM	Comitê de Finanças não estatutário	Não específico	-	Não	Não (pelo regimento do CA, comitês são compostos por 3 membros, sendo que o presidente do CA e o presidente da Cia. são membros obrigatórios)	-
Randon S.A. Implementos e Part. / N1	Conselho Fiscal não permanente	Não específico	-	Não específico	Não específico	Não específico
São Martinho S.A. / NM	Comitê de Finanças não estatutário	Não específico (regimento não público)	-	Não	Não específico (regimento não público)	Não específico (regimento não público)
Ser Educacional S.A. / NM	Comitê de Finanças não estatutário	Não específico	-	Não	Ao menos 1 independente	Não (mandato de 2 anos, permitida a reeleição – descasado do mandato do C.A.)
Smiles Fidelidade S.A. / NM	Comitê de Auditoria e Estatutário (regimento definido por política interna)	Não específico ("avaliar políticas proativas de OPR")	-	Não	Ao menos 1 independente	Não (mandato de 1 ano, permitida a reeleição)
Sul America S.A. / N2	Comitê de Auditoria Estatutário (com regimento definido por política interna)	Avaliar a "adequação" das OPR, juntamente com a administração	-	Versão resumida apresentada junto com as DFs	Maioria de independentes (critérios estabelecidos no regimento interno)	Mandato limitado a 10 anos
Suzano Papel e Celulose S.A. / NM	Conselho Fiscal permanente e comitês de gestão e auditoria estatutários	Não específico	-	Conselho Fiscal	Não específico	Não específico

Cia. / Nível	Comitês					
	Comitê de auditoria estatutário ou análogo, autônomo ou vinculado ao C.A.?	**Comitê dotado de poderes específicos para revisão de OPR?**	**Exceções à regra?**	**Pareceres do Comitê são públicos?**	**Comitê composto por membros independentes?**	**Há rotação de independentes?**
Telefônica Brasil S.A.	Comitê de Auditoria não estatutário	Apenas revisão de reportes	-	Versão resumida apresentada junto com as DFs	Não específico	Vinculado ao CA
TIM Participações S.A. / NM	Comitê de Auditoria Estatutário (competências previstas em estatuto)	Revisão e parecer prévio	Não	Versão resumida apresentada junto com as DFs	Sim (todos independentes)	Mandato limitado a 10 anos
Transmissora Aliança de Energia Elétrica S.A. / N2	Conselho Fiscal não permanente e Comitê de Auditoria não estatutário	Não específico	-	Conselho Fiscal	Não específico	Não específico
Tupy S.A. / NM	Comitê de Auditoria e Riscos não estatutário	Não específico (competência atribuída pela Política de OPR)	-	Não	Não específico	-
Ultrapar Participações S.A. / NM	Comitê de auditoria estatutário	Não específico (regimento não público)	-	Não	Maioria de independentes – *CF pode ser instalado no lugar do Comitê, alterando a composição para aquela prevista na lei*	Não (mandato de um ano, permitida a reeleição)
Usinas Siderúrgicas de Minas Gerais S.A. / N1	Comitê de auditoria estatutário	Não específico (regimento não público)	-	Não	Não específico (ao menos um membro do CA)	Não (mandato de 2 anos, permitida a reeleição)
Vale S.A. / NM	Comitê de Conformidade e Risco Estatutário (regimento estabelecido em política interna)	Sim (poder de opinar sobre OPR submetidas ao CA)	Não	Não	Não necessariamente (a critério dos membros do CA que compõem o comitê)	Não (vinculado ao CA)
Via Varejo S.A. / N2	Comitê Financeiro Estatutário (competências estabelecidas em regimento interno)	Não específico (competência estabelecida na Política de OPR)	-	Não	Não necessariamente (membros do CA)	Não (mandato de 2 anos, permitida a reeleição)

Cia. / Nível	Comitês					
	Comitê de auditoria estatutário ou análogo, autônomo ou vinculado ao C.A.?	**Comitê dotado de poderes específicos para revisão de OPR?**	**Exceções à regra?**	**Pareceres do Comitê são públicos?**	**Comitê composto por membros independentes?**	**Há rotação de independentes ?**
WEG S.A. / NM	Conselho Fiscal permanente	Não específico	-	Sim	Não específico	Não (mandato de 1 ano, permitida a reeleição)
Gerdau S.A. / N1	Conselho Fiscal permanente	Não específico	-	Não específico	Não específico	Não específico

Acordos de acionistas

Cia. / Nível	Acordos de Acionistas	
	Possui acordo de controle ou entre controlador e minoritário(s) estratégico(s)?	**Acionistas vinculados têm veto sobre OPR?**
AES Tietê Energia S.A / Nível 2	Sim (BNDESPar)	BNDESPar pode vetar OPR acima de R$10MM, salvo subsidiárias da Cia.
Aliansce Shopping Centers S.A. / NM	Sim (acordo de controle compartilhado)	Sim (co-controlador tem veto OPR envolvendo o outro)
Alupar Investimento S.A. / N2	Sim (FI-FGTS)	Sim (direito de veto de OPR acima de R$200 mil, incluindo poder de chamar avaliação independente)
Ambev S.A.	Sim (controle compartilhado)	Não
B2W Companhia Digital / NM	Não	-
Banco Bradesco S.A. / N1	Não	-
Banco Santander Brasil S.A.	Não	-
BR Properties S.A. / NM	Não	-
Bradespar S.A. / N1	Não	-
Braskem S.A. /N1	Sim (controle compartilhado)	Sim (co-controlador tem veto sobre as OPR envolvendo o outro para OPR acima de R$5MM ou R$15MM em conjunto)
CCR S.A. / NM	Sim (controle compartilhado)	Sim (qualquer OPR, incluindo direito de pedir avaliação independente)
Companhia Siderúrgica Nacional	Não	-
Cielo S.A. /NM	Sim (controle compartilhado)	Sim (co-controlador tem veto sobre OPR envolvendo o outro quando submetidas ao C.A.)
Cia. Brasileira de Distribuição / N1	Sim, mas o controle, no fundo, é unitário (Grupo Casino)	-
Cosan S.A. / NM	Sim	Não
CPFL Energia S.A. / NM	Não	-
CTEEP – Companhia de Transmissão de Energia Elétrica Paulista / N1	Não	-
Cyrela Brazil Realty S.A. / NM	Não	-
Duratex S.A. / NM	Sim (acordo de controle compartilhado)	Sim (co-controlador tem veto sobre OPR envolvendo o outro)
Ecorodovias Infraestrutura e Logística S.A. / NM	Sim (acordo de controle)	Sim (voto favorável de ao menos um conselheiro nomeado pelo acionista não conflitado)
EDP Energias do Brasil S.A. / NM	Não	-

Cia. / Nível	Acordos de Acionistas	
	Possui acordo de controle ou entre controlador e minoritário(s) estratégico(s)?	**Acionistas vinculados têm veto sobre OPR?**
Eletropaulo Metropolitana Eletricidade de São Paulo S.A. / NM	Não	-
Energisa S.A. / N2	Sim (minoritário estratégico)	Não
Engie Brasil Energia S.A. / NM	Não	-
EZTEC Emp. Part. S.A. / NM	Sim (acordo de controle)	Não
Fibria Celulose S.A. / NM	Sim (acordo de controle)	Sim (veto a OPR acima de R$20MM)
Fleury S.A. / NM	Sim (acordo de controle)	Não
Gol Linhas Aéreas Inteligentes S.A. / N2	Não	-
Grendene S.A. / NM	Sim (acordo de controle)	Não
Hypera S.A. / NM	Sim (acordo de controle)	Sim (veto sobre qualquer OPR)
Iguatemi Empresa de Shopping Centers S.A. / NM	Não	-
Itaú Unibanco Holding S.A. / N1	Sim (acordo de controle)	Não específico
Itaúsa – Investimentos Itaú S.A. / N1	Sim (acordo de controle)	Não específico
JBS S.A. / NM	Sim (BNDESPar)	Sim (veto a OPR acima de R$100MM)
Klabin S.A. / N2	Sim (acordo com minoritário)	Não específico
Lojas Americanas S.A. / N1	Não	-
M.Dias Branco S.A. Ind. Com. Alimentos / NM	Não	-
Magazine Luiza S.A. / NM	Não	-
Marcopolo S.A. / N2	Sim (acordo entre controladores)	Não
Marfrig Global Foods S.A. / NM	Sim (BNDESPar)	Sim (OPR acima de R$100MM). Último aditivo: OPR não podem ser realizadas se a administração superar nível de alavancagem estabelecido no acordo.
Metalúrgica Gerdau S.A. / N1	Não	-
Minerva S.A. / NM	Sim (acordo de controle)	Sim (qualquer OPR, exceto negócios envolvendo atividades de confinamento, pecuária e transporte, ou negócios cujo montante acumulado seja inferior a 5% (cinco por cento) do custo de todas as mercadorias vendidas (CMV) da Companhia e das Subsidiárias)
MRV Engenheria e Participações S.A. / NM	Não	-
Multiplan Empr. Imobiliários S.A. / N2	Sim (acordo de controle)	Sim (cada co-controlador tem veto sobre OPR envolvendo o outro)
Multiplus S.A. / NM	Não	-
Natura Cosméticos S.A. / NM	Sim	Não específico
Odontoprev S.A. / NM	Não	-
Porto Seguro S.A. / NM	Sim (acordo de controle)	Acordo obriga que qualquer OPR envolvendo controladores seja deliberada pelo C.A. Grupo Garfinkel tem poder de vetar OPR envolvendo o Itaú (via C.A. da *holding*), mas não o contrário.
QGEP Participações S.A. / NM	Não	

Cia. / Nível	Acordos de Acionistas	
	Possui acordo de controle ou entre controlador e minoritário(s) estratégico(s)?	**Acionistas vinculados têm veto sobre OPR?**
Raia Drogasil S.A. / NM	Sim (acordo de controle)	Acordo impõe decisão sobre OPR a deliberação em reunião prévia, pela maioria das ações vinculadas (não implica veto)
Randon S.A. Implementos e Part. / N1	Sim (minoritário relevante)	Sim, minoritário tem direito de veto a qualquer OPR (exceto compra de mercadorias até R$20MM). Prevê a instituição de um Comitê de Partes Relacionadas, para o qual o minoritário poderá indicar 1 membro.
São Martinho S.A. / NM	Não	-
Ser Educacional S.A. / NM	Não	-
Smiles Fidelidade S.A. / NM	Não	-
Sul America S.A. / N2	Sim (minoritário relevante)	Sem direito a veto, mas direito de apontar um membro do comitê de auditoria
Suzano Papel e Celulose S.A. / NM	Não relevante (apenas acordo de voto entre grupo de controle – *acordo com minoritário relevante entra em vigor após a data-base*)	-
Telefônica Brasil S.A.	Não	-
TIM Participações S.A. / NM	Não	-
Transmissora Aliança de Energia Elétrica S.A. / N2	Sim (acordo de controle)	Sim (co-controlador tem poderes de vetar OPR envolvendo o outro)
Tupy S.A. / NM	Sim (acordo de controle)	Sim (co-controlador tem poderes de vetar OPR envolvendo o outrofl)
Ultrapar Participações S.A. / NM	Sim (acordo de controle)	Não
Usinas Siderúrgicas de Minas Gerais S.A. / N1	Sim (acordo de controle)	Sim (co-controlador tem poderes de vetar OPR envolvendo o outro)
Vale S.A. / NM	Sim (acordo de controle)	Não (apenas aprovação conjunta da Política de OPR)
Via Varejo S.A. / N2	Não	-
WEG S.A. / NM	Não	-
Gerdau S.A. / N1	Não	-

-*-

III – Instâncias declaratórias

Políticas

Cia. / Nível	Políticas			
	Possui uma política formal de OPR específica ou análogo?	**Mecanismo de aprovação de OPR?**	**Quem elabora a política?**	**Cumprimento é acompanhado por órgão independente?**
AES Tietê Energia S.A / Nível 2	Não. Código de Ética com referências genéricas. Referências a uma política de Conflitos de interesses e uma Política de OPR não públicas	Não	C.A.	Não
Aliansce Shopping Centers S.A. / NM	Não. Código de Ética com referências genéricas.	Não	Comitê de Ética e Governança	Não (Comitê composto por membros do C.A.)
Alupar Investimento S.A. / N2	Não. Código de Ética e Conduta com referências genéricas	Não	Não específico	Não (C.A.)
Ambev S.A.	Sim (Política de OPR)	Sim. Comitê de OPR precisa avaliar, podendo (i) pedir alternativas de mercado; (ii) solicitar avaliação independente, e (iii) exigir formalização por escrito das OPR	C.A.	Sim (Comitê de OPR com maioria de independentes)
B2W Companhia Digital / NM	Sim (Política de OPR)	Estabelece alçadas: OPR até R$50MM ou 1% do ativo são aprovadas pela Diretoria. Acima desse valor, devem ser reportadas ao Comitê de Auditoria e Conselho	C.A.	Comitê de Auditoria, mas apenas sobre transações acima do valor de alçada.
Banco Bradesco S.A. / N1	Sim (Política de OPR)	Não (declaração genérica)	Não específico (assinada por diretor, aprovada pelo C.A.))	Não específico
Banco Santander Brasil S.A.	Sim (Política de OPR)	Aplicável a OPR acima de 1% do PL do Banco, sujeitas a aprovação prévia do C.A., por maioria absoluta. Contudo, o próprio C.A. pode excepcionar a regra (item 5.6)	C.A.	Comitê de Auditoria
BR Properties S.A. / NM	Não	-	-	-
Bradespar S.A. / N1	Não. Código de Ética com referências genéricas.	-	-	-

Cia. / Nível	Políticas			
	Possui uma política formal de OPR específica ou análogo?	**Mecanismo de aprovação de OPR?**	**Quem elabora a política?**	**Cumprimento é acompanhado por órgão independente?**
Braskem S.A. /N1	Não (*posterior à data-base de análise*)	-	-	-
CCR S.A. / NM	Sim (Política de OPR)	OPR abaixo da alçada do C.A. ficam a critério da Diretoria, com regras sobre formalização e cadastro de PR. Não inova quanto as competências do C.A.	C.A.	Comitê de auditoria não estatutário
Companhia Siderúrgica Nacional	Não. Código de Ética com referências genéricas.	-	-	-
Cielo S.A. /NM	Sim (Política de OPR)	Diretoria é responsável pela submissão ao Comitê, que pode decidir se submete ou não a OPR ao C.A. (salvo nos casos em que a alçada é atingida). Não há previsão específica de contratação de avaliação independente	C.A.	Comitê de Governança não estatutário
Cia. Brasileira de Distribuição / N1	Sim (Política de OPR)	Regras de alçada: OPR acima de R$25MM e no curso ordinário dependem de avaliação *a priori* do Comitê; OPR acima de R$100MM ou qualquer uma fora do curso ordinário dependem de parecer do Comitê e aprovação do C.A. (sem especificidade de independência); OPR fora do curso ordinário acima de R$25MM exigem instalação de comitê especial nos moldes do Parecer CVM 35	C.A.	Comitê de Auditoria Estatutário
Cosan S.A. / NM	Sim (Política de OPR)	Não específico (apenas autorização ao C.A. para solicitar avaliação independente e alternativas de mercado)	C.A.	Comitê de Auditoria Estatutário
CPFL Energia S.A. / NM	Não. Código de Ética com referências genéricas.	-	-	-
CTEEP – Companhia de Transmissão de Energia Elétrica Paulista / N1	Não. Código de Ética com referências genéricas.	-	-	-
Cyrela Brazil Realty S.A. / NM	Não. Código de Ética com referências genéricas.	-	-	-

Cia. / Nível	Políticas			
	Possui uma política formal de OPR específica ou análogo?	**Mecanismo de aprovação de OPR?**	**Quem elabora a política?**	**Cumprimento é acompanhado por órgão independente?**
Duratex S.A. / NM	Sim (Política de OPR)	OPR abaixo de 1% do PL podem ser aprovadas pela Diretoria e apenas reportadas ao Comitê de PR. Acima da alçada, é necessária aprovação do C.A., com prévia manifestação do Comitê, que precisa pedir autorização para contratar auditor independente	C.A.	Comitê de PR não estatutário, composto por membros independentes.
Ecorodovias Infraestrutura e Logística S.A. / NM	Sim (Política de OPR)	Qualquer OPR tem que ser reportada via relatório descritivo a um comitê (auditoria ou finanças), que elabora parecer e submete ao C.A.	C.A.	Comitês de Auditoria e Finanças não estatutários
EDP Energias do Brasil S.A. / NM	Não. Código de Ética com referências genéricas.	-	-	-
Eletropaulo Metropolitana Eletricidade de São Paulo S.A. / NM	Sim (Política de OPR)	Comitê de Auditoria (i) pode pedir à diretoria responsável (i) alternativas de mercado; (ii) contratação de avaliação independente. OPR acima de 5% do capital da Cia. devem ser remetidas ao C.A.	C.A.	Comitê de Auditoria Estatutário
Energisa S.A. / N2	Sim (Política de OPR)	Não específico	C.A.	Não
Engie Brasil Energia S.A. / NM	Não. Código de Ética com referências genéricas.	-	-	-
EZTEC Emp. Part. S.A. / NM	Não. Código de Ética com referências genéricas.	-	-	-
Fibria Celulose S.A. / NM	Sim (Política de OPR)	Alçada: OPR acima de R$20MM ou que aumentem a razão Dívida Líquida/EBIDTA para mais de 3,5x devem ser aprovadas pelo C.A.	Diretoria e C.A.	Não (Grupo interno de diretores)
Fleury S.A. / NM	Sim (Política de OPR)	Não específico (prevê apenas afastamento de pessoas conflitadas). Isenta operações intra-grupo de controle	Diretoria e C.A.	Diretoria de Compliance

Cia. / Nível	Políticas			
	Possui uma política formal de OPR específica ou análogo?	**Mecanismo de aprovação de OPR?**	**Quem elabora a política?**	**Cumprimento é acompanhado por órgão independente?**
Gol Linhas Aéreas Inteligentes S.A. / N2	Sim (Política de OPR)	Regra de alçada: OPR acima de R$50MM ou 1% do ativo da Cia. devem ser negociadas por um Comitê Independente com ao menos 1 membro eleito pelos minoritários. Comitê submete o parecer para avaliação do Comitê de Auditoria	C.A.	Comitê de Auditoria Estatutário
Grendene S.A. / NM	Não. Código de Ética com referências genéricas.	-	-	-
Hypera S.A. / NM	Não. Código de Ética com referências genéricas.	-	-	-
Iguatemi Empresa de Shopping Centers S.A. / NM	Não. Código de Ética com referências genéricas.	-	-	-
Itaú Unibanco Holding S.A. / N1	Sim (Política de OPR)	OPR a partir de R$1MM são submetidas a comitê composto por 3 membros independentes do C.A. Operações envolvendo subsidiárias da Cia. sem participação dos controladores são excluídas.	C.A.	Membros independentes do C.A., para as OPR que atinjam o valor de alçada
Itaúsa – Investimentos Itaú S.A. / N1	Sim (Política de OPR)	Alçada: OPR a partir de R$5MM devem ser previamente aprovadas pelo Conselho Fiscal. Operações envolvendo subsidiárias integrais da Cia. são isentas de avaliação	C.A.	Conselho Fiscal
JBS S.A. / NM	Sim (Política de OPR)	Qualquer OPR deve ser aprovada pelo Comitê de PR. OPR acima da alçada do C.A. ou reprovadas pelo Comitê devem ser encaminhadas ao C.A. para aprovação. OPR intra-grupo envolvendo sociedades sem participação direta do controlador são isentas.	C.A.	Comitê de PR não estatutário
Klabin S.A. / N2	Não (Código de Conduta com previsões genéricas)		-	-

Cia. / Nível	Políticas			
	Possui uma política formal de OPR específica ou análogo?	**Mecanismo de aprovação de OPR?**	**Quem elabora a política?**	**Cumprimento é acompanhado por órgão independente?**
		-		
Lojas Americanas S.A. / N1	Sim (Política de OPR)	Regras de alçada: OPR acima de R$50MM ou 1% do ativo da cia. devem ser aprovadas pelo C.A., que pode pedir avaliações independentes e alternativas	C.A.	Não
M.Dias Branco S.A. Ind. Com. Alimentos / NM	Sim (Política de OPR)	OPR acima de R$500 mil ou com PR que tenha recebido acima de R$2,5MM no ano anterior devem ser submetidas ao C.A. com prévio parecer do Comitê de Auditoria	C.A.	Comitê de auditoria não estatutário
Magazine Luiza S.A. / NM	Sim (Política de OPR)	Qualquer OPR envolvendo controlador deve ser embasada por laudo de avaliação independente. C.A. deve pedir alternativas de mercado	Diretoria	C.A. e Comitê de auditoria não estatutário
Marcopolo S.A. / N2	Não (Código de Ética com referências genéricas)	-	-	-
Marfrig Global Foods S.A. / NM	Sim (Política de OPR)	Sujeita OPR acima do valor de alçada a aprovação do C.A., mas remete ao Estatuto – que diz que cabe ao C.A. definir a alçada.	C.A.	Comitês de Auditoria e Gestão de Riscos não estatutários
Metalúrgica Gerdau S.A. / N1	Sim (Política de OPR)	Não	C.A.	Não
Minerva S.A. / NM	Não (*Política de OPR divulgada após a data base*)	-	-	-
MRV Engenheria e Participações S.A. / NM	Sim (Política de OPR)	OPR sujeitas à alçada do C.A. devem ser objeto de prévio parecer da diretoria	C.A.	Não
Multiplan Empr. Imobiliários S.A. / N2	Não (Código de Conduta com referências genéricas)	-	-	-
Multiplus S.A. / NM	Não (Código de Conduta com referências genéricas)	-	-	-
Natura Cosméticos S.A. / NM	Sim (Política de OPR)	OPR acima de R$1MM devem ser submetidas ao Comitê de Auditoria. Caso rejeitada, OPR deve ser apreciada pelo C.A. Operações intra-grupo são isentas de análise.	C.A.	Comitê de Auditoria não estatutário
Odontoprev S.A. / NM	Sim (Política de OPR)		Diretoria e C.A.	Comitê de Auditoria Estatutário

Cia. / Nível	Políticas			
	Possui uma política formal de OPR específica ou análogo?	**Mecanismo de aprovação de OPR?**	**Quem elabora a política?**	**Cumprimento é acompanhado por órgão independente?**
		Não inova em relação ao Estatuto (regra de alçada)		
Porto Seguro S.A. / NM	Sim (Política de OPR)	Comitês internos precisam aprovar OPR, mas sem especificação sobre qual.	C.A.	Não específico
QGEP Participações S.A. / NM	Não (Código de Conduta com referências genéricas).	-	-	-
Raia Drogasil S.A. / NM	Sim (Política de OPR)	Não específico (CA pode pedir alternativas de mercado)	Diretoria e CA	Não
Randon S.A. Implementos e Part. / N1	Não (Código de Conduta com referências genéricas)	-	-	-
São Martinho S.A. / NM	Sim (Política de OPR)	Não específico, isenta de aprovação prévia OPR "que envolvam situações cotidianas, no curso normal dos negócios, em condições de mercado e em claro benefício da Companhia"	Diretoria e CA	Não
Ser Educacional S.A. / NM	Não (Código de Conduta com referências genéricas)	-	-	-
Smiles Fidelidade S.A. / NM	Não (Código de Conduta com referências genéricas)	-	-	-
Sul America S.A. / N2	Sim (Política de OPR)	Não (OPR devem ser celebradas em condições de mercado)	CA	Comitê de Auditoria Estatutário
Suzano Papel e Celulose S.A. / NM	Sim (Política de OPR)	Não (OPR devem ser celebradas em condições de mercado)	CA	Não específico
Telefônica Brasil S.A.	Sim (Política de OPR)	OPR acima de R$10MM devem ser aprovadas por um "Comitê de Contratação de PR", sobre o qual não há maiores informações, com poderes para pedir avaliação independente. OPR acima de R$250MM devem ser objeto de laudo independente. Operações intra-grupo são isentas de análise	CA	Comitê de Contratação de PR, sem transparência
TIM Participações S.A. / NM	Sim (Política de OPR)	OPR envolvendo a Cia. e controladas TIM Celular S.A. (TCEL), TIM S.A., e o Instituto TIM, e OPR entre as controladas da TPART são isentas de	CA	Comitê de Auditoria Estatutário

Cia. / Nível	Políticas			
	Possui uma política formal de OPR específica ou análogo?	**Mecanismo de aprovação de OPR?**	**Quem elabora a política?**	**Cumprimento é acompanhado por órgão independente?**
		aprovação societária específica, devendo passar pelo Comitê de Auditoria Estatutário, em qualquer caso.		
Transmissora Aliança de Energia Elétrica S.A. / N2	Não (código de conduta com referências genéricas)	-	-	-
Tupy S.A. / NM	Sim (Política de OPR)	OPR acima de R$5MM devem ser aprovadas pelo CA com parecer prévio do Comitê de Auditoria. Financiamentos com o BNDES estão isentos de aprovação específica, bastando comprovação de similaridade de alternativas de mercado.	CA	
Ultrapar Participações S.A. / NM	Não (Código de Conduta com referências genéricas)	-	-	-
Usinas Siderúrgicas de Minas Gerais S.A. / N1	Não (Código de Conduta com referências genéricas)	-	-	-
Vale S.A. / NM	Sim (Política de OPR)	Não específico	CA	Não
Via Varejo S.A. / N2	Sim (Política de OPR)	OPR no curso ordinário ou fora do curso ordinário até R$100MM devem ser aprovadas pelo CA, mediante parecer do Comitê Financeiro. OPR fora do curso ordinário a partir de R$100MM exigem instalação de comitê especial nos moldes do Parecer CVM 35	CA	Comitê Financeiro
WEG S.A. / NM	Não (Código de conduta com referências genéricas)	-	-	-
Gerdau S.A. / N1	Sim (Política de OPR)	Não	C.A.	Não

_*_