

## Voto do Diretor Marcos Pinto

## 1. Introdução

1. O presente caso envolve dois dos mais importantes problemas práticos do direito societário brasileiro: conflito de interesses no exercício do direito de voto e aplicação dos deveres fiduciários dos administradores em negócios com partes relacionadas. Não é só. Este caso exige que se discorra sobre as intrincadas relações entre esses dois assuntos, que já são suficientemente complexos quando analisados isoladamente.
2. A Tractebel Energia S.A. ("Tractebel") adquiriu recentemente o controle da Suez Energia Renovável S.A. ("SER"), que antes pertencia à sua controladora, a GDF Suez Energy Latin America Participações Ltda. ("GDF Suez"). Por força do disposto no art. 256, II, "b", da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, essa aquisição será em breve submetida a ratificação pela assembléia geral da Tractebel.
3. Descontente com a operação acima, um acionista minoritário da Tractebel questionou a superintendência de relações com empresas da CVM ("SEP") sobre as medidas que deveriam ser tomadas para assegurar a comutatividade da operação. A SEP respondeu que a GDF Suez não poderia votar na referida assembléia, à luz do disposto no §1º do art. 115 da Lei nº 6.404, de 1976, que impede o acionista de exercer seu direito de voto quando a deliberação puder beneficiá-lo de modo particular.
4. A Tractebel e a GDF Suez acataram o entendimento da SEP e informaram à CVM que a última não votará na referida assembléia. A Tractebel nos informa, porém, que pretende realizar outras operações semelhantes com a GDF Suez no futuro e nos consulta sobre a possibilidade de adotar um procedimento de legitimação alternativo nessas próximas operações.
5. O procedimento alternativo proposto pela Tractebel é bastante conhecido desta autarquia. Inspirada no Parecer de Orientação CVM nº 35, de 1º de setembro de 2008 ("Parecer 35"), a Tractebel pretende criar um comitê especial, composto em sua maioria por membros independentes, para negociar os termos e condições das próximas operações que realizar com a GDF Suez, sobretudo o preço de compra de outras subsidiárias como a SER.
6. A consulta apresentada pela companhia versa sobre os efeitos da adoção desse procedimento alternativo. A Tractebel nos sugere que, uma vez adotadas as recomendações do Parecer 35, com cumprimento exemplar dos deveres fiduciários pelos administradores da companhia, não haveria mais razão, prática ou jurídica, para que a GDF estivesse impedida de votar na assembléia que vier a deliberar sobre o contrato.
7. A solução dessa consulta exige análise prévia de duas questões. Primeira: O acionista está realmente impedido de votar na assembléia que delibera sobre um contrato que pretende celebrar com a companhia?<sup>[1]</sup> Segunda: A correta observância dos deveres fiduciários pelos administradores da companhia, com adoção das recomendações do Parecer 35, afasta eventual impedimento de voto do acionista controlador?
8. Antes de responder essas questões, farei uma breve análise da evolução da jurisprudência da CVM sobre impedimento de voto. Na seqüência, analisarei o problema do impedimento de voto à luz do direito vigente, da eficiência econômica e de alguns princípios gerais de direito. Só então discorrerei sobre os deveres fiduciários dos administradores, o Parecer 35 e sua relação com a questão do impedimento de voto.

## 2. Evolução Jurisprudencial

1. O §1º do art. 115 da Lei nº 6.404, de 1976, diz que "o acionista não poderá votar na deliberações (...) que puderem beneficiá-lo de modo particular, ou em que tiver interesse conflitante com o da companhia". Com base nesse dispositivo, a CVM entendeu, inicialmente, que o acionista estava impedido de votar nas assembléias que deliberassem sobre contrato entre ele e a companhia, pois haveria aí um conflito de interesses.<sup>[2]</sup>
2. Esse entendimento foi adotado expressamente pelo colegiado da CVM no Processo CVM RJ TA 2001/4977, julgado em 19 de dezembro de 2001 ("Caso TIM"). Nesse processo, a CVM avaliou se a Tele Celular Sul Participações S/A ("TCS") estava impedida ou não de votar na assembléia geral da CTMR Celular S/A que deliberou sobre a celebração de um contrato de uso de marca TIM com sua controladora, a Telecom Italia Mobile. Por maioria, o colegiado da CVM decidiu que a TCS estava impedida de votar, por conflito de interesses.
3. Já nesse processo, todavia, começou a ganhar corpo, dentro da CVM, um entendimento diverso, apoiado por parte da doutrina.<sup>[3]</sup> Em voto dissidente no referido processo, o Diretor Luiz Antonio Campos defendeu que o acionista controlador não está, verdadeiramente, impedido de votar na assembléia que delibera sobre um contrato a ser celebrado entre ele e a companhia. Na visão do diretor, essa não é uma questão que possa ser decidida *a priori*, antes do voto do acionista.
4. Segundo o Diretor Luiz Antonio Campos, só há conflito de interesses quando o acionista efetivamente vota em benefício próprio, em detrimento da companhia. Como um contrato entre a companhia e o acionista pode ser benéfico para ambas as partes, não se pode afastar, de antemão, a hipótese de que o voto proferido pelo acionista venha a ser vantajoso para a companhia. Logo, deve-se permitir que o acionista vote, apurando-se posteriormente se a companhia foi ou não prejudicada.
5. Esse entendimento, inicialmente minoritário, passou a ser majoritário na CVM a partir do julgamento do Processo CVM RJ TA 2002/1153, em 6 de novembro de 2002 ("Caso Previ"). Nesse julgamento, o colegiado da CVM absolveu a Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil ("Previ"), que havia votado a favor de um contrato a ser celebrado entre a Tele Norte Leste Participações S.A. e sua controladora, empresa da qual a Previ também era sócia.

6. Depois desse caso, a CVM passou a entender que o acionista não estava impedido de votar em assembléia que deliberasse sobre contrato celebrado entre ele e a companhia. Esse entendimento foi mantido pela autarquia mesmo depois que o Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional ("CRSFN") reverteu a decisão do colegiado da CVM, em janeiro de 2004.
7. Dois anos depois, porém, teve início uma mudança gradual e significativa na orientação da CVM. Em 18 de agosto de 2006, foi editado o Parecer de Orientação CVM nº 34 ("Parecer 34"), segundo o qual o acionista controlador está impedido de votar nas operações de incorporação de controladas que prevejam relações de substituição distintas para acionistas controladores e minoritários ou para diferentes espécies de ações.
8. Embora o Parecer 34 trate de uma situação bastante específica – incorporação de controladas com relações de troca desiguais – ele teve um efeito bem mais amplo. É que o parecer utilizou outro fundamento para sustentar o impedimento de voto: nas hipóteses tratadas no Parecer 34, o acionista está impedido de votar porque a decisão o beneficia de modo particular e não – ou não somente – porque ele tem um interesse conflitante com o da companhia.
9. Essa posição já havia sido defendida pelo então Diretor Marcelo Trindade em seu voto no Caso TIM. Segundo Trindade, mesmo deixando de lado a discussão sobre o conflito de interesses, é claro que os contratos entre a companhia e o acionista geram um benefício particular para este. Portanto, o acionista está impedido de votar nessas situações, conforme prevê o §1º do art. 115 da Lei nº 6.404, de 1976.
10. Mais recentemente, em 28 de julho de 2009, o colegiado da CVM proferiu decisão reforçando o raciocínio subjacente ao Parecer 34. Refiro-me ao Processo RJ 2009-5811, que tratou da incorporação da Duratex S.A. pela Satipel Industrial S.A. ("Caso Duratex"). Nesse caso, o colegiado decidiu que o impedimento de voto por benefício particular também se aplicava a situações em que relações de troca distintas haviam sido fixadas com base no percentual de 80% previsto no art. 254-A da Lei nº 6.404, de 1976.
11. Por fim, já em 2010, a SEP expediu ofício informando à Tractebel que a GDF Suez está impedida de votar na assembléia geral que vier a deliberar sobre a compra da SER pela companhia. Com esse ofício, a CVM retornou, 10 anos depois e com fundamentos diversos, à posição acolhida pelo colegiado no Caso TIM, de que o acionista que contrata com a companhia não pode exercer seu direito de voto na assembléia que deliberar sobre o contrato.

### 3. Interpretação da Lei

1. A meu ver, a SEP está coberta de razão. Durante muito tempo, entendeu-se que a hipótese de impedimento de voto por benefício particular, prevista no art. 115, §1º, aplicar-se-ia apenas às vantagens concedidas aos acionistas enquanto sócios da companhia. Todavia, conforme ressaltai no Caso Duratex, essa posição não encontra amparo na Lei nº 6.404, de 1976.
2. Quando a lei impede o acionista de votar em situações "que puderem beneficiá-lo de modo particular", sua hipótese de incidência não se restringe às vantagens recebidas pelo acionista enquanto sócio. Seu campo de aplicação é muito mais amplo, alcançando qualquer vantagem de que goze apenas um acionista. Um contrato entre o acionista e a companhia faz justamente isso: ele beneficia o acionista contratante de modo singular.
3. Vou mais longe. Na minha opinião, mesmo que a celebração de contrato com a companhia não pudesse ser considerada como um benefício particular, ainda assim o acionista estaria impedido de votar, pois, nessa situação, ele tem um interesse claramente conflitante com o da companhia.<sup>[4]</sup> Não posso concordar com a tese de que não há conflito de interesses e, portanto, impedimento prévio de voto por parte do acionista em vias de deliberar sobre um contrato entre ele e a companhia.
4. Não posso concordar com essa tese porque ela é incompatível com o texto da lei. O §1º do art. 115 não diz que, nas situações de conflito de interesses, o acionista deve votar no interesse da companhia; ele diz que, nessas situações, "o acionista não poderá votar". Pessoalmente, não vejo como sustentar que o acionista pode votar quando a lei diz expressamente que ele não pode. Toda interpretação encontra um limite; e eu não consigo ir além desse.
5. Como vimos acima, o principal argumento dos que defendem a tese contrária é que um contrato entre a companhia e o acionista não gera, necessariamente, um conflito de interesses, pois ele pode ser benéfico para ambas as partes. Para que o acionista estivesse impedido de votar, os interesses em questão deveriam ser irreconciliáveis, ou seja, deveria ser impossível atender o interesse do acionista sem sacrificar o interesse da companhia.
6. A consequência prática dessa visão é clara: a regra da lei que proíbe o acionista de votar em situações de conflito de interesse se torna letra morta, pois são raríssimas as situações em que os interesses do acionista não podem ser conciliados com o interesse da companhia. Na prática, tudo depende de características específicas do objeto da deliberação, como o preço, numa compra e venda, ou a repartição de direitos políticos e econômicos, na formação de uma sociedade.
7. "Mas esse é justamente o ponto", diriam os partidários da tese que estou combatendo. Para verificar se há ou não conflito de interesses, dizem eles, devemos analisar o mérito da deliberação; só então poderemos saber se, na prática, ela realmente concilia os interesses do acionista e da companhia. Como isso não pode ser feito antes da deliberação, não se pode impedir o acionista de votar; deve-se, portanto, permitir que o voto seja proferido e verificar, depois, se ele causou ou não prejuízo à companhia.
8. O que me leva a perguntar: Qual é então a função da proibição de voto em casos de conflito de interesse? Por que a lei se importou em dizer que o acionista "não pode votar" se não existem situações práticas em que essa proibição se aplica? Mais ainda: Qual a diferença entre o impedimento de voto, previsto no §1º do art. 115, e o abuso de direito de voto, previsto no *caput* do mesmo artigo?
9. Esse último ponto merece destaque. O *caput* do art. 115 diz expressamente que "o acionista deve votar no interesse da companhia"; caso não o faça, seu voto será considerado abusivo. Se o conflito de interesses só pudesse ser apurado depois da deliberação, o §1º do art. 115 não faria sentido algum; ele nada acrescentaria ao *caput* do artigo. Esse não foi, obviamente, o propósito da lei, que se propôs a tratar de maneira distinta as duas situações, o abuso de voto e o conflito de interesses, como denota o próprio título do artigo em questão.
10. A meu ver, a tese do controle *a posteriori* das hipóteses de conflito deturpa o sentido da expressão "conflito de interesses", privando-a de qualquer significado. Quando se diz que "alguém está numa situação de conflito de interesses", ou "tem um interesse conflitante", queremos ressaltar o fato de que essa pessoa não está na melhor posição para tomar uma decisão de maneira imparcial ou em benefício das pessoas que representa, pois tem outros interesses em jogo. E isso pressupõe, obviamente, que o "conflito de interesses"

de que se fala pode ser identificado antes da decisão.

11. Tanto é assim que, quando alguém está em uma situação de conflito de interesses e, apesar disso, toma uma decisão que beneficia o grupo que representa, não passamos a agir como se o conflito nunca tivesse existido. Ao contrário, reconhecemos o conflito e dizemos que, *apesar dele*, o agente decidiu adequadamente. Portanto, afirmar que o conflito de interesses só pode ser verificado *a posteriori* não é sequer compatível com o significado dessa expressão.
12. Essa constatação é reforçada pelos próprios exemplos de conflito de interesses elencados no §1º do art. 115: "deliberações relativas ao laudo de avaliação de bens com que [o acionista] concorrer para a formação do capital social e aprovação de suas contas como administrador". É claro – e ninguém o nega – que essas situações podem ser identificadas previamente e geram impedimento de voto.
13. Além disso, os interesses em questão não são irreconciliáveis. Se os administradores apresentarem suas contas fielmente, tanto a companhia quanto os administradores têm interesse em aprová-las. O mesmo pode ser dito acerca do laudo de avaliação dos bens que um acionista pretende transferir para a companhia. Não é necessário sacrificar o interesse da sociedade para atender ao interesse do acionista; se a avaliação for correta, ambos serão beneficiados. E – repita-se – ninguém nega que essas são hipóteses de impedimento de voto.[\[5\]](#)
14. Em defesa da tese de que o conflito de interesses só pode ser apreciado depois do voto, cita-se normalmente o §4º do art. 115, segundo o qual a "decisão tomada em decorrência do voto de acionista que tem interesse conflitante com o da companhia é anulável". Se estivéssemos diante de uma hipótese de impedimento de voto – argumenta-se – a decisão assemblear deveria ser considerada nula e não meramente anulável.
15. Esse argumento tem duas falhas. A primeira e mais singela é que o argumento prova demais, pois o §4º do art. 115 se aplica também às hipóteses de conflito de interesses expressamente identificadas pela lei: laudo de avaliação e contas do administrador.[\[6\]](#) Se a anulabilidade implicasse que o conflito de interesses só pode ser verificado depois do voto, não haveria impedimento de voto nem sequer nessas hipóteses, o que ninguém se atreve a sustentar, nem mesmo os partidários da tese que venho combatendo.
16. O segundo e mais importante problema do argumento, contudo, é que a anulabilidade não implica, de maneira alguma, que o controle deva ser feito somente *a posteriori*. A anulabilidade é o remédio jurídico padrão para os vícios nas deliberações societárias, não sendo motivo para espanto que esse remédio seja utilizado também quando a deliberação é viciada em função de voto exercido em conflito de interesses.[\[7\]](#) Em outras palavras, o §4º do art. 115 apenas comina a consequência tradicional para vícios das deliberações societárias.
17. Além disso, a anulabilidade é um remédio perfeitamente indicado para os casos de violação da regra de impedimento de voto. Afinal, como ressaltam os próprios partidários da tese do controle posterior do conflito de interesses, um acionista pode exercer seu direito de voto no interesse da companhia mesmo quando está em situação de conflito. Caso isso ocorra, a anulabilidade permite que a companhia convalide a deliberação viciada, o que não seria possível caso a consequência prevista pela lei fosse a nulidade.[\[8\]](#)
18. Cientes disso, os defensores do controle posterior se apegam ao trecho seguinte do §4º do art. 115, segundo o qual o acionista que votou em conflito "será responsável pelos danos causados e será obrigado a transferir para a companhia as vantagens que tiver auferido". Como esse dispositivo faz menção expressa à reparação dos danos causados, argumenta-se que só existirá conflito de interesses quando a companhia for prejudicada pelo voto proferido.
19. Esse argumento tampouco me parece sólido. Ressalte-se, primeiramente, que a reparação do dano é a principal sanção para atos ilícitos em direito privado. Logo, se aceitássemos o raciocínio desenvolvido acima, de que a simples menção à reparação do dano na lei permite que o acionista vote mesmo diante de uma proibição expressa, desde que não cause danos, seríamos obrigados a adotar raciocínio semelhante para todos os ilícitos civis. O absurdo disso é claro: todas as condutas vedadas em direito privado passariam a ser permitidas.[\[9\]](#)
20. Além disso, a lei não diz apenas que o acionista deve reparar o dano; ela diz mais: o acionista deve não só reparar o dano como "transferir para a companhia as vantagens que tiver auferido", o que não é sempre a mesma coisa. Caso o acionista vote pela aprovação de um contrato ele próprio e a companhia, por exemplo, ele deve não só devolver eventual diferença entre a compensação recebida e a compensação justa, como também transferir à companhia os lucros que teria obtido mesmo se o contrato tivesse sido celebrado em condições comutativas.
21. Essa sanção extremamente onerosa existe, não só no Brasil como em outros países, por um motivo muito simples: desincentivar a conduta ilícita.[\[10\]](#) Se o acionista só fosse responsabilizado pelos prejuízos sofridos pela companhia, ele teria todos os incentivos do mundo para violar a regra, pois o pior que lhe poderia acontecer, se e quando fosse responsabilizado, seria indenizar o dano causado; já os lucros obtidos, estes seriam embolsados por ele, muito embora esses lucros estejam diretamente relacionados com o ato ilícito por ele praticado.
22. Portanto, ao invés de suportar a tese do controle *a posteriori*, o §4º do art. 115 aponta em sentido contrário. Afinal, não faz sentido algum obrigar o acionista que votou em conflito de interesses a transferir à companhia todas as vantagens que obteve quando se admite

expressamente que, se ele não causar prejuízo à companhia, ele pode votar. Mais uma vez percebe-se o absurdo: aplicaríamos uma sanção ao acionista muito embora a conduta por ele praticada fosse considerada lícita.

23. Ainda sobre a questão da sanção, não se pode esquecer que as infrações à legislação societária não tem conseqüências somente na esfera do direito privado. Quando companhias abertas estão envolvidas, violações à Lei nº 6.404, de 1976, ensejam também punições administrativas, por força do art. 11 da Lei nº 6.385, de 17 de dezembro de 1976. Logo, mesmo que o direito privado não sancionasse a conduta do acionista que vota em situação de conflito mas não causa dano à companhia, ainda assim essa conduta restaria proibida e seria sancionável administrativamente quando a companhia é aberta.[\[11\]](#)
24. Mas o principal e cabal argumento contra a tese do controle *a posteriori* dos casos de conflito de interesses não está nos aspectos apontados acima. O principal argumento é funcional. O §1º do art. 115 existe para evitar que a companhia sofra prejuízos em situações nas quais é grande o risco de que o acionista venha atuar em benefício próprio. Deixando o acionista votar, ignora-se esse risco e abre-se espaço para que ocorra justamente o que a lei procurou evitar.
25. Esse risco é tanto maior, a meu ver, num país como o nosso, em que as demandas judiciais ainda são extremamente lentas. Aqui, ações propostas para responsabilizar acionistas controladores demoram anos, senão décadas. Além disso, elas encontram um judiciário pouco preparado para julgar causas de direito societário. Portanto, no Brasil mais do que em qualquer lugar do mundo, a proibição de voto é fundamental nos casos de conflito de interesses.

#### 4. Eficiência Econômica

1. Mas me atrevo a dizer que a razão que leva muitos a adotarem a tese do controle posterior não é estritamente jurídica e, sim, econômica. Por detrás dessa interpretação da lei existe um receio: teme-se que, impedindo o controlador de votar em situações de conflito, oportunidades empresariais valiosas possam ser perdidas pela companhia, o que geraria graves ineficiências.
2. Esse argumento é pouco convincente, como procurei demonstrar no Caso Duratex. Segundo o critério mais aceito pela teoria econômica, operações eficientes são aquelas que não prejudicam ninguém e beneficiam pelo menos uma pessoa.[\[12\]](#) Obviamente, nenhum minoritário se oporia a uma operação como essa. Se a operação não lhe prejudica, que razão teria ele para rejeitá-la?
3. Ressalte-se, aliás, que os interesses dos acionistas minoritários estão perfeitamente alinhados com os interesses da companhia neste caso. Se o contrato submetido à assembléia for bom para a companhia, os acionistas minoritários serão indiretamente beneficiados. Logo, se a operação for realmente benéfica, os minoritários deverão aprová-la, pouco importando que a contraparte na operação seja o acionista controlador.
4. Mas não existem operações que beneficiam a companhia e prejudicam os acionistas minoritários? Eu, pessoalmente, não as conheço.[\[13\]](#) Uma companhia nada mais é do que um contrato entre um conjunto de acionistas. Logo, se a operação é vantajosa para a companhia, ela beneficiará também o acionista minoritário; mesmo operações que gerem efeitos bastante diferidos no tempo acabam beneficiando os acionistas presentes, pois os fluxos de caixa esperados acabam refletidos no valor atual das ações.[\[14\]](#)
5. Até entendo o argumento, um pouco diferente, de que possam existir operações que beneficiem a empresa mas não a companhia ou seus acionistas. Essas operações realmente podem existir, caso se entenda a empresa como uma entidade em si, independente em relação aos acionistas.[\[15\]](#) Pode-se considerar, por exemplo, que o crescimento de receitas é benéfico à empresa, mesmo quando resulta de investimentos em projetos com valor presente líquido negativo; ou que aumentar salários para os trabalhadores é bom para a empresa, mesmo quando os acionistas perdem dinheiro em razão disso.
6. Tenho sérias dúvidas de que o objetivo de uma companhia seja mesmo atender aos interesses da empresa, entendida nesse sentido.[\[16\]](#) De toda forma, essa possibilidade não altera minhas conclusões. Se o acionista minoritário não quer perder dinheiro, o controlador também não. Portanto, operações benéficas para a empresa mas contrárias ao interesse dos acionistas não serão realizadas, vote o controlador ou não. Invocar os interesses da empresa, em contraposição ao interesse dos acionistas, não passa de retórica vazia, destinada a mascarar o fato de que a operação é benéfica apenas para o controlador ou para os administradores.
7. Na verdade, ao invés de barrar operações eficientes, a regra do impedimento de voto tem o efeito inverso: ela promove a eficiência econômica. Quando se permite que o controlador vote quando tem interesse conflitante com o da companhia, abre-se espaço para que ele aprove operações que lhe são vantajosas mas que causam prejuízo à companhia ou, o que vem a ser o mesmo, que não beneficiam a companhia tanto quanto deveriam. Essas operações são ineficientes por definição, pelo menos se adotarmos a definição de eficiência mais aceita na teoria econômica.
8. Suspeito, no entanto, que os defensores da tese do controle posterior tenham uma outra definição de eficiência em mente. Em diversas ocasiões, eles parecem sustentar que devemos deixar o controlador votar pois isso facilitaria a realização de operações que geram riqueza para um grupo econômico ou mesmo para o país, muito embora causem prejuízo à companhia e aos seus acionistas minoritários.[\[17\]](#)

9. Um exemplo disso seriam as sinergias e ganhos de escala que podem ser gerados dentro do grupo econômico, ou seja, entre a sociedade controladora e as sociedades controladas. Fica obviamente mais fácil explorar essas sinergias e ganhos de escala se a sociedade controladora puder votar mesmo nas operações em que tiver interesse conflitante com o da companhia controlada. Dessa forma, a companhia controladora pode facilmente aumentar a riqueza do grupo, ainda que isso gere perdas para as controladas e seus acionistas minoritários.
10. Idéias desse tipo sempre foram muito caras à ideologia nacionalista que predominou durante o regime militar no Brasil, que pretendia fortalecer os grandes grupos nacionais a qualquer custo. Hoje sabemos que essa política permissiva em relação ao abuso do poder de controle tem efeitos extremamente deletérios no longo prazo. Prova disso foi a crise por que passou o mercado de capitais brasileiro nas décadas de 80 e 90 e da qual o país só saiu depois de renovar seus compromissos junto aos investidores.[\[18\]](#)
11. Se os acionistas minoritários puderem ser impunemente expropriados, os investidores, nacionais e estrangeiros, aplicarão menos recursos no mercado brasileiro. No longo prazo, isso significará um mercado de capitais menos pujante, menos investimentos por parte das companhias e menor crescimento da economia do país. Em suma, ainda que as operações lesivas aos investidores possam produzir mais riqueza no curto prazo, é muito provável que elas gerem prejuízo para o mercado de capitais e para o país no longo prazo.
12. Um estudo recente encontrou fortes evidências estatísticas de que é isso mesmo o que ocorre. [\[19\]](#) Os autores do estudo construíram um índice de proteção dos acionistas minoritários em operações com partes relacionadas: quanto maior a proteção conferida por um país, maior o seu índice. Com ajuda de escritórios de advocacia locais, os autores do estudo calcularam o índice para 72 países, que representam mais de 99% do valor de mercado das ações negociadas em bolsa no mundo.
13. Na seqüência, os pesquisadores realizaram uma regressão desse índice sobre algumas medidas de desenvolvimento do mercado acionário, como o valor total das ações negociadas no país como proporção do produto interno bruto e o número de ofertas públicas iniciais realizadas a cada ano. O resultado foi estatística e praticamente significante: países com um índice maior de proteção aos acionistas minoritários em operações com partes relacionadas têm, *ceteris paribus*, mercados acionários mais desenvolvidos.
14. O mesmo estudo indica ainda que países que exigem a aprovação de operações entre partes relacionadas pela assembléia geral, sem o voto do acionista controlador, apresentam, *ceteris paribus*, um menor nível de expropriação dos acionistas minoritários e um maior desenvolvimento do mercado de capitais. Ou seja, o mais amplo estudo já realizado sobre o assunto indica que, no longo prazo, impedir legalmente o controlador de votar em operações entre partes relacionadas tem efeitos positivos sobre o mercado acionário de um país.
15. O estudo em questão serve ainda para desconstruir alguns mitos e desfazer mal-entendidos. O primeiro mito é que praticamente nenhum país do mundo impede o controlador de votar na assembléia que delibera sobre contrato entre ele e a companhia. Isso não é verdade: 18 dos 72 países pesquisados no estudo em questão não só impedem o controlador de votar quando a operação é submetida à assembléia como exigem deliberação assemblear para que operação seja válida.
16. Os demais mal-entendidos dizem respeito às regras jurídicas de países específicos. Já se disse, por exemplo, que no Reino Unido o controlador pode votar na assembléia que delibera sobre contrato entre ele e a companhia. Isso é realmente verdade, se levarmos em conta apenas a legislação e a jurisprudência. Contudo, as regras de listagem da bolsa de valores exigem que o controlador se abstenha de votar nessa deliberação.[\[20\]](#) Na prática, portanto, a regra do impedimento de voto prepondera para as companhias abertas no Reino Unido.
17. Algo similar ocorre nos Estados Unidos. Embora a legislação de diversos estados norte-americanos realmente não proíba o controlador de votar, o fato é que, nas situações de conflito mais relevantes, como as incorporações de controladas, a jurisprudência dos tribunais faz com que os acionistas controladores não exerçam seu direito de voto; eles se abstêm para evitar que lhes seja imposto o ônus de provar, na revisão judicial do negócio, que a operação submetida à assembléia era realmente comutativa.[\[21\]](#)
18. O aspecto mais importante do estudo, contudo, não está em apontar exemplos específicos e contra-exemplos, nem em identificar as peculiaridades de cada sistema jurídico que fazem com que a proibição de voto seja importante ou desnecessária. A conclusão mais importante do estudo é que as regras que protegem os acionistas minoritários nas operações entre partes relacionadas estão fortemente correlacionadas com o desenvolvimento do mercado de capitais e, no longo prazo, com o aumento da riqueza dos países.
19. Mas será que deixar a decisão de realizar ou não uma operação importante nas mãos dos minoritários não é demais? Não estaremos subvertendo o princípio da maioria? Acredito que não. Primeiro, porque se trata de uma situação esporádica: não é sempre que operações desse tipo são submetidas a aprovação da assembléia. Segundo, porque, mesmo impedido de votar, o controlador continua tendo grande influência sobre o negócio, já que figura como contraparte no contrato; não só os termos do contrato, como a própria realização da operação, dependem do seu consentimento.
20. Quando a lei impede o controlador de votar em situações de conflito, ela não está abandonando a regra da maioria e sim exigindo que essa deliberação excepcional seja aprovada por uma maioria especial, composta pelo controlador e pela maioria dos demais acionistas presentes à assembléia. Não custa lembrar, aliás, que a regra da maioria só é utilizada nas deliberações societárias porque a unanimidade tem um custo de implantação muito elevado.[\[22\]](#) Nada mais natural, portanto, do que exigir uma maioria especial, mais próxima da unanimidade, naquelas situações em que a regra da maioria não funciona a contento.



21. E a regra da maioria realmente não funciona a contento quando o acionista controlador tem interesse conflitante com o da companhia. Em situações normais, o controlador está em ótima situação para decidir em nome de todos os acionistas, pois ele é o maior beneficiado ou o maior prejudicado pelo sucesso ou insucesso da companhia. Já nas situações de conflito de interesses, não é exatamente isso que ocorre.
22. Um acionista que pretende celebrar um contrato com a companhia tem incentivos para fazê-lo ainda que o contrato não seja necessário; um acionista que negocia um ativo com a companhia tem incentivos para cobrar dela o máximo possível, ainda que valores mais baixos pudessem ser obtidos no mercado. Na prática, o controlador sempre terá incentivos econômicos para favorecer a si próprio em detrimento da sociedade.[\[23\]](#)
23. Mas não seria arriscado demais remediar essa situação concedendo um poder de veto aos acionistas minoritários? Não custa lembrar que muitas companhias brasileiras têm *free float* baixo e que o absenteísmo nas assembleias brasileiras é bastante elevado. Portanto, é considerável o risco de que a decisão em questão fique nas mãos de minoritários pouco representativos, que podem ser movidos, inclusive, por interesses ilegítimos.
24. Essa ponderação me faz pensar, mas não me convence. Ainda que detenham uma participação pequena do capital, os acionistas minoritários terão, nessa situação, interesses mais alinhados com o da companhia do que o acionista controlador. Ainda que o minoritário ganhe pouco mesmo quando a companhia ganha muito, e perca pouco mesmo quando a companhia perde muito, o acionista controlador que contrata com a companhia está numa situação ainda pior: ele ganha mais justamente quando a companhia perde.
25. Quanto ao absenteísmo dos acionistas, acredito que as próprias companhias disponham dos instrumentos necessários para combatê-lo, como os pedidos públicos de procuração, que podem ser feitos inclusive por meio eletrônico. Além disso, é bastante natural que os acionistas não compareçam a uma assembleia em que o controlador possa votar, pois o resultado da deliberação já está definido de antemão. A situação é bem diferente quando o voto dos minoritários é decisivo. Nas operações recentes em que o controlador não votou no Brasil, o índice de comparecimento dos minoritários foi sempre significativo.
26. Quanto aos minoritários oportunistas, não é preciso ir muito longe para encontrar o instrumento com o qual combatê-los: o próprio impedimento de voto. Como vimos acima, um acionista que não tenha interesse conflitante não tem nenhum incentivo para votar contra uma operação benéfica à companhia. Portanto, se queremos coibir o voto oportunista, o melhor a fazer é justamente identificar os conflitos de interesse e impedir o acionista conflitado de votar, seja ele controlador ou minoritário.
27. Resta ainda analisar uma última objeção ao impedimento de voto: o custo envolvido em obter a aprovação dos minoritários. Esse custo é elevado, não só pelas despesas incorridas com a realização da assembleia, mas também pelo tempo necessário para informar e convencer os acionistas de que a proposta a eles submetida é realmente benéfica para a companhia. No caso extremo em que os acionistas decidirem barganhar com o controlador, esse custo pode ser gigantesco, pois a companhia pode até perder a operação.
28. Devo admitir que a regra do impedimento de voto tem custos significativos, sobretudo quando o acionista impedido de votar é o controlador. Não nego que uma assembleia bem realizada pode custar caro e que informar e convencer os acionistas é dispendioso e pode levar tempo. Acho apenas que esses custos são plenamente justificados dado o risco de que o acionista controlador venha a exercer seu direito de voto em detrimento da companhia.
29. Nem mesmo a possibilidade de que os acionistas minoritários comecem a barganhar com o controlador é capaz de mudar minha opinião. Na verdade, essa é uma hipótese pouco provável, pois os minoritários enfrentam sérios obstáculos para se organizar. E mesmo que a barganha fosse mais freqüente, ela não me assustaria. Pelo contrário, entendo que a barganha seria benéfica à companhia, que com isso conseguiria contratar em melhores condições, exatamente como faria num negócio entre partes independentes.[\[24\]](#)
30. E se uma boa oportunidade fosse perdida em função de negociações prolongadas? Se eventuais interesses conflitantes forem coibidos, vejo pouco motivo para preocupação. Na prática, os acionistas minoritários não terão nenhum incentivo para prolongar as negociações desnecessariamente, pois eles também sairão perdendo se o negócio não der certo. Logo, o risco de que a companhia venha a perder um bom negócio nessa situação não será muito diferente do risco envolvido em qualquer negociação entre partes independentes.

## 5. Princípios Gerais de Direito

1. Obviamente, uma discussão dessa relevância não poderia prescindir de algumas considerações baseadas em princípios gerais de direito. Nessa linha, os partidários da tese do controle posterior recorrem ao princípio da presunção de inocência. Eles argumentam que a regra do impedimento de voto seria contrária a esse princípio, pois adviria de uma conclusão precipitada de que o acionista abusará do seu direito de voto para obter benefícios próprios.
2. Como já disse no Caso Duratex, acredito que os agentes respondem a incentivos econômicos. Dessa forma, num caso em que, diante dos incentivos econômicos, é considerável o risco de o acionista se desviar do interesse social, é totalmente justificado que a lei tenha escolhido um meio de tutela mais efetivo do que a simples responsabilização civil, impedido nesse caso o exercício do direito de voto pelo acionista. Esse é justamente o caso das operações entre partes relacionadas, que já causaram muitos danos aos investidores do mercado de capitais brasileiro.
3. Essa me parece ser a realidade, com a qual devemos trabalhar. E, sinceramente, não vejo nela qualquer contrariedade com o princípio da presunção de inocência. Esse princípio diz que uma pessoa não pode ser considerada culpada de um ato ilícito antes da apreciação de sua conduta pelo órgão julgador. Ele não diz que a lei deve, ao definir quais condutas serão consideradas ilícitas, presumir que todos os indivíduos se portam sempre de maneira exemplar.
4. Na verdade, a própria existência do sistema jurídico, que impõe sanções por atos ilícitos, revela que essa presunção não pode prevalecer. Condutas prejudiciais a terceiros sempre existiram e existirão sempre. Coibi-las é justamente a tarefa do sistema jurídico, seja impondo sanções após ao fato, seja criando mecanismos para evitar que ela seja realizada.
5. Regras dessa última categoria têm se proliferado no direito moderno, como é o caso de certos ilícitos ambientais, que são cada vez mais comuns, e também dos crimes de perigo, que tem aumentado no direito penal. Não é preciso sequer ir tão longe; basta olhar para

regras tradicionalíssimas do direito civil brasileiro, como a que proíbe o mandatário de adquirir os bens do mandante, a que torna nulo o negócio jurídico celebrado com menor de 16 anos, ou a que veda o pacto comissório.

6. Todas essas regras existem justamente para evitar prejuízos em situações em que é grande o risco de que alguém seja prejudicado pela conduta de outros. O sistema jurídico não será capaz de cumprir adequadamente suas funções sem lançar mão desse tipo de regra em pelo menos algumas situações. Claramente, não há nelas qualquer presunção de culpa, apenas o reconhecimento de que os seres humanos nem sempre agem de maneira exemplar.
7. Na verdade, a regra do impedimento de voto não é contrária a nenhum princípio geral de direito. Antes, ela decorre diretamente de um deles: o princípio da imparcialidade.[\[25\]](#) Quando o acionista tem interesse conflitante numa deliberação, seu julgamento será naturalmente parcial, por melhor que ele se esforce. Para evitar isso, a lei o proíbe de votar, seja quando se trata de aprovar suas contas como administrador, seja quando se trata de avaliar bens de sua propriedade, "ou em quaisquer outras que puderem beneficiá-lo de modo particular, ou em que tiver interesse conflitante com o da companhia".

## 6. Deveres Fiduciários

1. Por tudo o que expus acima, fica evidente minha resposta à primeira pergunta formulada na introdução deste voto: O acionista controlador está impedido de votar na assembléia que delibera sobre um contrato que pretende celebrar com a companhia.[\[26\]](#) Ultrapassado esse primeiro problema, posso agora examinar os deveres fiduciários dos administradores e o Parecer 35 para, na seqüência, tentar responder à segunda pergunta formulada no início deste voto.
2. Como se sabe, a Lei nº 6.404, de 1976, impõe uma série de deveres aos administradores de sociedades anônimas, como o dever de diligência e o dever de lealdade, previstos nos arts. 153 a 155. Conforme o colegiado da CVM já destacou diversas vezes, o cumprimento desses deveres deve ser analisado com ainda mais rigor nas operações em que o controlador figura como contraparte.[\[27\]](#) A razão disso é óbvia: o acionista controlador, por definição, é quem elege e destitui a maioria dos administradores da companhia.
3. Ressalte-se, todavia, que o administrador eleito pelo acionista controlador não está impedido de participar da negociação de operações realizadas entre a companhia e o acionista controlador. É que a regra do art. 156 da Lei nº 6.404, de 1976, que trata do conflito de interesses dos administradores, só se aplica quando o administrador tem interesse próprio na questão. Quando o interesse conflitante é do acionista que o elegeu, o administrador pode participar da decisão, como também já decidiu este colegiado.[\[28\]](#)
4. Obviamente, isso não significa que o administrador possa atuar em benefício do controlador. Nas operações com partes relacionadas, como em qualquer outro ato, os administradores devem atuar em benefício da companhia e não em benefício de qualquer terceiro. A lei também deixa isso bastante claro, tanto no art. 154, §1º, quanto nos arts. 155 e 245.
5. Este último artigo é de bastante interesse para o tema em discussão. Ele diz que, os "administradores não podem, em prejuízo da companhia, favorecer sociedade coligada, controladora ou controlada, cumprindo-lhes zelar para que as operações entre as sociedades, se houver, observem condições estritamente comutativas, ou com pagamento compensatório adequado; e respondem perante a companhia pelas perdas e danos resultantes de atos praticados com infração ao disposto neste artigo".
6. Foi com base nesse dispositivo – e também nos demais artigos da lei que estabelecem os deveres fiduciários dos administradores – que a CVM editou o Parecer 35, invocado pela Tractebel em sua consulta. Esse parecer esclarece quais são os deveres dos administradores num tipo específico de operação entre partes relacionadas, a saber, as operações de fusão, incorporação ou incorporação de ações de companhias controladas ou sob controle comum.[\[29\]](#)
7. O parecer não é lei e, portanto, não criou obrigações novas para os administradores. Ele apenas deixou claro, numa situação específica, o que a CVM entende que administrador deve fazer para cumprir com a lei. Além disso, ele recomenda, mas não obriga, que os administradores adotem um procedimento de legitimação para a operação, procedimento este destinado a garantir que a operação seja realmente comutativa.[\[30\]](#)
8. Esse procedimento consiste em constituir um comitê especial, composto em sua maioria por membros independentes do acionista controlador, para negociar a operação em questão com o acionista majoritário. Dessa forma, procura-se simular a negociação que ocorreria se as partes fossem independentes, partindo do pressuposto de que a negociação é a melhor forma de garantir a comutatividade da relação de substituição e demais condições da operação.
9. Ainda é cedo para concluir se o Parecer 35 foi ou não bem sucedido. Dois anos depois de sua edição, parece ter havido uma sensível melhora no comportamento dos administradores nas incorporações de controladas; eles parecem estar, agora, mais cientes e ciosos de seus deveres para com a companhia. Além disso, já existem casos em que os comitês especiais obtiveram ganhos significativos para os acionistas minoritários, negociando relações de substituição superiores às inicialmente propostas pelo controlador.
10. Por outro lado, a implementação prática das recomendações do Parecer 35 ainda encontra algumas dificuldades. Os administradores e

os controladores relutam em conferir real poder de negociação para os comitês especiais. É claro que esse poder não deve ser absoluto, pois isso poderia implicar delegação de competências vedada por lei. Mas é essencial que os comitês tenham poderes suficientes para realmente negociar as condições da operação, ainda que suas decisões estejam sujeitas à aprovação do conselho de administração.<sup>[31]</sup> Sem isso, os membros do comitê assumem o papel de meros avaliadores, que pouco agregam em termos de proteção aos acionistas minoritários.

11. Cumpre destacar, também, que o Parecer 35 foi pensado para uma operação específica na qual a própria lei parece indicar que o controlador pode votar, a despeito de seu interesse conflitante com o da companhia.<sup>[32]</sup> É que o art. 264 da Lei nº 6.404, de 1976, estabeleceu um procedimento especial de tutela dos acionistas minoritários nas incorporações de controladas. Embora esse procedimento tenha se mostrado completamente ineficaz, o fato é que art. 264 continua em vigor e afasta, segundo entendimento da CVM, a aplicação do art. 115, §1º.
12. Pois bem, o que a Tractebel pretende é utilizar esse procedimento numa modalidade de operação que não é expressamente abarcada pelo Parecer 35, o que não é nenhuma novidade, já que outras companhias vem procedendo dessa forma em operações significativas entre partes relacionadas. A novidade está no fato de que as operações que a Tractebel pretende realizar devem ser submetidas à assembléia e não estão sujeitas ao regime especial do art. 264.

## 7. Relação entre as Regras

1. O que nos traz ao segundo problema suscitado no presente caso: Qual é o efeito do cumprimento dos deveres fiduciários descritos acima e, em particular, da observância das recomendações contidas no Parecer de Orientação 35, sobre a regra do impedimento de voto? Será que isso afasta a incidência do §1º do art. 115? Será que isso autoriza a GDF Suez a votar na assembléia que deliberar sobre contrato a ser celebrado entre ela e a Tractebel?
2. Acredito que não. Na verdade, o argumento levantado pela Tractebel sempre foi utilizado, embora sem mencionar o Parecer 35, por aqueles que defendem que o conflito de interesses deve ser apurado somente depois que o acionista exerceu o seu direito de voto. O argumento é de que o art. 245 da lei reconhece, implicitamente, que o controlador pode votar nas operações que celebra com a companhia.
3. Mas não é isso, em absoluto, o que a lei diz. Vejamos de novo o que prescreve o art. 245: "Os administradores não podem, em prejuízo da companhia, favorecer sociedade coligada, controladora ou controlada, cumprindo-lhes zelar para que as operações entre as sociedades, se houver, observem condições estritamente comutativas, ou com pagamento compensatório adequado; e respondem perante a companhia pelas perdas e danos resultantes de atos praticados com infração ao disposto neste artigo".
4. O que esse artigo estabelece é que o administrador deve zelar para que as operações feitas com o controlador sejam comutativas; ele não diz que o controlador pode votar quando a operação for submetida a aprovação da assembléia. Mas por que a lei diria isso se o controlador não pudesse votar? Por duas razões muito simples. A primeira e mais evidente é que uma fração muito pequena das operações realizadas com o controlador precisa passar pela assembléia. Na maioria das vezes, os administradores têm poderes para fechar essas operações independentemente de aprovação ou ratificação da assembléia.<sup>[33]</sup>
5. A segunda razão toca o ponto central deste caso. Por si só, a regra do impedimento de voto não é suficiente para proteger os acionistas contra operações lesivas. É que os minoritários encontrariam enormes dificuldades para se informar e, sobretudo, negociar uma operação que seja realmente comutativa. A proibição do voto do acionista controlador pode impedir que graves prejuízos sejam causados a companhia; mas ela não garante que a companhia obterá o melhor negócio possível.
6. Como se sabe, quanto mais disperso for o capital de uma companhia, maiores serão as dificuldades e menores serão os incentivos econômicos para que os acionistas se informem sobre uma operação submetida a assembléia.<sup>[34]</sup> Cria-se então uma assimetria de informação gigantesca entre os administradores e os acionistas minoritários. É absolutamente natural, portanto, que a lei imponha aos administradores o dever de zelar para que a operação seja comutativa, pois só eles conhecem a fundo os negócios da companhia.
7. E a assimetria de informação não é o único problema. Quanto mais disperso for o capital de uma companhia, maiores serão as dificuldades e menores serão os incentivos econômicos para que os acionistas travem uma negociação efetiva com o acionista controlador. Portanto, a lei foi sábia ao impor aos administradores, e não aos acionistas, o dever de realizar essa negociação. Sem negociação, são grandes as chances de que a companhia deixe dinheiro na mesa, contentando-se com uma oferta que não corresponde ao resultado que seria obtido numa operação entre partes independentes.
8. Por essas razões, a lei criou um regime duplo para os contratos celebrados com o controlador. Nas operações cotidianas, que não precisam ser submetidas à assembléia geral, é dever exclusivo dos administradores zelar pela comutatividade do negócio. Mas certas operações extraordinárias, previstas no estatuto ou na lei, como é o caso das aquisições de controle sujeitas ao art. 256, devem passar também pelo crivo da assembléia, na qual o controlador não pode votar, por força do art. 115, §1º.
9. Mas será que essa dupla proteção é realmente necessária quando os administradores da companhia seguirem o procedimento de legitimação previsto no Parecer 35? Acredito que sim, seja do ponto de vista jurídico, seja do ponto de vista prático. Sob o ponto de vista jurídico, o fato é que o comitê especial recomendado pelo Parecer 35 não está previsto na lei e, portanto, não tem força normativa para afastar a aplicação do art. 115, §1º.
10. Do ponto de vista prático, parece-me que seria um tanto precipitado apostar todas as fichas no Parecer 35. Por mais que eu tenha apreço pelo procedimento recomendado pelo parecer, por mais que eu acredite que ele pode gerar resultados até melhores para as



companhias do que o simples impedimento de voto, é preciso reconhecer que se trata de uma experiência recente, cujos resultados ainda não foram totalmente comprovados.

11. Como disse acima, a eficácia do procedimento recomendado pelo Parecer 35 depende muito dos poderes conferidos ao comitê especial e da disposição de seus membros para efetivamente negociar a operação com o controlador como se estivessem realizando um negócio entre partes independentes. Sem essa negociação, os membros do comitê se tornam meros avaliadores ou, o que é ainda pior, meros revisores do trabalho feito pelos avaliadores contratados pela companhia. Como a avaliação de empresas é uma tarefa bastante subjetiva, o risco de lesão aos minoritários permanece.
12. É claro que a CVM pode e deve tomar medidas para que isso não ocorra. Este colegiado já manifestou publicamente o entendimento de que, sem negociação, a constituição do comitê especial é inócua, sujeitando a operação a um escrutínio rigoroso por parte desta autarquia. Mas não se pode jamais esperar que esse escrutínio rigoroso seja melhor do que o escrutínio que pode ser feito pelos próprios acionistas, caso tenham a oportunidade de aprovar ou rejeitar a operação.
13. A propósito, vale lembrar o caso dos Estados Unidos, país que já tem muito mais experiência com os comitês especiais e que conta com um procedimento de produção de provas bem mais eficaz para detectar condutas irregulares e apurar prejuízos. Mesmo lá, as incorporações de controladas são normalmente submetidas a duplo controle: ainda que a operação seja negociada por um comitê independente, ela é normalmente condicionada à aprovação da maioria da minoria.<sup>[35]</sup>
14. De todo modo, essa discussão de política regulatória tem hoje pouca relevância prática, pois o art. 115, §1º, não distingue entre operações que seguem as recomendações do Parecer 35 e as que não seguem. Como vimos, esse artigo impede o controlador de votar em qualquer situação em que tenha interesse conflitante com a companhia. E esse interesse conflitante não desaparece nem mesmo quando os administradores da companhia tomam todas as salvaguardas necessárias para que a operação seja comutativa.
15. Quando a companhia contrata com o controlador, persiste sempre o fato de que o controlador ganha mesmo quando a companhia perde. Para cada real que a companhia perde na negociação, um controlador que detenha 51% do capital perde 51 centavos enquanto sócio, mas ganha um real enquanto contraparte no contrato. Esse é, obviamente, um interesse conflitante. E o art. 115, §1º, proíbe o acionista de votar em qualquer operação em que tenha interesse conflitante com o da companhia, sem exceção.

## 8. Conclusão

1. Por todo o exposto, concluo que a GDF Suez está impedida de votar nas assembléias que deliberarem sobre contratos celebrados entre ela e a Tractebel. Concluo ainda que o impedimento de voto não é afastado pela adoção do procedimento de legitimação previsto no Parecer 35. A despeito dos esforços feitos pela companhia para criar uma política para operações com partes relacionadas, a decisão da SEP deve ser mantida.
2. Para que não haja nenhuma dúvida, contudo, gostaria de deixar claro que não vejo nenhum problema, e até entendo ser positivo, que o Parecer 35 seja seguido pela Tractebel em seus negócios com a GDF Suez, o que possivelmente beneficiará a companhia e facilitará a aprovação das operações pelos acionistas minoritários. Entretanto, apesar de suas virtudes, o uso do procedimento previsto no Parecer 35 não exclui o impedimento de voto que recai sobre a GDF Suez, pois esse impedimento decorre diretamente da lei.

Rio de Janeiro, 9 de setembro de 2010.

Marcos Barbosa Pinto

<sup>[1]</sup>Propositamente, não utilizo neste voto a tradicional dicotomia entre conflito de interesses formal e substancial, pois acho que ela obscurece a questão ao invés de facilitar sua solução. Não tenho dúvida de que a verificação do conflito de interesses deve ser feita caso a caso e, nesse sentido muito restrito, o conflito de interesses previsto na lei é substancial. Mas isso não responde a questão realmente importante, que consiste em saber se a análise do conflito de interesses deve ser feita antes do exercício do direito de voto pelo acionista ou somente após o voto, caso a decisão tenha provocado prejuízo à companhia. Esse esclarecimento é necessário porque já se argumentou que a tese do controle prévio do conflito de interesses pode criar embaraços em situações relativamente comuns na vida societária, como a candidatura de um acionista para um posto na administração. Esse argumento perde a relevância, no entanto, quando se reconhece que o conflito deve ser apreciado em cada situação prática, mesmo que essa apreciação seja feita antes do exercício do direito de voto pelo acionista.

<sup>[2]</sup>A procuradoria jurídica da CVM se manifestou nesse sentido por meio do Parecer/CVM/PJU/Nº010/00, de 23 de outubro de 2000.

<sup>[3]</sup>E.g. L. G. P. B. Leães. Conflito de Interesses e Vedação de Voto nas Assembléias das Sociedades Anônimas. **Revista de Direito Mercantil, Industrial Econômico e Financeiro**, 92 (1993); E. Valladão. Conflito de Interesses nas Assembléias de S.A. São Paulo: 1993.

<sup>[4]</sup>Nesse sentido, F. K. Comparato. Controle Conjunto, Abuso no Exercício do Voto Acionário e Alienação Indireta de Controle Empresarial. **Direito Empresarial: Estudos e Pareceres**. São Paulo: 1990. A posição que defendo neste voto segue, em linhas gerais, a posição de Comparato, que defende que a verificação do conflito de interesses deve ser feita caso a caso, mas gera impedimento de voto sempre que o conflito puder ser identificado de antemão, como no caso de celebração de contrato bilateral entre a companhia e o controlador.

<sup>[5]</sup>A tentativa de harmonizar o impedimento prévio de voto nessas duas situações com a tese da verificação posterior do conflito de interesses passa por uma interpretação peculiar do §1º do art. 115. Lê-se o dispositivo como se ele estivesse endereçando quatro espécies de deliberação absolutamente distintas: (i) as relativas ao laudo de avaliação de bens usados para formação do capital social; (ii) a aprovação das contas como administrador; (iii) as que puderem beneficiar o acionista de modo particular; e (iv) aquelas em que o acionista tiver interesse conflitante com o da companhia. Com isso abre-se caminho para argumentar que nas primeiras hipóteses não há interesse conflitante com o da companhia. O "interesse conflitante" seria uma espécie diferente das demais, só identificável depois de conhecidas as conseqüências do voto proferido. Contudo, essa interpretação não é adequada. Em primeiro lugar, porque, como vimos acima, as deliberações sobre avaliação de bens usados na formação do capital e a aprovação das contas como administrador não são de essência diferente dos demais casos de conflito de interesses. As pretensões dos acionistas e da sociedade não são nem mais nem menos irreconciliáveis nesses casos, de modo que se justificasse um tratamento diverso para a questão. Em segundo lugar, essa interpretação é desautorizada de forma muito clara pelo texto legal. Confira-se novamente a redação do dispositivo: "O acionista não poderá votar nas deliberações da assembléia geral relativa ao laudo de avaliação de bens com que concorrer para a formação do capital social e à aprovação de suas contas como administrador nem em quaisquer outras que puderem beneficiá-lo de modo particular, ou em que tiver interesse conflitante com o da companhia." A mim

parece fora de dúvida, especialmente pelo trecho destacado, que a lei apenas citou os três primeiros casos como exemplos do que, na verdade, compõe um único gênero, o conflito de interesses.

[6] Nesse sentido, Valladão, *op. cit.*, p. 87.

[7] A decisão unânime da Quarta Turma do Superior Tribunal de Justiça no RESP nº 35230/SP, relatado pelo Ministro Sálvio de Figueiredo Teixeira, reconheceu que a anulabilidade é a conseqüência mais adequada para vícios das deliberações societárias.

[8] Nos termos dos art. 168, parágrafo único, e 169 do Código Civil, os negócios jurídicos nulos não podem ser convalidados, ainda que a pedido das partes, nem convalidam pelo decurso do tempo. Já o negócio jurídico anulável pode ser convalidado pelas partes, inclusive tacitamente, como prevêm os art. 172 e 174, ou pelo decurso do prazo previsto no art. 178 do Código Civil. Essa regra de convalidação foi repetida expressamente pelo parágrafo único do art. 285 da Lei nº 6.404, de 1976.

[9] Nem se diga que, no direito civil, os casos de proibição expressa geram nulidade, por força do art. 166, VI, do Código, enquanto o conflito de interesses gera anulabilidade, conforme estabelece o §4º do art. 115 da Lei nº 6.404, de 1976. Ocorre que, embora a deliberação decorrente de voto proferido em conflito de interesses seja anulável, o próprio voto é nulo, conforme reconhecem os defensores do controle posterior, em linha com o disposto no art. 166, VI, do Código Civil. Nesse sentido, Valladão, *op. cit.*, p. 97. Portanto, não há nenhuma diferença fundamental entre as proibições do direito civil e a proibição de voto que justificasse o tratamento diferente proposto para essa última.

[10] Esse é um princípio básico de *agency law* nos Estados Unidos. *E.g. Tarnowsky v. RESOP*. 51 N.W. 2d. 801 (Minn. 1952). No direito inglês, o mesmo resultado é obtido por meio do remédio conhecido como *accounting for profits*. *E.g. Imperial Mercantile Credit Association v. Coleman* (1873), L.R. 6 H. L. 189. Na opinião de Comparato, esse dispositivo da Lei nº 6.404, de 1976, inspirou-se diretamente no direito norte-americano. *Op. cit.*, p. 91-2.

[11] Foi essa uma das principais razões que levou o Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional a reverter a decisão do colegiado da CVM no Caso Previ

[12] Esse é o critério clássico de otimização de Pareto. Para um análise rigorosa desse e outros critérios de eficiência: J. Coleman. Efficiency, Exchange, and Auction: Philosophic Aspects of the Economic Approach to Law. *California Law Review*, v. 68, p. 221.

[13] Sem considerar é claro, a situação em que o minoritário tem interesse conflitante com o da companhia, da qual tratarei mais adiante neste voto.

[14] Nesse sentido, Comparato, *op. cit.*, p. 87-88.

[15] Sobre essa teoria, F. K. Comparato & C. Salomão. **O Poder de Controle na Sociedade Anônima**. Rio de Janeiro: 2005, p. 366-373.

[16] O art. 115 da Lei nº 6.404, de 1976, diz que o voto deve ser exercido "no interesse da companhia", ou seja, no interesse do conjunto de acionistas; ele não menciona o interesse da empresa em si. Nesse sentido, Comparato, *op. cit.*, p. 87. Já art. 116, parágrafo único, diz que o controlador "deve usar o seu poder com o fim de fazer a companhia realizar seu objeto social e cumprir com sua função social". Obviamente, atender a sua função social não significa tratar a empresa como entidade distinta e independente, cujos interesses se deva perseguir. Além disso, uma companhia pode cumprir sua função social ainda que seu objetivo principal seja gerar valor para os seus acionistas.

[17] Conforme expliquei no meu voto no Caso Duratex: "Segundo o critério de Kaldor-Hicks, que também é bastante usado, uma operação é eficiente se os ganhos por ela gerados forem suficientes para compensar as perdas. Não é necessário que essa compensação ocorra: basta que ela seja possível para que o critério seja atendido. Com base nesse critério, é até possível argumentar que a regra do impedimento de voto pode barrar certas operações eficientes, quais sejam, operações cujos benefícios particulares gerados para o acionista controlador sejam suficientes para compensar as perdas sofridas pelos demais acionistas. Porém, isso significa admitir uma espécie de expropriação privada do acionista minoritário pelo controlador. Embora essa expropriação possa até gerar acréscimo de riqueza no curto prazo, seu impacto no longo prazo é péssimo, pois desestimula os investimentos no mercado de capitais."

[18] Não desconsidero, por óbvio, os fatores macroeconômicos que levaram à crise e que influíram na recuperação do mercado de capitais. Porém, acredito que a legislação, a regulamentação e a autor-regulação do mercado e até mesmo a postura dos acionistas controladores e administradores tiveram relevante papel tanto no declínio quanto no ressurgimento do nosso mercado.

[19] S. Djankov, R. La Porta, F. Lopes-de-Silanes & A. Schleifer. The Law and Economics of Self-Dealing. *Journal of Financial Economics*, 88 (2008), p. 430-465.

[20] **Financial Services Authority Listing Rules**, 11.1.7.

[21] Para um resumo da evolução da jurisprudência das cortes norte-americanas sobre a questão, R. Gilson & B. Black. **The Law and Finance of Corporate Acquisitions**. Westbury: 1995, p. 1237-1317.

[22] D. Mueller. **Public Choice III**, New York: 2003, p. 67-76.

[23] Os partidários da tese do controle posterior citam, frequentemente, o seguinte trecho da Exposição de Motivos do projeto que resultou na Lei nº 6.404, de 1976: "O art. 115 cuida dos problemas do abuso do direito de voto e do conflito de interesses entre o acionista e a companhia. Trata-se de matéria delicada em que a lei deverá deter-se em alguns padrões necessariamente genéricos, deixando à prática e à jurisprudência margem para a defesa do minoritário sem inibir o legítimo exercício do poder da maioria, no interesse da companhia e da empresa." A palavra chave para compreensão dessa passagem é o adjetivo "legítimo", que qualifica a expressão "exercício do poder da maioria". Obviamente, maioria deve prevalecer naquelas situações em que seu poder é exercido de maneira legítima. Porém, quando esse poder for exercido de maneira ilegítima, como no caso do voto proferido em situação de conflito, a decisão da maioria deve ser obstada pelo poder judiciário e pela CVM.

[24] Nos Estados Unidos, onde esse tipo de barganha é incentivado, os resultados para os acionistas minoritários têm sido bastante benéficos. T. Bates, M. Lemmon & J. Linck. Shareholder Wealth Effects and Bid Negotiation in Freeze-Out Deals: Are Minority Shareholders Left Out in the Cold? *Journal of*

**Financial Economics**, 81 (2006), 681-708. Esse estudo revela que os acionistas minoritários capturam uma grande parte dos ganhos gerados pela incorporação, muito provavelmente em razão das salvaguardas procedimentais implementadas com base na jurisprudência das cortes de Delaware.

[25] Uma das mais influentes teorias da justiça contemporâneas, *justice as fairness*, está baseada justamente na noção de imparcialidade. J. Rawls. **A Theory of Justice**. Cambridge: 1999.

[26] Em seu voto, o Diretor Eli Loria traz um argumento interessante, que não se aplica a todos os contratos entre a companhia e o controlador, mas somente àqueles que envolvam a compra de controle de sociedade mercantil, sujeitos ao art. 256 da lei. Segundo ele, a lei teria autorizado o controlador a votar nesses casos, já que o §1º desse artigo, quando trata do laudo de avaliação que deve ser apresentado à assembléia geral, faz referência expressa apenas aos §§ 1º e 6º do art. 8º, mas não ao §5º, que por sua vez faz referência expressa ao art. 115, §1º. Esse argumento me parece equivocado por duas razões. Em primeiro lugar, o art. 8º só faz referência expressa ao § 1º do art. 115 porque o acionista estará impedido de votar em todas as situações nele tratadas, já que somente o acionista pode contribuir bens para formação do capital. Já o art. 256 se aplica tanto a contratos celebrados com partes independentes quanto a contratos com partes relacionadas, razão pela qual ele não faz referência expressa ao §5º do art. 8º ou ao §1º do art. 115. Em segundo lugar, o laudo previsto no art. 256 tem finalidade exclusivamente informativa; sua com partes relacionadas, razão pela qual ele não faz referência expressa ao §5º do art. 8º ou ao §1º do art. 115. Em segundo lugar, o laudo previsto no art. 256 tem finalidade exclusivamente informativa; sua função é dar elementos para que os acionistas decidam se querem ou não aprovar a operação. O que é submetido à deliberação da assembléia, de acordo com o art. 256, é o contrato de compra e venda do controle e não o laudo de avaliação. Portanto, na minha opinião, não faz sentido cogitar em impedimento de voto em relação a esse laudo, pois ele não é o verdadeiro objeto da deliberação.

[27] E.g. PAS CVM 08/2005, julgado em 12 de dezembro de 2007.

[28] Proc. CVM RJ 2007/3453, decidido em 4 de março de 2008.

[29] Para um resumo das razões que levaram a CVM a editar o Parecer 35, ver o memorando que embasou a decisão de colocá-lo em audiência pública, conforme reunião do colegiado de 2 de junho de 2008.

[30] Sobre os procedimentos de legitimação no direito societário, confira-se o voto do Diretor Pedro Marcilio em seu voto dissidente nos Proc. CVM RJ2006/7204 e RJ2006/7213, julgados em 17 de outubro de 2006.

[31] Se a decisão final for do conselho de administração, a criação do comitê independente para negociar a operação certamente não implicará qualquer violação à lei. Companhias constituem representantes para negociar contratos a todo tempo e ninguém nunca questionou essa prática. Em operações de grande vulto, é mesmo comum que muitos aspectos das negociações sejam conduzidas por banqueiros e advogados. Desde que o poder de decisão permaneça, em última instância, com a administração, não existe qualquer óbice legal a que se atribua ao comitê independente poderes para negociar a operação.

[32] Confira-se a propósito a decisão da CVM no Proc. CVM RJ2004/5494, julgado em 16 de dezembro de 2004.

[33] Essa mesma constatação pode ser utilizada para rebater outro argumento freqüentemente utilizado para defender a tese do controle posterior do conflito de interesses. Segundo muitos, o art. 117, §1º, "f", da lei reconhece implicitamente que o controlador pode votar pois considera abuso de poder de controle "contratar com a companhia em condições de favorecimento ou não equitativas". Esse argumento me parece equivocado, pela razão exposta acima: a grande maioria das operações entre partes relacionadas não precisa ser submetida a assembléia e, mesmo nessas operações, o controlador pode abusar de seu poder de controle, fazendo uso de sua inegável influência sobre os administradores. Portanto, faz todo sentido que a lei preveja tanto o impedimento de voto quanto o abuso de poder de controle em operações entre partes relacionadas. Note-se, aliás, que a previsão legal do abuso de poder de controle existe, de forma independente da proibição do abuso de voto, justamente porque o controlador pode exercer sua influência de outros modos, independentemente do voto. Parece-me totalmente equivocado, portanto, sustentar que uma regra exclui a outra, quando seus campos de aplicação são completamente independentes.

[34] Como se sabe, os acionistas das companhias abertas são vítimas do célebre problema da ação coletiva. M. Olson. **The Logic of Collective Action: Public Goods and the Theory of Groups**. Cambridge: 1971.

[35] A abstenção de voto dos controladores deve se tornar ainda mais preponderante após decisões recentes da Corte de Chancelaria de Delaware, que praticamente isolam de revisão judicial as freeze out transactions que sejam aprovadas tanto por um comitê independente quanto pela maioria da minoria dos acionistas, aplicando a elas a business judgement rule. **In re Cox Communications Inc.**, 879 A.2d 604 (Del. Ch. 2005); **In re CNX Gas Corp. Shareholders Litigation**, C.A. No. 5733-VCL (Del. Ch., 2010).