

**FACULDADE DE DIREITO MILTON CAMPOS
THIAGO ASSUMPÇÃO HENRIQUES**

**CONFLITO DE INTERESSES, NO EXERCÍCIO DO DIREITO DE VOTO
DO ACIONISTA, SOB O PRISMA DA ANÁLISE ECONÔMICA DO
DIREITO**

Nova Lima
2013

THIAGO ASSUMPÇÃO HENRIQUES

**CONFLITO DE INTERESSES, NO EXERCÍCIO DO DIREITO DE VOTO
DO ACIONISTA, SOB O PRISMA DA ANÁLISE ECONÔMICA DO
DIREITO**

Dissertação apresentada ao Curso de Pós-Graduação *Stricto Sensu* da Faculdade de Direito Milton Campos, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Direito.

Área de Concentração: Direito Empresarial

Orientador: Prof. Dr. Vinícius Jose Marques Gontijo.

Nova Lima
2013



Dissertação intitulada “*Conflito de Interesses, no Exercício do Direito de Voto do Acionista, sob o Prisma da Análise Econômica do Direito*”, de autoria do mestrando **Thiago Assumpção Henriques**, para exame da banca constituída pelos seguintes professores:

Prof. Doutor Vinícius José Marques Gontijo
Orientador

Prof. Doutor Jean Carlos Fernandes

Prof. Doutor Sérgio Botrel

Prof. Doutor Jason Soares de Albergaria Neto

AGRADECIMENTOS

À minha amada Camila, pelo amor, carinho, compreensão e por estar incondicionalmente sempre comigo.

Aos meus pais e à Aninha, pelo apoio, incentivo e suporte ao longo de toda minha vida.

Ao Prof. Dr. Alexandre Bueno Cateb e ao Prof. Dr. Vinícius Jose Marques Gontijo, pela orientação.

Aos colegas do curso de Mestrado e da Azevedo Sette Advogados, pelas frutíferas discussões, pela troca de conhecimentos e pela disponibilidade que muito contribuíram para a realização desse trabalho.

RESUMO

O Conflito de interesses no âmbito do ambiente empresarial é objeto de debates jurídicos há longa data. Sua incidência verifica-se notadamente em três principais relações, quais sejam, entre acionistas e administradores, entre sociedades e seus acionistas ou ainda entre tais sociedades e os demais indivíduos com os quais estas se relacionam no desempenho de suas atividades.

O tema central desta dissertação compreende o conflito existente entre o interesse do acionista e o interesse social da sociedade anônima brasileira, evidenciado no bojo do exercício do direito de voto em deliberações assembleares.

No Direito pátrio, a temática em voga remete à notória divergência doutrinária e jurisprudencial sintetizada na dicotomia teoria formal/teoria material para verificação do conflito de interesses. Demais disso, a análise econômica do direito, teoria que preconiza o emprego de ferramentas econômicas para interpretar questões jurídicas, igualmente encarregou-se da análise do referido conflito societário e da apresentação de suas próprias considerações a respeito.

Este texto vislumbrou discorrer sobre o conflito societário entre acionistas e companhias, tendo com base as reflexões perpetradas acerca das mencionadas teorias, para, doravante, expor suas conclusões.

Palavras-chave: Conflito de Interesses. Interesse Social. Análise Econômica do Direito. Problemas de Agência. Custos de Agência. Direito de Voto

ABSTRACT

The conflict of interests under the business environment is object of a long-established legal discussion. Its occurrence is verified notably in three main relations, namely, between shareholders and managers, between companies and its shareholders or between such companies and individuals with whom they relate during the development of their activities.

The main theme of this thesis comprises the conflict between the shareholder's interest and the social interest of the Brazilian corporation, evidenced in the scope of the exercise of the voting right in shareholders meetings resolutions.

In the Brazilian Law, this theme refers to a notorious doctrine and jurisprudence divergence summarized in the dichotomy formal theory/material theory to verify the conflict of interest. Additionally, the economic analysis of law, theory that defends the use of economic instruments in order to construct legal matters, also undertook to analyze such corporate conflict and present its own considerations in that regard.

This text aimed to discuss about the corporate conflict between shareholders and companies, taking into account the analysis performed over such theories for, hereinafter, describe its conclusions.

Keywords: Conflict of Interest. Social Interest. Economic Analysis of Law. Agency Problems. Agency Costs. Voting Right.

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	07
2	RELAÇÕES DE INTERESSE	12
2.1	Objetos, Fatos, Bens e Relações no Âmbito Jurídico	12
2.2	O Interesse Social	17
2.2.1	<i>Teorias Institucionalistas</i>	18
2.2.2	<i>Teorias Contratualistas</i>	20
2.2.3	<i>Interesse Social no Brasil</i>	23
2.2.4	<i>Considerações Finais Sobre Interesse Social</i>	25
3	TEORIA DA AGÊNCIA	27
3.1	Noções Introdutórias	27
3.2	Principais Situações Sujeitas aos Problemas de Agência	30
3.3	Custos de Agência	32
3.4	Estratégias para Monitoramento dos Agentes e Redução de Custos de Agência	36
3.4.1	<i>Estratégias Regulatórias</i>	37
3.4.2	<i>Estratégias de Governança</i>	39
3.5	Cumprimento e Exequibilidade das Estratégias Legais	41
3.6	Considerações Finais sobre Teoria da Agência	43
4	DIREITO DE VOTO E PODER DE CONTROLE	45
4.1	Considerações Iniciais	45
4.2	Poder de Controle	46
4.3	Direito de Voto para a Análise Econômica do Direito	53
4.4	Considerações Finais sobre Direito de Voto	55
5	A EVOLUÇÃO DO INSTITUTO DO CONFLITO DE INTERESSE NO BRASIL	57
5.1	Considerações Iniciais	57
5.2	Teoria Formalista	59
5.3	Teoria Materialista	63
5.4	Considerações Finais sobre a Aplicação do Conflito de Interesse na Lei Societária	69
6	CONCLUSÃO	73
	REFERÊNCIAS	78

1 INTRODUÇÃO

A ocorrência de conflitos de interesses decorrentes da relação administração *versus* acionistas no âmbito das relações empresariais é objeto de discussão há décadas, podendo remontar-se à clássica obra *The Modern Corporation and Private Property*, de Berle e Means¹, datada de 1932, como uma das precursoras no tratamento do tema.

Enquanto em diversos países, como os Estados Unidos, tal discussão se notabiliza na relação entre administradores e acionistas, em certa medida, em função da dispersão acionária de parte substancial das companhias sediadas no exterior, no Brasil, os conflitos mais relevantes se dão na relação entre acionistas controladores, acionistas minoritários e a própria companhia.

Ao longo da evolução doutrinária acerca dos conflitos de interesses em torno das corporações, constatou-se ainda a existência de relações conflituosas entre a própria companhia e aqueles com os quais esta se relaciona no exercício de suas atividades empresariais, tais como empregados, credores, fornecedores e consumidores.

Esta dissertação contempla o trabalho realizado com intuito de analisar especificamente os conflitos existentes entre acionistas e as sociedades anônimas brasileiras, no bojo das deliberações assembleares, sob o prisma da análise econômica do direito.

Impender ressaltar que no decorrer dos anos, a premissa de proteção dos indivíduos sujeitos a situações conflituosas e potencialmente lesivas resultou no advento de dispositivos legais que contemplavam garantias e lhes asseguravam direitos, bem como no desenvolvimento de técnicas para prevenção e solução desses conflitos, tendo surgido, na década de 1980, a ideia de governança corporativa, considerada por La Porta e outros como “um conjunto de ferramentas

¹ BERLE, Adolph A. MEANS, Gardiner C. **The modern corporation and private property**. Nova York: Macmillan, 1932.

destinadas a evitar a expropriação dos acionistas minoritários pelos acionistas controladores e/ou dos acionistas pelos administradores”².

A análise econômica do direito, teoria que ganhou espaço no século XX ao apregoar a utilização de instrumentos e raciocínios econômicos para interpretação de questões jurídicas, incumbiu-se do estudo dos citados conflitos societários, apresentando suas próprias reflexões e soluções a respeito. Como se pretende abordar nesse trabalho, a edição de normas e a instituição de mecanismos de governança são efetivas estratégias legais voltadas à mitigação dos conflitos de interesses.

A bem da verdade, o estudo sobre as interseções entre Direito e Economia permite constatar a existência de autores que tenham ressaltado as diferenças existentes entre os campos de estudo das duas ciências, como George Stigler³:

Enquanto a eficiência se constitui no problema fundamental dos economistas, a justiça é o tema que norteia os professores de Direito (...) é profunda a diferença entre uma disciplina que procura explicar a vida econômica (e, de fato, toda a ação racional) e outra que pretende alcançar a justiça como elemento regulador de todos os aspectos da conduta humana. Essa diferença significa, basicamente, que o economista e o advogado vivem em mundos diferentes e falam diferentes línguas.

Não obstante, a análise econômica do Direito oferece soluções eficientes para os conflitos de interesse entre acionistas e as sociedades anônimas. Isto porque essa tradição jurídica, desenvolvida por doutrinadores como Richard Posner, Robert Cooter e Thomas Ulen é, por essência, um estudo interdisciplinar que permite compreender o Direito sob um prisma econômico, voltado à aplicação de institutos jurídicos de modo eficiente e economicamente salutar para os indivíduos. Nesse sentido argumentam Pinheiro e Saddi⁴:

Afastando-se da premissa universal do direito como instrumento de justiça – o que é amplamente contestado na prática e na doutrina -, mesmo que muitos ainda possam considerá-lo formulador ou instrumento de solução de conflitos, a maior parte do movimento de Direito e Economia vê o direito como um conjunto de incentivos para determinar o comportamento humano

² LA PORTA, Rafael; LOPES-DE-SILANES, Florêncio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. **Investor Protection: origins, consequences, reform**. Cambridge: NBER, 1999, p. 1. (tradução livre).

³ STIGLER, George. **Law or Economics?** The Journal of Law and Economics. 1992, V. 35, n. 2, p. 462-463 (tradução livre).

⁴ PINHEIRO, Armando Castelar; SADDI, Jairo. **Direito, economia e mercados**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006. p. 16.

por meio do sistema de preços e outros incentivos econômicos (já que existem incentivos econômicos que não passam pelo sistema de preços, como é o caso da reputação).

Richard Posner⁵, em sua celebre obra *Economic Analysis of Law*, expõe que “Economia é uma ferramenta poderosa para analisar uma vasta gama de questões legais, mas que muitos advogados e estudantes de direito – mesmo aqueles brilhantes – tem dificuldade em conectar princípios econômicos a problemas legais concretos”. Ainda segundo Posner, essa valiosa característica da Economia tem origem na seguinte premissa:

Economia é a ciência da escolha racional em um mundo – nosso mundo – no qual os recursos são limitados em relação aos desejos humanos. A missão da economia, assim definida, é explorar as implicações de assumir que o homem racionalmente busca maximizar seus fins em vida, suas satisfações – o que nós chamamos de seus “interesses pessoais.

O termo eficiência, tão empregado pelos autores retromencionados, é definido por Robert Cooter e Thomas Ulen⁶ da seguinte forma:

O conceito de eficiência é menos fundamental no sentido matemático, mas tão proeminente em microeconomia como maximização e equilíbrio. Economistas usam a palavra ‘eficiência’ para descrever um equilíbrio entre consumidores ou produtores. Um processo de produção é dito como produtivamente eficiente se produz um determinado nível de saídas com a combinação de menor custo de entradas.

Ao ser transportado para o direito societário e inserido no tema conflito de interesses, o termo eficiência deve designar aquele resultado positivo para a companhia, em conjunto com a comunhão de indivíduos com os quais esta se relaciona e obtido com a menor combinação de custos para todos.

No direito brasileiro, vale dizer, a discussão em torno de tais conflitos de interesses entre acionistas e a companhia remete notadamente à aplicação do parágrafo 1º do artigo 115, da Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976 – Lei das S.A, no que tange especificamente ao impedimento do exercício do direito de voto pelo acionista diante de uma situação conflitante com o interesse da companhia.

⁵ POSNER, Richard. **Economic analysis of law**. 3. ed. Boston: Little, Brown and Company, 1986, p. 3. (tradução livre)

⁶ COOTER, Robert; ULEN, Thomas. **Law and economics**. Estados Unidos: HarperCollinPublishers, 1988. p. 17. (tradução livre)

Destaca-se, por oportuno, que o referido dispositivo legal não compreende somente o impedimento relativo às situações nas quais o acionista possui interesse conflitante com o da companhia, mas também nas deliberações relativas ao laudo de avaliação de bens com que concorrer para a formação do capital social, à aprovação de suas contas como administrador e em quaisquer outras que puderem beneficiá-lo de modo particular.

Como verificar-se-á no transcorrer deste trabalho, a adequada aplicação deste artigo 115 da Lei das S.A está cercada por divergência encontrada atualmente tanto na doutrina como na jurisprudência, especialmente quanto à forma de aplicação do referido dispositivo e ao momento e circunstâncias em que se deveriam averiguar a configuração do conflito de interesses e o benefício particular.

Resumidamente e para que se fixe o ponto central da divergência ora descrita, há duas grandes correntes concernentes à aplicação do conflito de interesses nos termos do artigo 115 da Lei das S.A, conhecidas como formalista e materialista, muito embora existam outros posicionamentos derivados de tais doutrinas que não se enquadram precisamente na dicotomia formal/material.

A primeira fundamentalmente defende que o conflito de interesses seria verificável *a priori*, objetivamente, razão pela qual não haveria sequer a obrigatoriedade de apuração do voto do acionista em contraposição à análise dos interesses sociais da companhia. Não haveria, portanto, necessidade de verificar se a deliberação conflitante, para qual o voto do acionista em conflito não será computado, é pautada por termos e condições equitativos e segundo práticas de mercado.

A segunda corrente, conhecida como materialista, argumenta basicamente que o conflito de interesses somente pode ser verificado posteriormente à realização da assembleia, perante a prova do prejuízo ocasionada à companhia. O conflito de interesses tão somente poderia ser verificado no caso concreto, *a posteriori*, materialmente.

Há, portanto, relevante debate doutrinário no que diz respeito ao tratamento dos conflitos de interesse entre acionistas e a própria companhia. Contudo, muito além da dicotomia material formal sucintamente descrita acima, a análise econômica do Direito apresenta abordagens e soluções para tais conflitos sob outros contornos, com vistas ao resultado economicamente mais eficiente para os indivíduos envolvidos na situação conflituosa.

Esta dissertação analisa a divergência existente entre formalistas e materialistas e indica, salvo melhor juízo, qual seria a correta exegese da lei societária a respeito. Sem prejuízo, este trabalho discorre sobre a análise econômica feita sobre os conflitos de interesses, suas interpretações, reflexões e sugestões de tratamento para o tema. A intenção, nesse particular, é apresentar considerações quanto ao benefício da utilização dos conceitos de *Law & Economics* para interpretação da legislação societária brasileira.

É diante desse contexto que doravante apresenta-se o estudo desenvolvido em torno do conflito de interesses, no exercício do direito de voto em deliberações assembleares.

2 RELAÇÕES DE INTERESSE

2.1 Objetos, Fatos, Bens e Relações no Âmbito Jurídico

O estudo dos conflitos de interesse no âmbito das sociedades anônimas, ponto central dessa dissertação, perpassa pelo exame e pela definição do interesse social, ou interesse de tais sociedades. A compreensão do conceito de interesse social permite aos estudiosos dos referidos conflitos societários averiguar quando certa conduta praticada por indivíduos com os quais as sociedades se relacionam representaria posição conflituosa ao interesse da companhia.

Nessa ótica, a concepção de interesse social exige que se tenha claro, *a priori*, as definições de objetos, fatos, bens e relações no âmbito jurídico. É que, no plano jurídico, ao se destaca um objeto jurídico, verifica-se que os interesses dos indivíduos existem e eventualmente se conflitam em relação aos bens jurídicos. Erasmo Valladão⁷, ao recordar os ensinamentos de Carnelutti⁸, é bastante preciso ao definir tais institutos:

Em sua *Teoria Geral do Direito*, adverte Carnelutti que um dos conceitos fundamentais para o conhecimento da estrutura do direito é o de objeto jurídico. Admitido que objeto, em geral, é o resultado de uma observação da realidade, Carnelutti define objeto jurídico como sendo aquilo que se observa do direito ("*cio che si osserva del diritto*"). Em outras palavras, diz ele, um objeto é jurídico quando aquilo que se observa corresponde ao conceito que se forma do direito. Exemplificando: é objeto jurídico o parlamento que legisla, o juiz que julga, o mercador que vende, o ladrão que rouba. Assim considerado, todavia, o objeto jurídico consiste numa porção, em um pedaço, que, por meio da abstração, se talha fora da história, como faria quem destacasse um ramo ou um fruto de uma árvore porque não tem necessidade do resto.

Os ensinamentos de Valladão e Carnelutti esclarecem, portanto, que objeto jurídico compreende aquela fatia da história, valorada pelo Direito, destacada por meio de um exercício de abstração. Os citados doutrinadores continuam a explanação e passam a contemplar o conceito de fato jurídico da seguinte forma:

⁷ FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. **Conflito de interesses nas Assembleias de S.A.** São Paulo: Malheiros, 1993. p. 13-14.

⁸ CARNELUTTI, Francesco. **Teoria generale del diritto**. 3. ed. Roma: Soc. Ed. Del Foro Italiano, 1951. p. 107-110,200.

Nessa perspectiva, o objeto jurídico aparece sob a forma de um *fato jurídico*. Todos os exemplos apontados, afirma o mestre, nada mais são do que fatos jurídicos, usualmente definidos como fatos materiais que produzem efeitos jurídicos. O fato em si, porém, já seja resultado de uma abstração, não se presta a fornecer um exato conhecimento da estrutura do direito, assevera Carnelutti, porque, “detto com la maggior semplicità possibile, è qualcosa che si muove e per vedere come una cosa è fatta, bisogna, prima di tutto, che stia ferma”. Essa consideração elementar explica, segundo o mestre, a distinção entre *estática* e *dinâmica* jurídica, distinção esta que parte de conceitos amplamente utilizados para o estudo dos objetos físicos, mas que presta análogos serviços para o estudo dos objetos sociais. Abstrair o fato da história representa, assim, apenas o primeiro passo do trabalho do estudioso. O passo subsequente consiste em abstrair a *situação do fato*. A situação, define Carnelutti, é o *objeto considerado nos limites em que se torna imperceptível o movimento*. O *objeto jurídico*, destarte, pode ser encarado sob dois aspectos: o *estático*, consistente na *situação jurídica*, e o *dinâmico*, consistente no *fato jurídico*.

Carnelutti, ao diferenciar os aspectos estático e dinâmico, compara-os, respectivamente, a uma fotografia e a um filme cinematográfico. Nessa ótica, fotografia está para o filme assim como a situação jurídica (aspecto estático) está para o fato jurídico (aspecto dinâmico).

Como dito alhures, Carnelutti exemplifica objeto jurídico, na acepção de fato jurídico, como o parlamento que legisla, o juiz que julga, o mercador que vende, o ladrão que rouba. A título ilustrativo, partindo da premissa de que o mercador que vende corresponde ao filme cinematográfico, ao se extrair uma fotografia do referido filme para averiguar o aspecto estático desse objeto jurídico, verificar-se-ia três elementos distintos, quais sejam, o comprador, o vendedor e o bem objeto da compra e venda.

Na condição de foco de interesse dos indivíduos citados (comprador e vendedor), impede conceituar o bem jurídico (objeto da compra e venda). Este bem, como asseveram Farias e Rosenthal⁹, “são aqueles susceptíveis de uma valoração jurídica. Em outras palavras, bens jurídicos são aqueles que podem servir como objeto de relações jurídicas. São, nesse passo, as utilidades materiais ou imateriais que podem ser objeto de direitos subjetivos.”

Caio Mario¹⁰, ao tratar da conceituação de bens jurídicos, ensina ser bem:

⁹ FARIAS, Cristiano Chaves de; ROSENVALD, Nelson. **Direito civil teoria geral**. 9. ed. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2011. p. 474.

¹⁰ PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Instituições de direito civil**. 20. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2004. p. 400-401.

Tudo que nos agrada: o dinheiro é um bem, como o é a casa, a herança de um parente, a faculdade de exigir uma prestação; bem é ainda a alegria de viver, o espetáculo de um pôr do sol, um trecho musical; bem é o nome do indivíduo, sua qualidade de filho, o direito à sua integridade física e moral. Se todos são bens, nem todos são bens jurídicos. Nesta categoria inscrevemos a satisfação de nossas exigências e de nossos desejos, quando amparados pela ordem jurídica.

A bem da verdade, é necessário registrar, como pontua Valladão¹¹, que “o conceito de bem também não é unívoco na ciência jurídica”. Farias e Rosenvald¹², na mesma esteira, indicam que:

Não é tema pacífico na doutrina a distinção entre bens e coisas, sendo formuladas as mais diferentes teses para dar suporte a ambos os conceitos. Nessa trilha, ora se afirma que as coisas representam categoria mais ampla, na qual estariam insertos os bens, e noutra oportunidade prefere-se dizer que bem tem conceito lato, abarcando as coisas.

Farias e Rosenvald, a fim de demonstrar a referida divergência, complementam:

Para Sílvio Rodrigues, coisa é gênero, do qual bem se apresenta como espécie, com supedâneo no fato de que existem coisas que não têm valoração econômica e, por conseguinte, não seria possível considerá-las bens. Assevera o mestre paulista que bens são “coisas que, por serem úteis e raras, são suscetíveis de apropriação e contêm valor econômico”. Com idêntico raciocínio, Maria Helena Diniz e Francisco Amaral afirmam serem os bens espécies de coisas. Em outra posição, o notável Orlando Gomes propõe o conceito de bem como gênero, enquanto coisa lhe seria espécie. Fundamenta o inesquecível civilista da Terra de Gabriela que a noção conceitual de bem engloba a possibilidade de constituição de direitos sem expressão econômica, enquanto coisa é ideia relativa às utilidades patrimoniais, sendo sempre corpórea.

Nessa esteira, insta enfatizar que a “coisa” a que se refere Carnelutti no contexto acima consiste no “bem jurídico” ao qual se vincula os indivíduos para formar a relação jurídica, razão pela qual há de se afastar, para esse momento, a discussão quanto à distinção terminológica entre bem e coisa. A “coisa” citada por Carnelutti é, no âmbito do ambiental corporativo em voga, a própria sociedade,

¹¹ FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. **Conflito de Interesses nas Assembleias de S.A.** São Paulo: Malheiros, 1993. p. 16.

¹² FARIAS, Cristiano Chaves de; ROSENVALD, Nelson. **Direito civil teoria geral.** 9. ed. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2011. p. 479.

sustentada por valoração de ordem econômica, a qual desperta interesses diversos por parte daqueles com os quais ela se relaciona.

Vale dizer que para Farias e Rosenvald¹³ “os bens jurídicos podem ser dotados, ou não, de economicidade, bem como podem ter existência material ou não.” Para tanto, os citados doutrinadores apresentam os seguintes exemplos elucidativos:

Enquanto um automóvel e os direitos de autor demonstram, respectivamente, a existência de bens economicamente apreciáveis materiais e imateriais e a honra e a privacidade explicitam bens jurídicos sem expressão econômica imateriais, é possível lembrar que o patrimônio cultural de uma determinada localidade (o conjunto arquitetônico do Pelourinho, em Salvador, ou de Ouro Preto, em Minas Gerai, por exemplo) evidencia um bem jurídico não apreciável economicamente materializável.

Nessa esteira, entretanto, cumpre frisar o que descreve Valladão, apoiado na premissa de Carnelutti, segundo a qual compreende-se que, entre o bem jurídico ora mencionado e os sujeitos que compõe o objeto jurídico, identifica-se a existência de relações jurídicas. Para Valladão¹⁴, “as relações existentes entre cada uma das pessoas e a coisa são relações de caráter econômico, ou seja, os interesses; a relação existente entre as pessoas constitui, propriamente, a relação jurídica (...)”. Assim, embora existam bens não apreciáveis economicamente, fato é que as sociedades empresárias definitivamente possuem expressão econômica. Os investimentos de capital realizados por indivíduos em sociedades empresárias, especialmente em sociedades de capital com as companhias brasileiras, estão baseados no interesse econômico na rentabilidade do investimento, seja pela apreciação do valor das ações da companhia, seja pelo recebimento de dividendos distribuídos aos acionistas em decorrência de resultados lucrativos.

Os interesses dos indivíduos envolvidos no domínio empresarial, notadamente os acionistas, ao contrastar com os interesses das companhias, criam situações conflituosas que são objeto desse trabalho. É, por consequência, mandatário compreender precisamente a forma pela qual as relações entre os interesses se manifestam, visto que, em certas ocasiões, os interesses convergem

¹³ FARIAS, Cristiano Chaves de; ROSENVALD, Nelson. **Direito civil teoria geral**. 9. ed. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2011. p. 474.

¹⁴ FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. **Conflito de interesses nas Assembleias de S.A.** São Paulo: Malheiros, 1993. p. 14.

em favor de um determinado objetivo, não resultando em confrontações. Para Valladão¹⁵:

Diz-se, assim, primeiramente, que os interesses podem ter uma relação de relevância ou de indiferença. Há indiferença entre os interesses quando não há qualquer relação ou interferência entre a satisfação de uma necessidade e a de uma outra do mesmo indivíduo. Há relevância quando existe essa relação ou interferência, que pode ser de solidariedade (ou instrumentalidade) ou de conflito (ou incompatibilidade).

Para melhor compreensão das relações de relevância ou de indiferença, cumpre descrever o seguinte exemplo esclarecedor a respeito: caso um homem não tenha o repouso e descanso apropriados, não poderá trabalhar adequadamente. Do mesmo modo, para que este homem possa trabalhar, necessita que tenha à sua disposição instrumentos de trabalho adequados. Há nesses dois exemplos, relações de solidariedade e instrumentalidade entre os interesses do homem pelo descanso, pelo trabalho e pelo acesso aos instrumentos de trabalho.

O conflito de interesses se dá, entretanto, quando a satisfação de um interesses é incompatível com a de um outro. É o caso, por exemplo, da situação em que dois homens necessitam de alimentação para trabalhar. Todavia, a quantidade de alimentos disponíveis não é suficiente para que ambos se alimentem de modo apropriado para o trabalho. Nessa hipótese, o interesse de um homem pelo alimento é notoriamente conflitante com o interesse do outro homem. Note-se, por oportuno, que o conflito de interesses de um mesmo indivíduo, em seu âmbito interno e sem interferências com os interesses de terceiros, não importa ao direito.

É imperioso analisar, por consequência, tão somente aqueles conflitos exteriorizados entre sujeitos distintos. Para tanto, passa-se à conceituação do interesse social da Companhia, visto que a contraposição desse interesse ao interesse de um outro indivíduo compreende o objeto desse trabalho.

¹⁵ FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. **Conflito de interesses nas Assembleias de S.A.** São Paulo: Malheiros, 1993. p. 17.

2.2 O Interesse Social

Como mencionado no item anterior, interesses podem ser solidários ou incompatíveis. Para Carnelutti¹⁶, como destacado por Valladão¹⁷:

Felizmente, como diz Carnelutti, a hipótese mais comum é a da solidariedade entre os interesses intersubjetivos. Nesse campo, a solidariedade se resolve em que a necessidade de um indivíduo em relação a um bem não pode ser satisfeita se não for satisfeita também a necessidade de outro indivíduo; então a probabilidade da satisfação de uma necessidade se determina conjuntamente com respeito a um e a outro. A colaboração dos interessados, na hipótese, permite atingir o bem desejado, com a satisfação das necessidades de ambos – ou das necessidades de uma pluralidade de interessados, se for o caso – enquanto que o mesmo resultado não poderia ser obtido por apenas um dos interessados, isoladamente. Delineia-se, por tal modo, a noção de interesse comum ou coletivo, em antítese ao interesse individual ou singular.

Muito embora Carnelutti argumente que o interesse comum representa a antítese do interesse individual, Jaeger, como citado por Valladão¹⁸, nega que o interesse individual se contraponha ao coletivo, pois, segundo ele, trata-se de conceitos não homogêneos. Para Jaeger, o termo interesse coletivo contrapõe-se, sim, ao conflito de interesses e à indiferença entre os interesses.

No âmbito das sociedades anônimas, é nítido que os interesses comuns e individuais encontram espaço para convergência, como se destacará doravante. De antemão, basta mencionar exemplos simples como o interesse da coletividade dos acionistas e da própria sociedade no menor dispêndio de recursos financeiros no exercício da atividade da sociedade, bem como no interesse comum em torno da obtenção do maior lucro.

Diante desse cenário, insta avaliar qual seria esse interesse social da companhia que potencialmente poderia se contrapor ao interesse dos indivíduos

¹⁶ CARNELUTTI, Francesco. **Teoria generale del diritto**. 3. ed. Roma: Soc. Ed. Del Foro Italiano, 1951. p. 12.

¹⁷ FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. **Conflito de interesses nas Assembleias de S.A.** São Paulo: Malheiros, 1993. p. 18.

¹⁸ FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *op. cit.*, p. 18, nota 10.

com os quais a companhia se relaciona. A definição do interesse social não se apresenta como tarefa simples, como ressalta Valladão¹⁹:

Indaga-se, assim, qual o significado de tal expressão: cuida-se, meramente, do interesse coletivo dos sócios? Do interesse da sociedade, como pessoa distinta da dos sócios? Ou também abrange o interesse da empresa, dos trabalhadores, dos credores e da própria comunidade e do país? Tal é a polêmica que monopolizou as atenções dos estudiosos do direito, tendo sido considerada por alguns como o “problema fundamental” das sociedades por ações.

Todavia, é possível compreender a divergência doutrinária existente em torno da conceituação do interesse social por meio da divisão em duas categorias de pensamento, quais sejam, aqueles que se afiliam à premissa de que o interesse social abarca interesses diversos dos interesses dos acionistas e, portanto, defensores da corrente institucionalista; e aqueles alinhados à teoria contratualista, segundo a qual o interesse social se resume ao interesse coletivo dos acionistas.

Nessa esteira, passa-se a apresentar as principais vertentes das supracitadas teorias, bem como suas características e pontos de vista.

2.2.1 Teorias Institucionalistas

Valladão²⁰ sintetiza com precisão as características fundamentais da teoria da empresa em si, vertente da corrente institucionalista, cuja gênese remete ao empresário, filósofo, sociólogo e homem de Estado Walther Rathenau, da seguinte forma:

Jaeger assim resume as principais características dessa teoria, sustentada inicialmente na Alemanha por Netter, Geiler, Goppert, Ludewig e outros: a) acentuada visão publicística dos problemas da sociedade anônima, vista como a forma jurídica típica da grande empresa, na qual sobrepõem interesses os mais diversos, não apenas os dos acionistas, mas também os dos trabalhadores e seus dependentes, os dos consumidores e, bem assim o interesse coletivo ao desenvolvimento da econômica nacional, todos merecedores de tutela legal; b) conseqüente reconhecimento à empresa de um interesse próprio, dirigido não à produção de lucros a serem distribuídos

¹⁹ FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. **Conflito de interesses nas Assembleias de S.A.** São Paulo: Malheiros, 1993. p. 21.

²⁰ FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *op. cit.* p. 24.

aos acionistas, mas à melhor eficiência produtiva da própria empresa, donde a plena justificativa para o autofinanciamento; c) tendência a subtrair dos acionistas, pelo menos dos especuladores e rendeiros, o controle da empresa, para confiá-lo a um administração (Verwaltung) estável e coesa, o quanto possível independente de uma mutável maioria de acionistas, donde a permissão de emissão de ações com voto plúrimo ou reservado a um pequeno número de acionistas, representados na diretoria (vorstand); e d) redução de todos os direitos dos acionistas (informação, impugnação de deliberações assembleares, lucros), condicionados ao superior interesse da empresa, em relação à qual aqueles teriam um dever de fidelidade (treupflicht).

Ainda alinhados à tradição institucionalista, cumpre destacar a teoria da pessoa em si, para qual o interesse social é correspondente ao interesse da companhia com entidade, como pessoa jurídica, e não como empresa, do modo sustentado pela teoria da empresa em si. Valladão²¹ destaca, ao comparar as duas referidas teorias:

É evidente, porém, a diferença entre as duas doutrinas. Na da pessoa em si, o interesse, reduzido ao da pessoa jurídica, não é externo à sociedade. Dessa forma, um dos pilares fundamentais da doutrina da empresa em si, ou seja, o reconhecimento de interesses públicos na disciplina da sociedade anônima e a outorga de sua tutela aos administradores, cai por terra. Ademais, na concepção organicista de Gierke sobre a pessoa jurídica, os direitos da minoria são protegidos, ao contrário do que ocorre na doutrina da empresa em si, que concede à maioria ampla discricionariedade na condição dos negócios sociais. Por final, pondera Jaeger, no caso de um grupo (Konzern) é óbvio que uma deliberação de uma sociedade que visasse favorecer outra do mesmo grupo seria, em lógica, insustentável para os adeptos da primeira corrente (a da pessoa em si), porque tratar-se-ia de favorecer um interesse externo à sociedade deliberante, enquanto para os da segunda (a da empresa em si), tal deliberação seria plenamente justificável em face dos superiores da empresa grupal.

Há, ainda no escopo da corrente institucionalista, aqueles que rejeitavam a ideia de que a sociedade fosse titular de interesses, como pessoa jurídica, mas verificava a confluência de interesses diversos no âmbito da companhia em um interesse comum, a partir da soma dos interesses de trabalhadores, credores, acionistas, administradores, dentre outros. Essa teoria é conhecida como a “teoria do direito da empresa acionária”.

²¹ FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. **Conflito de interesses nas Assembleias de S.A.** São Paulo: Malheiros, 1993. p. 27.

Por fim, impende discorrer sobre a teoria da instituição, no âmbito da tradição institucionalista. Hauriou, segundo Valladão²², conceitua instituição da seguinte forma:

Hauriou definiu-a como “uma organização social, estável em relação à ordem geral das coisas, cuja permanência é assegurada por um equilíbrio de forças ou por uma separação de poderes, e que constitui, por si mesma, um estado de direito”, salientando que “as instituições representam em direito, como na história, a categoria da duração, da continuidade e do real; a operação de sua fundação constitui o fundamento jurídico da sociedade e do Estado”. Segundo o mestre francês, “uma instituição é uma ideia de obra ou de empresa que se realiza e dura juridicamente em um meio social; para a realização dessa ideia, se organiza um poder que lhe procura os órgãos necessários; por outra parte, entre os membros do grupo social interessado na realização da ideia, se produzem manifestações de comunhão dirigidas por órgãos de poder e reguladas por procedimentos. Dessa forma, “as instituições representam juridicamente a duração, e sua urdidura sólida se cruza com a trama mais frouxa das relações jurídicas passageiras.

Em sequência, de acordo com a teoria da instituição, verifica-se que a partir do estatuto social, se constitui um corpo, um instituto devidamente estruturado que, apesar da aparência contratual, designa a instituição com seus interesses correspondentes.

Assim, conceituadas as diversas vertentes da teoria institucionalista, passa-se à descrição das teorias contratualistas.

2.2.2 Teorias Contratualistas

Como dito alhures, as teorias contratualistas se caracterizam pela adoção da premissa de que o interesse da companhia está inserido na comunhão dos interesses dos acionistas.

Enquanto as teorias institucionalistas se subdividem em diversas vertentes, as teorias contratualistas se notabilizam por apresentar uma certa unidade quanto à compreensão do interesse social. É que, no fundo, a divergência substancial

²² FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. **Conflito de interesses nas Assembleias de S.A.** São Paulo: Malheiros, 1993. p. 30.

existente entre institucionalistas e contratualistas se dá pela discussão contrato-instituição já apresentada.

Nessa linha, se, ao tratar das teorias institucionalistas, verifica-se, em resumo e pelo exposto acima, variações de entendimento quanto à natureza da sociedade anônima (há compreensão perpassada pela ideia de empresa, de pessoa jurídica, bem como pela ausência de interesse próprio ou ainda pela formação de uma estrutura, estabelecida em determinada fundação e corpo), as teorias contratualistas convergem em relação à premissa de que o interesse social está consubstanciado na comunhão de interesses dos acionistas, na condição de partes contratantes do contrato ou do estatuto social.

A divergência encontrada no interior das teorias contratualistas, por consequência, compreende três principais problemas, quais sejam, a própria definição de interesse social como interesse comum dos sócios, o papel que esse conceito de interesse social deve desempenhar no que tange às deliberações societárias e, em sequência, o alcance da intervenção do Poder Judiciário nas deliberações assembleares.

Em relação ao primeiro ponto acima indicado (o interesse comum dos sócios), a questão basilar objeto de reflexão se insere na avaliação de quais interesses dos sócios comporiam a base de apuração do interesse social.

Em outras palavras, enquanto alguns doutrinadores entendem que apenas os interesses dos sócios, especificamente na condição de acionistas, devem ser considerados para definição do interesse social, outros doutrinadores defendem que os interesses desses sócios como indivíduos, ainda que transcendam a condição de acionistas, seriam considerados para fins de compreensão do interesse como um todo. De acordo com essa primeira corrente, todos os interesses que estejam além dos interesses como sócios, seriam estranhos à sociedade e, portanto, extra-sociais.

Ultrapassada a primeira distinção de entendimentos retromencionada, vale frisar ainda que os doutrinadores divergem quanto a pontos secundários a respeito da conceituação do interesse social. A título de exemplo, como esclarece

Valladão²³, “segundo uma primeira opinião (Asquini, Simonetto e Rossi), deve-se ter em conta, ao conceituar o interesse social, “a variabilidade dos sócios no tempo” e também o interesse “ não atual, porque a longo termo, dos sócios atuais.”

Sob essa premissa, não seria possível distinguir o interesse dos sócios ao longo do tempo. O interesse social estaria contemplado no desejo de que a sociedade obtenha o maior lucro possível através do exercício de sua atividade empresarial lastreada no objeto social da companhia.

Há quem defenda, por outro lado, que o interesse social é verificado pela relação de solidariedade entre os indivíduos dos acionistas, ou seja, em qualquer ponto de coincidência de interesse entre os acionistas.

Quanto ao segundo aspecto em questão, o papel que o conceito de interesse social deve desempenhar no que tange às deliberações societárias, a divergência se situa no seguinte ponto, nas palavras de Valladão²⁴:

Segundo uma primeira corrente, representada, entre outros, por De Gregorio, Fre, De Martini, Greco, Asquini, Pasteris, Messineo e Ondei, o sócio tem o dever jurídico de perseguir, no exercício do direito de voto, o interesse social. Para os partidários dessa corrente, o acionista, ao votar em uma assembleia, não exerce um verdadeiro direito subjetivo, vale dizer, não tutela um interesse próprio, do qual é o único titular, mas sim um interesse coletivo, que se refere a todos os outros sócios. Dessa forma, o voto é entendido como um poder (ou um *droit-fonction*, como diz a doutrina francesa), cujo exercício repercute na esfera de outrem. Se o poder é outorgado pelo ordenamento jurídico tendo em vista determinada finalidade, em função da qual o reconhece e o tutela, é evidente que o voto não pode ser livre no seu exercício, mas deve dirigir-se precipuamente àquela finalidade determinada pela lei (...) Segundo outra corrente, representada por Mengoni, Ghidini, Ferri, Cottino, Filbinger e Gower, o interesse social é concebido não como um limite funcional, mas como um limite externo ao exercício do voto, como o que se admite que o sócio possa livremente perseguir interesses extra-sociais desde que, com isso, não se coloque em contraste com o interesse comum de todos. A diferença da corrente anterior, pois, para a corrente ora analisada o sócio não se encontra adstrito a perseguir o interesse social. Antes, é livre para perseguir seus próprios interesses, funcionando aquele conceito apenas como um limite a essa persecução. Nessa perspectiva, portanto, o voto é encarado como direito subjetivo, enquanto poder concedido para a tutela de um interesse próprio e não alheio.

Em outras palavras, a divergência nesse ponto consiste em averiguar se o voto do acionista é manifestado livremente, lastreado em seu interesse próprio, ou

²³ FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. **Conflito de interesses nas Assembleias de S.A.** São Paulo: Malheiros, 1993. p. 38.

²⁴ FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *op. cit.* p. 43.

se, por outro lado, a manifestação do acionista deveria ser entendida como o exercício de um poder relacionado a um interesse alheio e coletivo – da sociedade – o qual não se confunde com seu interesse próprio.

Por fim, ainda no que tange às divergências encontradas no âmbito da tradição contratualista de defesa da conceituação do interesse social, cumpre tratar do alcance da intervenção do Poder Judiciário nas deliberações assembleares. Valladão²⁵ explica que:

Aqui, porém, é que surgem os temperamentos acenados, em razão de duas ordens de considerações: a primeira delas consiste na preocupação de preservar a autonomia das sociedades na determinação de sua própria política econômica, sem o que perderiam elas sua própria razão de ser numa economia de mercado; a segunda consiste na convicção de que o juiz, inclusive por falta de específico preparo técnico, não é a pessoa adequada para realizar tal avaliação, sobretudo no campo dos negócios, onde as opções, para lá do conhecimento técnico, são por vezes produto de corajosas intuições. Dessa forma, afiança Jaeger, a grande maioria da doutrina, seja qual for o juízo que formule sobre a natureza do direito de voto, tende a restringir a possibilidade de um exame do mérito das deliberações assembleares pelo Poder Judiciário, no que é secundada pela própria jurisprudência.

O referido terceiro ponto de discussão entre os doutrinadores afiliados a corrente contratualista - o alcance da intervenção do Poder Judiciário nas deliberações assembleares - é bastante discutida no Brasil. Como verificar-se-á doravante, notadamente no âmbito do colegiado da Comissão de Valores Mobiliários, o entendimento acerca da possibilidade da interferência do órgão judicante nas deliberações assembleares, diante de potencial conflito de interesses de um acionistas com a companhia, alterou-se ao longo do tempo. Essa temática é descrita de forma detalhada no capítulo 5 desse trabalho.

2.2.3 Interesse Social no Brasil

O estudo do interesse social também mereceu atenção da doutrina brasileira. Diversos doutrinadores se incumbiram de conceituar o interesse social,

²⁵ FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. **Conflito de interesses nas Assembleias de S.A.** São Paulo: Malheiros, 1993. p. 43.

consubstanciados na tradição jurídica existente acerca do tema, bem como na vasta reflexão realizada a respeito, como indicado alhures.

Para complementar os estudos dos entendimentos apresentados acerca da conceituação do termo interesse social, impende adentrar ao raciocínio dos doutrinadores brasileiros no que tange à temática em voga. De acordo com Carvalhosa²⁶:

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

Eizirik²⁷, do mesmo modo, tratou do tema em sua obra “A Lei das S/A Comentada – Volume I” ao expor que:

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

Para Leães²⁸:

O que, porém, singulariza a sociedade é que, como contrato plurilateral, conquanto motivadas por interesses conflitantes, as partes tendem juntas a um escopo comum. (...) A esse interesse comum dos sócios, dá-se o nome de interesse social.

Comparato²⁹, por sua vez, também se incumbiu de conceituar o interesse social. Segundo ele, "ao falar em 'interesse da companhia', a lei se refere ao interesse comum dos acionistas, igual para todos, pois que corresponde ao modelo jurídico sobre o qual se elaborou o instituto."

²⁶ CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à lei de sociedades anônimas**. 3. ed. São Paulo: Saraiva, 2003. p. 457.

²⁷ EIZIRIK, Nelson. **A lei das S/A comentada – Volume I**. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 654.

²⁸ LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. **Comentários à lei das sociedades anônimas**. São Paulo: Saraiva, 1980. p. 245.

²⁹ COMPARATO, Fábio Konder. **Controle conjunto, abuso no exercício do voto acionário e alienação indireta de controle empresarial**. São Paulo: Saraiva, 1990.

As definições apresentadas pelos doutrinadores, embora ofereçam algumas distinções e se aproximem, ora da corrente institucionalista, ora da corrente contratualista, convergem no que diz respeito a dois pontos.

O primeiro refere-se à compreensão da execução do objeto social, definido no estatuto social das companhias, de forma eficiente e amparado pelos ditames legais, como um interesse comum dos acionistas. Isto porque, ao tornar-se proprietário de parte de uma determinada companhia, o acionista tem como premissa básica de seu investimento a convicção de que a sociedade realizará as atividades empresariais para as quais a companhia foi constituída.

O segundo ponto, cuja essência está no cerne no objetivo social de todas as sociedades empresárias, consiste na obtenção do maior lucro possível. Obviamente, os acionistas esperam que a companhia perceba lucros ao longo de sua trajetória e que estes sejam elevados tanto quanto possível.

Cabe frisar que, quanto à distribuição dos citados lucros entre os acionistas, é possível que haja divergência ou conflitos de interesse entre os acionistas, visto que, por um lado, acionistas podem manifestar interesse em maximizar o recebimento de dividendos, em quanto que, por outro lado, é possível que acionistas defendam o reinvestimento dos lucros auferidos nas atividades sociais da companhia ou ainda sua alocação em destinação diversa.

2.2.4 Considerações Finais Sobre Interesse Social

Ao longo desse capítulo, examinou-se a identificação da existência da sociedade e dos indivíduos com as quais esta se relaciona como um objeto jurídico, entendido como uma fatia da história, valorada pelo Direito, destacada por meio de um exercício de abstração.

Esse objeto jurídico compreende aspectos estático e dinâmico, sendo o primeiro definido como situação jurídica e o segundo como fato jurídico, como Canelutti assevera.

Ao analisarmos a situação jurídica abrangida pelas sociedades anônimas brasileiras, identificamos a ocorrência de diversos elementos, quais sejam, acionistas, administradores, credores, empregados, fornecedores, dentre outros, os quais possuem, em relação àquela, interesses específicos e próprios. Tais

interesses se manifestam nas relações encontradas entre esses elementos e as companhias. Vale dizer, entendeu-se por interesse social, em apertada síntese, aquele compreendido pela comunhão dos acionistas em prol da execução lucrativa do objeto social da companhia.

Ocorre que, como descrito nesse capítulo, as relações existentes no âmbito das companhias são relações de caráter econômico e tuteladas pelo ordenamento jurídico pátrio. Cada indivíduo, ao se relacionar nessa esfera empresarial, está vinculado a certos direitos, deveres e obrigações estabelecidos por lei, regulamentos e por contrato.

A teoria da análise econômica do Direito, prisma central por meio do qual se pretende averiguar o tratamento dado a tais relações e interesses, notadamente no campo da manifestação do direito de voto em deliberações assembleares, apresenta peculiar ponto de vista acerca da questão em voga. Os doutrinadores que defendem essa corrente se debruçaram sobre a construção de soluções próprias para a situação de conflito objeto desta dissertação.

Insta enfatizar que o direito de voto, os interesses, as relações e, mais propriamente, o tratamento ideal a ser dado nesse domínio em situações conflituosas recebe contornos específicos ao se consubstanciar na tradição jurídica da análise econômica do Direito.

Para que se exponha esse tratamento particular, cumpre discorrer sobre a referida corrente, sua evolução histórica e seus principais entendimentos, conforme apresentado no Capítulo 3 deste trabalho.

3 TEORIA DA AGÊNCIA

3.1 Noções Introdutórias

Como já mencionado no Capítulo 2 desta dissertação, as sociedades empresárias se relacionam com diversos indivíduos no curso de suas atividades empresariais. Esses indivíduos incluem acionistas, administradores, empregados, credores, fornecedores, dentre tantos outros.

Ao se relacionar com tais indivíduos, as sociedades empresárias se sujeitam às ações por eles realizadas, cada qual com seus respectivos interesses em torno das atividades empresariais. Os interesses existentes nas relações empresariais podem ser convergentes ou conflitantes. Como já dito, para Jaeger, o interesse individual não necessariamente se contrapõe ao coletivo, pois, segundo ele, trata-se de conceitos não homogêneos. Portanto, mesmo quando se compara o interesse particular de um acionista ao interesse social da Companhia, é possível, em tese, verificar convergência de interesses.

Ao mencionar doravante a expressão interesse social para tratar da teoria da agência, estar-se-á tratando daquele interesse comum aos acionistas em prol da eficiência na execução do objeto social da companhia e aferimento do maior lucro possível. Os interesses dos demais indivíduos, naturalmente, variam de acordo com suas intenções e posição em relação à sociedade.

Visando atender a seus interesses, cada indivíduo age com base nas informações por ele detidas em relação à companhia. Informações, no ambiente empresarial, são valiosas e requer dispêndio de recursos para sua obtenção. Por consequência, a qualidade e a precisão das informações detidas por cada indivíduo podem variar substancialmente dependendo da relação estabelecida entre este e a companhia.

Enquanto administradores conhecem detalhadamente as sociedades, pois atuam em seu cotidiano e compreendem como os negócios efetivamente funcionam, os acionistas encontram-se afastados do dia-a-dia empresarial, razão pela qual não possuem informações com a qualidade e a precisão detidas pelos

administradores. Easterbrook e Fischel³⁰, ao falar sobre o privilégio das informações detidas pelos administradores, ressaltou que “por um longo período a discussão pública e acadêmica das companhias iniciou-se pela premissa de que os administradores detinham o ‘controle’ e usavam-no para explorar investidores, consumidores, ou ambos”.

Quanto aos acionistas, os controladores, por óbvio, em decorrência da posição que ocupam na estrutura societária da companhia e pelo poder que exercem sobre ela, buscam obter informações de modo mais detalhado e qualificado, pois sua exposição aos riscos do insucesso da companhia é maior. Já os acionistas minoritários, cuja participação societária muitas vezes é pequena se comparada ao tamanho da companhia, não possui incentivos suficientes para investir na obtenção de informações mais precisas.

Há claramente, portanto, uma assimetria informacional no que tange às informações detidas pelos indivíduos para agir em relação à companhia.

Tendo como base a análise econômica do Direito, em toda situação em que se verifica a citada discrepância de informações, como na relação administradores *versus* acionistas, ou acionistas controladores *versus* acionistas minoritários, verificar-se-á o denominado problema de agência (*agency problem*), no qual, por definição, aquele que possui melhores informações é chamado de agente e aquele que está em situação desfavorável, por desconhecer as informações detidas pelo agente, como principal. John Armour e outros³¹ definem os problemas de agência da seguinte forma:

Para leitores não familiarizados com o jargão dos economistas, um ‘problema de agência’ – no sentido mais geral do termo – surge sempre quando o bem estar de uma parte, denominada o ‘principal’, depende de ações tomadas por outra parte, denominada o ‘agente’. O problema está em motivar o agente a agir no interesse do principal ao invés de simplesmente em seu próprio interesse. (...). O núcleo da dificuldade é que, por o agente comumente ter melhores informações do que o principal sobre fatos relevantes, o principal não pode facilmente assegurar que a performance do agente é exatamente o que foi prometido. Como consequência, o agente tem um incentivo de agir oportunamente, reduzindo

³⁰ EASTERBROOK, Frank H.; FISCHEL, Daniel R.. **The economic structure of corporate law**. Cambridge: Harvard University Press, 1996. p. 1. (tradução livre).

³¹ KRAAKMAN, Reinier; ARMOUR, John; DAVIES, Paul; ENRIQUES, Luca. HANSMANN, Henry; HERTIG, Gerard; HOPT, Klaus; KANDA, Hideki; ROCK, Edward. **The anatomy of corporate law**. 2. ed. Nova Iorque: Oxford, 2009, p. 36 (tradução livre).

a qualidade da sua performance, ou ainda desviando para si mesmo o que foi prometido ao principal.

Diante da situação oportunista mencionada pelos autores e do risco do agente agir de modo inadequado e desonesto, o principal, na defesa de seus interesses, passa a ter de monitorar a qualidade do desempenho desse agente, gerando os custos de agência (*agency costs*).

Tais custos, muitas vezes de difícil apuração, variarão de acordo com a complexidade das ações tomadas pelo agente, pois quanto mais complexas forem as ações realizadas pelo agente, maiores serão os custos de monitoramento e fiscalização incorridos pelo principal.

Dois exemplos elucidam a variação dos custos de apuração do agir oportunista: os acionistas podem ser convocados para uma assembleia geral cuja matéria objeto de deliberação seja a contratação de empréstimo junto ao seu acionista controlador. Nessa hipótese, em regra, basta que os acionistas minoritários avaliem as condições de contratação, notadamente no que concerne à taxa de juros, prazo, amortização e carência, para averiguar se o acionista controlador, ao votar a favor da referida contratação, estaria agindo em conflito de interesses com o da companhia. Se tais termos estão condizentes com as práticas de mercado, não haveria o que se falar de conflito de interesses e restrições ao direito de voto do acionista controlador.

Por outro lado, se a matéria objeto de deliberação ganhasse contornos mais complexos, tais como aqueles inerentes a operações societárias de grande porte, os custos de apuração seriam inevitavelmente mais elevados, exigindo a dedicação de profissionais especializados para verificação precisa de seu valor.

Insta enfatizar que o próprio ordenamento jurídico pode estabelecer normas que regulem as situações potencialmente lesivas aos principais a fim de evitar que o agente aja inadequadamente. Um normativo poderia simplesmente proibir a manifestação do voto do acionista controlador no caso supracitado de contratação do empréstimo.

Todavia, essas normas, do mesmo modo, podem representar custos adicionais aos indivíduos que se relacionam com a sociedade empresária, uma vez que podem, dentre outros efeitos, burocratizar e formalizar demasiadamente a atividade empresarial da companhia. Ora, se explicitamente os termos de contratação do referido empréstimo estão condizentes com as práticas de mercado,

porque não autorizar a manifestação do voto, dado que trata-se de direito consagrado atribuído aos acionistas, e posteriormente responsabilizá-lo caso tenha agido contrariamente ao interesse social?

As questões impostas sobre a temática em voga consistem em verificar se os custos de agência podem ser reduzidos por mecanismos e normas que não sejam, eles próprios, ainda mais caros para os envolvidos nos problemas de agência, se comparados aos custos incorridos pelos principais em decorrência de eventual agir oportunista dos agentes. Do mesmo modo, é mister averiguar se mecanismos de controle e restrição da liberdade de agir do agente não seriam contrários à própria estrutura do ordenamento societário, dos direitos garantidos aos acionistas, bem como ao equilíbrio de forças entre aqueles indivíduos que atuam na esfera empresarial.

3.2 Principais Situações Sujeitas aos Problemas de Agência

Conforme já descrito sucintamente ao longo deste trabalho, a doutrina apresenta três situações gerais através das quais surgem os problemas de agência no âmbito das relações envolvendo as sociedades empresárias. A primeira encontra-se no conflito entre os acionistas e os administradores da companhia.

Easterbrook e Fischel³² esclarecem o contexto sob o qual esse primeiro problema toma lugar:

Na maioria das grandes empresas – firmas com instrumentos de investimento que são negociadas livremente, as quais chamamos de “empresas de capital aberto” – cada investidor possui uma pequena parcela do investimento se comparado com o tamanho do empreendimento. O investidor é, portanto, “sem poder”. Os administradores, pelo contrário, conhecem como os negócios estão correndo e podem esconder dos investidores informações sobre a firma e suas próprias atividades. Armados com o conhecimento privilegiado e capazes de manter os investidores na escuridão, os administradores podem desviar rendas para eles mesmos, roubando e gerindo de modo inadequado ao mesmo tempo.

³² EASTERBROOK, Frank H.; FISCHEL, Daniel R.. **The economic structure of corporate law**. Cambridge: Harvard University Press, 1996. p. 42. (tradução livre).

A segunda situação de conflito refere-se à relação entre a própria companhia e as partes com as quais esta se relaciona, tais como empregados, credores, fornecedores e consumidores. Nessa hipótese, como indica John Armour e outros³³, “a dificuldade reside em assegurar que a companhia, como agente, não se comporte oportunamente diante desses vários principais – tal como através da expropriação de credores, exploração de empregados, ou enganando consumidores”.

Por fim, a terceira situação na qual surgem os problemas de agência no âmbito das relações envolvendo as sociedades empresárias compreende, por um lado, os acionistas controladores e, pelo outro, os acionistas minoritários. Para John Armour, Henry Hansmann e Reinier Kraakman³⁴:

O problema de agência envolve o conflito entre, por um lado, acionistas que possuem participação majoritária ou controladora na empresa e, no outro lado, os minoritários ou não controladores. Aqui os acionistas não controladores podem ser tidos como principais e os acionistas controladores como agentes.

John Armour, Henry Hansmann e Reinier Kraakman complementam que “enquanto esse problema é mais visível na tensão entre acionistas majoritários e minoritários, ele aparece sempre que um subconjunto de acionistas pode controlar as decisões afetando a classe de acionistas como um todo”.

A bem da verdade, ainda que um determinado acionista não seja controlador ou não tenha condições de controlar decisões afetando a classe de acionistas como um todo, haverá a possibilidade de verificação do conflito de interesses. Todavia, o que de fato ocorre é que, quando tal acionista não possui poderes políticos no âmbito da sociedade para efetivamente influenciar as decisões corporativas, o interesse social ou do acionista controlador inevitavelmente irá prevalecer em detrimento de seu interesse particular, afastando o potencial prejuízo prático à companhia, acionistas e demais indivíduos.

³³ KRAAKMAN, Reinier; ARMOUR, John; DAVIES, Paul; ENRIQUES, Luca; HANSMANN, Henry; HERTIG, Gerard; HOPT, Klaus; KANDA, Hideki; ROCK, Edward. **The Anatomy of Corporate Law**. 2. ed. Nova Iorque: Oxford, 2009. p. 36 (tradução livre).

³⁴ KRAAKMAN, Reinier; ARMOUR, John; DAVIES, Paul; ENRIQUES, Luca; HANSMANN, Henry; HERTIG, Gerard; HOPT, Klaus; KANDA, Hideki; ROCK, Edward. *op. cit.* p. 36.

De todo modo, esse terceiro problema, representado pelo conflito existente entre interesses de acionistas e da companhia, em particular, consiste no objeto central de análise dessa dissertação.

3.3 Custos de Agência

Explicou-se até o momento que custos de agência são aqueles suportados pelos principais para monitorar e fiscalizar as ações dos agentes.

Considerando os conflitos de interesse existentes entre acionistas, impender destacar novamente a questão que se impõe ao verificar a existência dos custos de agência: tais custos podem ser reduzidos por mecanismos que não sejam, eles próprios, ainda mais caros para os envolvidos nos problemas de agência?

Easterbrook e Fischel³⁵ elucidam suas reflexões acerca dessa questão:

Investidores, como todos nós em nosso dia-a-dia, aceitam algumas condutas indesejáveis porque os custos do remédio são ainda maiores. Nós também usamos a dissuasão (digo, a ameaça de punição por fraude) mais do que outras formas de controle legal quando a dissuasão é o método menos oneroso de cuidar de um problema, o que geralmente é. O sistema legal oneroso não é acionado ao menos que exista evidência de transgressão; se a sanção antecipada (a sanção multiplicada pela probabilidade da sua aplicação) é selecionada bem, não haverá muitas transgressões, e os custos do sistema serão correspondentemente menores. Um sistema regulatório (que permita um exame minucioso e aprovação para cada caso) assegura que os custos de controle sejam altos; os custos irão ocorrer mesmo que o risco seja pequeno.

Easterbrook e Fischel evidenciam, portanto, que um sistema jurídico extremamente regulatório não é benéfico para o ambiente empresarial, pois exige procedimentos protocolares mesmo quando estes não são necessários e salutares. Outra perspectiva relevante sobre o tema é apresentada Armour, Henry Hansmann e Reinier Kraakman³⁶:

³⁵ EASTERBROOK, Frank H.; FISCHEL, Daniel R.. **The economic structure of corporate law**. Cambridge: Harvard University Press, 1996. p. 7. (tradução livre).

³⁶ KRAAKMAN, Reinier; ARMOUR, John; DAVIES, Paul; ENRIQUES, Luca; HANSMANN, Henry; HERTIG, Gerard; HOPT, Klaus; KANDA, Hideki; ROCK, Edward. **The Anatomy of Corporate Law**. 2. ed. Nova Iorque: Oxford, 2009. p. 37. (tradução livre).

A Lei pode desempenhar um importante papel na redução dos custos de agência. Óbvios exemplos são as regras e procedimentos que aumentam a divulgação pelos agentes ou facilitam ações de cumprimento movidas pelos principais contra agentes desonestos ou negligentes. Paradoxalmente, mecanismos que impõem restrições na capacidade do agente em explorar seus principais tendem a beneficiar os agentes tal como – ou ainda mais que – os principais. A razão é que o principal estará disposto a oferecer maiores remunerações a um agente quando o principal está seguro de que a performance será honesta e de alta qualidade. Para tomar um exemplo notável no contexto corporativo, normas legais que protegem credores de comportamentos oportunistas por parte das corporações deveriam reduzir as taxas de juros que as corporações pagariam pelo crédito, portanto, beneficiando corporações tal como os credores. Do mesmo modo, restrições legais na capacidade dos acionistas controladores em expropriar os acionistas minoritários deveria aumentar o preço pelo qual as ações podem ser vendidas a acionistas não controladores, assim reduzindo o custo de capital próprio das companhias. E normas legais que inibem *insider trading* por administradores de companhias deveriam aumentar a remuneração que os acionistas estariam dispostos a oferecer aos administradores. Em geral, redução de custos de agência é do interesse de todas as partes em um transação, tanto principais como agentes.

Pelo exposto, existem mecanismos disponíveis aos principais, às autoridades e aos legisladores para restringir os riscos de condutas incorretas dos agentes que prejudiquem os principais. Entretanto, a implementação desses mecanismos podem gerar custos adicionais a todos os indivíduos atuantes na atividade empresarial e, por consequência, devem ser vistos com o devido cuidado.

É que existem condutas praticadas pelos agentes cujos riscos ou potencial lesivo para os principais são reduzidos e, para esses casos, as formalidades, divulgações, burocracias ou restrições eventualmente estabelecidas para tutelar tais condutas podem gerar custos superiores aos que os principais incorreriam caso o agente agisse de modo oportunista. A título de exemplo, do ponto de vista econômico, não faria sentido algum exigir do agente determinadas burocracias que importassem em um custo à companhia da ordem de cem mil reais para prevenir a eventual ocorrência de uma ação oportunista que representasse um prejuízo à mesma companhia no montante de cinquenta mil reais.

Como dito alhures, monitorar, fiscalizar e acompanhar as atividades do agente podem ser procedimentos onerosos. Isto não só em função dos custos de implementação de mecanismos burocráticos, mas também porque nem sempre a apuração do agir oportunista é tarefa fácil.

Ora, basta refletir sobre um exemplo elucidativo e simples: administradores de uma sociedade atuante no setor automobilístico desenvolvem um novo modelo de automóvel para o mercado. Entretanto, tal automóvel falha ao atingir as

previsões de vendas dos referidos administradores, resultando em prejuízos para a companhia.

As razões para esse insucesso eventualmente estão atreladas a condições fora do alcance dos administradores (crises econômicas, mudanças políticas, eventos de força maior, alterações legislativas etc.). Por outro lado, o automóvel em questão pode ser tão inovador ao ponto de tornar-se caro demais para o mercado. Ainda como outra hipótese, os administradores, agindo oportunamente, podem ter contratado fornecedores da companhia de modo desfavorável a esta última, em decorrência de relações que teriam com tais fornecedores, elevando os custos do automóvel. As três hipóteses supracitadas evidenciam a dificuldade, em certos casos, de se averiguar ações dos agentes e as razões para insucessos empresariais.

Fato é que um sistema de monitoramento e fiscalização que somente analisa a rentabilidade das condutas dos indivíduos para identificar eventuais condutas oportunistas, como no exemplo acima, incorre na imprecisão da apuração do problema ao não considerar que prejuízos também derivam de condutas que estão fora do controle desses indivíduos.

Nesse sentido, ordenamentos jurídicos que permitem situações específicas de desvio de condutas, ou se utilizam mais da ameaça de punição e de sanções do que de um sistema extremamente regulatório e denso tendem a ser mais eficientes ao estabelecerem um foco de fiscalização e monitoramento nas atividades cujo risco de ocorrência de prejuízos aos principais é elevado.

Caso contrário, tais ordenamentos jurídicos poderiam restringir as ações dos agentes mesmo quando o risco ou o potencial lesivo ao mercado ou à companhia fossem pequenos e não justificassem referidas restrições. Vale frisar que, mesmo diante de um cenário que possibilite a realização de determinadas ações oportunistas em benefício próprio e em detrimento dos demais envolvidos, é possível que o agente decida agir integralmente em favor de todos e lastreado na boa-fé, hipótese na qual os custos prévios de formalidades, divulgações, burocracias ou restrições seriam prejudiciais a todos os indivíduos.

A premissa de boa-fé é um princípio basilar sob o qual se fundamenta parâmetros de correção e honestidade para atos obrigacionais no direito brasileiro. É mandatório supor, por conseguinte, que o agente, embora eventualmente

seduzido pela oportunidade que lhe comparece, poderá agir de maneira correta e conforme os preceitos legais.

A título de elucidação de hipóteses em que o agente poderá conduzir os negócios sociais adequadamente ainda que em situação potencialmente conflituosa, basta imaginar uma sociedade com dificuldades financeiras e restrições para obtenção de crédito. Diante desse cenário, o acionista controlador da sociedade decide conceder um empréstimo à companhia de acordo com práticas de mercado.

O acionista controlador, por conhecer a companhia controlada detalhadamente, não precisa realizar análise minuciosa de seus riscos de crédito, e o empréstimo poderá ser concedido sem burocracia inerente aos financiamentos em geral.

Nessa ótica, uma norma que impeça a companhia de contratar um empréstimo com seu acionista controlador, ou ainda que não permita que o acionista controlador vote a favor do empréstimo, em assembleia da companhia convocada para este fim, é prejudicial para a companhia e para todos os acionistas.

Ora, se o empréstimo está lastreado em parâmetros de mercado, impedir que ele seja contratado com o acionista controlador, por prevalectimento da decisão desse último, sob a premissa exclusiva de que o controlador potencialmente agiria de modo oportunista somente trará maiores dificuldades à companhia que já possui uma condição financeira ruim.

É bem verdade que, ao permitir esse tipo de operação, haverá sempre o risco de o controlador estabelecer juros abusivos para conceder o empréstimo. Entretanto, tal situação, em tese, estará sempre amparada por mecanismos coercitivos para essa conduta, como a responsabilização por perdas e danos causados à companhia, a serem utilizados pelos indivíduos que se sintam prejudicados. No entanto, fica claro que, em algumas circunstâncias, permitir ao acionista controlador a condução da operação com a companhia para, posteriormente, eventualmente discutir se os termos e condições segundo os quais a operação foi firmada, apresenta-se como a medida mais salutar para todos.

Tendo em vista o exposto acima, cumpre, doravante, expor as estratégias existentes para monitorar os agentes e reduzir os custos de agência.

3.4 Estratégias para Monitoramento dos Agentes e Redução de Custos de Agência

Diante dos problemas de agência e da necessidade de reduzir seus respectivos custos, verifica-se a existência de estratégias legais que podem ser utilizadas com o intuito de proteger os principais do oportunismo dos agentes.

Impende enfatizar que referidas estratégias não pressupõem necessariamente o advento de um dispositivo legal, podendo ser estabelecidas por meio de previsões nos estatutos sociais das companhias.

Sem prejuízo da atuação do legislador e dos próprios acionistas para estabelecer instrumentos de regulação das atividades dos agentes, há ainda outras entidades que cumprem papel fundamental neste campo. Vale destacar, no que tange às entidades em questão, a Comissão de Valores Mobiliários - CVM, instituída como entidade autárquica em regime especial com competências normativas, executivas e judicantes no âmbito do mercado de valores mobiliários e a BM&FBOVESPA, companhia aberta responsável pela administração dos mercados organizados de títulos, valores mobiliários e contratos derivativos, que se incumbiu de estabelecer níveis de governança diferenciados ao mercado, nos quais as companhias abertas se submetem a regras mais rigorosas de proteção aos principais.

As estratégias legais em comento são divididas em dois campos gerais, sendo eles as estratégias ditas regulatórias e as estratégias de governança, como explica Armour, Henry Hansmann e Reinier Kraakman³⁷:

Estratégias legais para controlar custos de agência podem ser divididas em duas subseções, as quais nós chamamos, respectivamente, de 'estratégias regulatórias' e 'estratégias de governança'. Estratégias regulatórias são prescritivas: elas ditam termos substantivos que governam o conteúdo da relação agente-principal, tendendo a restringir o comportamento do agente diretamente. Pelo contrário, estratégias de governança buscam facilitar o controle do principal sobre o comportamento dos agentes. A eficiência das estratégias de governança depende crucialmente da capacidade dos principais em exercer os direitos de controle outorgados a eles. Custos de coordenação entre principais poderão fazer o controle mais difícil para os principais, tanto para monitorar os agentes, quanto para determinar a

³⁷ KRAAKMAN, Reinier; ARMOUR, John; DAVIES, Paul; ENRIQUES, Luca; HANSMANN, Henry; HERTIG, Gerard; HOPT, Klaus; KANDA, Hideki; ROCK, Edward. **The Anatomy of Corporate Law**. 2. ed. Nova Iorque: Oxford, 2009. p. 38. (tradução livre).

adequação de suas ações, ou para decidir se e como tomar ações para punir a não performance. Custos altos de coordenação assim implicam em menor sucesso às estratégias de governança de controlar os agentes, e as estratégias regulatórias tenderão a parecer mais atrativas. Estratégias regulatórias possuem diferentes condições para ter sucesso. Mais obviamente, sua eficiência depende da capacidade de autoridades externas – corte ou órgão regulador – para determinar se o agente cumpriu com as disposições específicas. (...). Em contrário, estratégias de governança – onde os principais são capazes exercê-las efetivamente – exigem apenas que os principais sejam capazes de observar as ações tomadas pelos agentes, para o que informações mais suaves podem ser suficientes.

Feitas as considerações acima acerca dos tipos gerais de estratégias legais utilizadas para proteger os principais do oportunismo dos agentes, passa-se a analisar detalhadamente cada uma dessas categorias, iniciando-se pelas estratégias regulatórias.

3.4.1 Estratégias Regulatórias

As principais estratégias regulatórias consistem em dispositivos legais que determinam comportamentos aos agentes, seja por meio de normas que proíbam e restrinjam condutas específicas, ou normas que estabeleçam parâmetros gerais de comportamento.

As normas que proíbem e restringem comportamentos atuam *ex ante*, antes da ocorrência do fato, enquanto a definição de parâmetros estabelece comportamentos gerais outorgando ao julgador, *ex post*, a faculdade de determinar se violações ocorreram ou não.

Quanto ao aspecto temporal da atuação das estratégias regulatórias, cumpre realçar as explicações de Armour, Henry Hansmann e Reinier Kraakman³⁸:

[...] poucas jurisdições confiam somente na estratégia de normas para regular relações complexas, intra companhia, tais como, por exemplo, operações de auto negociações iniciadas pelos acionistas controladores. Essas matérias são, presumidamente, muito complexas para se regular com não mais do que uma matriz de proibições e isenções, as quais ameaçam codificar brechas e criar lacunas inúteis. Mais do que uma regulação baseada nas normas, assim, tópicos intra companhia tais como a

³⁸ KRAAKMAN, Reinier; ARMOUR, John; DAVIES, Paul; ENRIQUES, Luca; HANSMANN, Henry; HERTIG, Gerard; HOPT, Klaus; KANDA, Hideki; ROCK, Edward. **The Anatomy of Corporate Law**. 2. ed. Nova Iorque: Oxford, 2009. p. 39-40. (tradução livre).

auto negociação interna tende a ser regida por parâmetros abertos que deixam descrição aos julgadores para determinar *ex post* se violações ocorrerão.

Como destacado pelos autores, estabelecer regras com conteúdo restritivo para situações complexas não consistiria no instrumento mais adequado de regulação. Isto porque, em casos complexos, uma norma proibitiva necessitaria contemplar inúmeras situações hipotéticas, de modo a assegurar um tratamento adequado e justo para os variáveis resultados possíveis inerentes a tais casos. De acordo com os autores, as negociações realizadas entre companhia e sua controladora muitas vezes se enquadram no rol de relações ditas complexas, o que, em tese, justificaria a adoção prioritária de parâmetros gerais de comportamentos, ao invés de normas restritivas aos direitos dos indivíduos envolvidos na questão.

No Brasil, como já dito na introdução desse trabalho, o Artigo 115 da Lei das S.A, dispositivo legal que trata das limitações feitas ao direito dos acionistas de votar em situações de conflito de interesse com a companhia, insere-se precisamente no contexto de transações intra companhia potencialmente complexas. Contudo, referido normativo está imerso em debate doutrinário e jurisprudencial justamente quanto à caracterização da norma como proibitiva, hipótese em que haveria imposição de vedação, *ex ante*, ao direito de voto, ou de natureza comportamental, situação em que permitir-se-ia o direito de voto, sujeito à julgamentos *ex post*, como se descreve de modo mais detalhado nos capítulos seguintes.

Vale dizer ainda que no âmbito das estratégias regulatórias é facultado ao legislador estabelecer normas que exijam do agente a divulgação de informações a respeito da qualidade de seu desempenho.

Sem prejuízo, a doutrina ainda apresenta duas outras estratégias regulatórias de combate aos problemas de agência conhecidas como “*terms of entry*” e “*exit opportunities*”, as quais podem representar mecanismos relevantes para desencorajar as ações inadequadas por parte dos agentes. Traduzindo-se “*terms of entry*” como termos de entrada, essa estratégia designaria, por exemplo, a imposição de obrigação ao agente de divulgar informações a respeito de seu desempenho antes de contratar com os principais. Ou seja, para que o agente possa ‘entrar’ em uma operação potencialmente lesiva, deve cumprir determinadas obrigações prévias, dentre as quais aquelas relativas à divulgação de informações

consideradas relevantes para a adequada compreensão da operação pelos principais. As oportunidades de saída (*exit opportunities*) compreendem dispositivos legais que estabelecem hipóteses em que acionistas, na condição de principais, poderiam alienar suas ações ou exercer outros direitos, caso fosse verificada uma situação em que o acionista controlador, agindo de modo oportunista, prejudicasse a coletividade dos demais acionistas da companhia. Trata-se, portanto, de mecanismo que permite a saída do principal do contexto de sua potencial exploração por parte do agente.

3.4.2 Estratégias de Governança

Como dito alhures, governança é, para La Porta e outros, “um conjunto de ferramentas destinadas a evitar a expropriação dos acionistas minoritários pelos acionistas controladores e/ou dos acionistas pelos administradores”³⁹.

A primeira prática de governança que se pretende destacar compreende a outorga de direitos de nomeação (*appointment rights*), ou seja, direitos de eleger diretores e conselheiros de administração da companhia. Quando é facultado aos acionistas minoritários o direito de eleger membros da administração da companhia, tais acionistas passam a influenciar decisivamente no âmbito da condução dos negócios empresariais, limitando a capacidade dos acionistas controladores, na condição de agentes, de agir em benefício próprio e em detrimento dos acionistas minoritários e da companhia.

Adicionalmente, como segunda prática de governança que deve-se mencionar, é possível facultar aos principais o poder de participar de decisões da administração da companhia, seja iniciando o processo decisório, ou ratificando decisões tomadas pela administração.

Ao comparar a primeira e a segunda estratégias supracitadas, Armour, Henry Hansmann e Reinier Kraakman⁴⁰ indicam que:

³⁹ LA PORTA, Rafael; LOPES-DE-SILANES, Florêncio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. **Investor protection: origins, consequences, reform**. Cambridge: NBER, 1999. p. 1. (tradução livre).

⁴⁰ KRAAKMAN, Reinier; ARMOUR, John; DAVIES, Paul; ENRIQUES, Luca; HANSMANN, Henry; HERTIG, Gerard; HOPT, Klaus; KANDA, Hideki; ROCK, Edward. **The Anatomy of Corporate Law**. 2. ed. Nova Iorque: Oxford, 2009. p. 42. (tradução livre).

Novamente, não é surpresa que esse conjunto de estratégias de direitos de decisões é muito menos proeminente na legislação societária do que as estratégias de direitos de nomeação. Essa disparidade é uma consequência lógica do fato de que a forma corporativa é designada como um veículo para a delegação de poderes de gestão e autoridade ao conselho de administração. Somente as grandes e mais fundamentais decisões corporativas (tais como fusões e alterações estatutárias) exigem a ratificação dos acionistas sob as leis de corporações existentes, e nenhuma jurisdição ao nosso conhecimento exige que os acionistas iniciem decisões de gestão.

Finalmente, outra prática de governança corporativa reconhecida para a mitigação do problema de agência tem como foco, mais propriamente, incentivos aos agentes, ao invés de expandir os poderes dos principais. Essa estratégia é conhecida, por consequência, como estratégia de incentivos (*incentive rights*).

As estratégias de incentivo são subdivididas em dois focos distintos. A primeira vertente refere-se às estratégias de recompensas, as quais designam a premiação de agentes por agirem em prol do interesse dos principais. O mecanismo mais comum que reflete essa estratégia se dá pela vinculação do retorno financeiro dos agentes aos retornos percebidos pelos principais. Um exemplo básico da aplicação desse mecanismo é a norma segundo a qual os dividendos devem ser distribuídos de forma igualitária, proporcionalmente às ações detidas por cada acionista na companhia. Nas palavras de Armour, Henry Hansmann e Reinier Kraakman⁴¹, “(...) acionistas controladores – aqui os agentes – tem o incentivo de maximizar os retornos dos acionistas minoritários – aqui os principais – ao menos enquanto os retornos financeiros sejam pagos via dividendos.”

A segunda vertente pressupõe um princípio distinto da primeira. Segundo Armour, Henry Hansmann e Reinier Kraakman⁴²:

A segunda estratégia de incentivos – estratégia de confiança – trabalha com um princípio um pouco diferente. Ela busca remover conflitos de interesse ex ante para assegurar que o agente não irá obter ganho pessoal prejudicando seu principal. Essa estratégia pressupõe que, na ausência de incentivos monetários fortemente focados – ou ‘de alta potência’ – para agir oportunamente, agentes irão responder a incentivos de pouca potência de consciência, orgulho e reputação. Um exemplo bem conhecido de estratégia de confiança é o conselheiro independente, agora invocado em diversas jurisdições para aprovar transações de auto-negociação. Tais

⁴¹ KRAAKMAN, Reinier; ARMOUR, John; DAVIES, Paul; ENRIQUES, Luca; HANSMANN, Henry; HERTIG, Gerard; HOPT, Klaus; KANDA, Hideki; ROCK, Edward. **The Anatomy of Corporate Law**. 2. ed. Nova Iorque: Oxford, 2009. p. 43. (tradução livre).

⁴² KRAAKMAN, Reinier; *op. cit.* p. 43. (tradução livre).

conselheiros não irão se beneficiar pessoalmente de ações que desproporcionalmente beneficiem a administração da companhia ou os acionistas controladores e, assim, é esperado que ele seja guiado mais fortemente por consciência e reputação na tomada de decisões.

Nessa segunda hipótese, portanto, pretende-se restringir as ações do agente, limitando seu campo de ação, sob a premissa de que, nesse caso, ele irá agir de modo adequado.

Feitas as considerações acima acerca dos problemas de agências, passa-se a analisar a exequibilidade das estratégias legais, visto que a efetiva possibilidade de cumprimento das estratégias é condição imprescindível para mitigar o risco do agir oportunista dos agentes.

3.5 Cumprimento e Exequibilidade das Estratégias Legais

As estratégias legais são valoradas como mecanismos de combate aos problemas de agência na medida em que induzem comportamentos. Entretanto, tendo em vista a possibilidade da não observância dos comportamentos pelos agentes, tais estratégias dependem de outros institutos legais, tais como cortes judiciais, regulamentos e regras procedimentais, para assegurar sua exequibilidade.

Nessa esteira, as estratégias legais exigem a proteção de mecanismos coercitivos para a hipótese de não cumprimento de seus preceitos. Caso contrário, perdem seu valor como instrumento de tutela dos problemas de agência.

Armour, Henry Hansmann e Reinier Kraakman⁴³ discorrem sobre a relação das estratégias regulatórias e de governança com mecanismos de execução:

Execução é mais diretamente relevante no que diz respeito às estratégias regulatórias tais como regras e parâmetros. Estas operam para constranger o comportamento do agente; elas não podem cumprir tão função com credibilidade, a não ser que elas sejam realmente exequíveis. Isto exige a existência de instituições de execução com bom funcionamento, tais como cortes e reguladores, assim como incentivos para ajuizar ações apropriadamente estruturados. Em contraste, estratégias de governança confiam majoritariamente na intervenção do principal para gerar o cumprimento do agente. Se essa intervenção toma a forma apropriada de

⁴³ KRAAKMAN, Reinier; ARMOUR, John; DAVIES, Paul; ENRIQUES, Luca; HANSMANN, Henry; HERTIG, Gerard; HOPT, Klaus; KANDA, Hideki; ROCK, Edward. **The Anatomy of Corporate Law**. 2. ed. Nova Iorque: Oxford, 2009. p. 45. (tradução livre).

seleção de agentes e estrutura de recompensas, ameaças de remoção críveis ou efetiva tomada de decisões sobre questões chave, seu sucesso em assegurar o cumprimento pelo agente depende principalmente da habilidade dos principais em coordenar e agir com um baixo custo.

Os referidos autores fazem, portanto, uma relevante distinção quanto à forma de imputação das estratégias regulatórias e estratégias de governança. Enquanto as primeiras estão condicionadas à existência de instituições estruturadas que garantam o cumprimento das regras estabelecidas, as segundas estão diretamente relacionadas à capacidade do principal em gerenciar os problemas de agência, os custos deles decorrentes, bem como os incentivos dados aos agentes para agir de maneira adequada.

A doutrina, ao tratar dos mecanismos de execução das estratégias, refere-se a três formas distintas. São elas a execução pública, a execução privada e o controle exercido sobre assessores, como advogados e consultores das companhias.

Na primeira forma está compreendida a ação legal e regulatória cuja competência legal para execução é atribuída a uma entidade estatal. No caso brasileiro, cumpre citar entidades como a Comissão de Valores Mobiliários e o Banco Central do Brasil.

A segunda forma, por seu turno, refere-se às medidas tomadas por indivíduos e entidades privados para garantir o cumprimento das estratégias, ainda que por meio do ajuizamento de ações no Poder Judiciário.

Por fim, a terceira forma em voga compreende a ameaça de punição a assessores como contadores, consultores e advogados, caso participem de condutas indesejadas por meio do assessoramento de indivíduos envolvidos no ambiente corporativo das sociedades.

A premissa adota nesse caso consiste na ideia de que tais assessores geralmente estão vinculados a operações praticadas no âmbito societário que visam beneficiar o agente em detrimento do principal. Sob essa ótica, o foco dessa terceira forma consiste em criar incentivos suficientes para que os assessores controlem os agentes de modo a evitar a execução de manobras indesejadas.

3.6 Considerações Finais sobre Teoria da Agência

O Capítulo 3 deste trabalho apresenta a teoria da agência, instituto derivado da tradição jurídica da análise econômica do direito, segundo a qual, em toda situação em que se verifica certa discrepância de informações, como na relação acionistas controladores *versus* acionistas minoritários, há possibilidade de o agente agir de modo oportunista e prejudicar o principal.

Para monitorar e fiscalizar o agente, o principal incorre em custos de agência, os quais variam de acordo com a natureza da conduta praticada pelo agente objeto de supervisão por parte do principal.

Diante desse cenário, a teoria da agência contempla estratégias legais para controlar custos de agência, as quais são divididas em duas subseções, as estratégias regulatórias e as estratégias de governança.

O ordenamento jurídico brasileiro adota uma estratégia regulatória, em detrimento da estratégia de governança, para tutelar o conflito de interesses e benefícios particulares, no exercício do direito de voto em deliberações assembleares. Isto porque o legislador optou por tratar do conflito entre o interesse social da companhia e o do acionista, quando da realização de assembleia geral, por meio do artigo 115 da Lei das S/A, impedindo o acionista de votar quando estiver em situação conflituosa com a sociedade.

Ocorre que a doutrina e os órgãos judicantes ainda não pacificaram entendimento quanto ao momento em que a verificação da situação de impedimento do exercício do direito de voto deve se manifestar – preventivamente e sem sequer permitir a exteriorização do voto potencialmente conflitante; ou posteriormente, mediante a verificação de prejuízo ao interesse social após realização da assembleia e cômputo do voto.

Como visto nesse capítulo, um sistema jurídico extremamente regulatório não é benéfico para o ambiente empresarial, pois exige procedimentos protocolares mesmo quando estes não são necessários e salutares. Um sistema burocrático é, nessa esteira, oneroso para os envolvidos com as sociedades empresarias e economicamente prejudicial para todos.

Fato é que, no caso em tela – exercício do voto de acionista em situação potencialmente conflitante - a doutrina e jurisprudência ainda não conseguiram concluir se o legislador preferiu ser permissivo, autorizando a manifestação do voto,

hipótese em que os custos de agência correlatos poderiam ser reduzidos para a companhia, ou se entendeu que o potencial lesivo para a companhia é elevado o bastante para justificar os referidos custos e o impedimento *a priori* do exercício do voto.

A divergência doutrinária e jurisprudencial é amplamente discutida nos capítulos seguintes, mas como se verá doravante, não exauriu a questão do ponto de vista da análise econômica do direito. A análise do artigo 115 sob este prisma é relevante para construção do raciocínio jurídico acerca do conflito de interesses, pois, como dito alhures, o interesse pela aferição do maior lucro possível representa um dos pilares do interesse social das sociedades empresárias. Nessa ótica, uma posição permissiva ou restritiva a respeito poderá resultar, dependendo do caso concreto, em uma maior despesa para companhia, prejudicando seus resultados financeiros.

Cumprido destacar que o direito ao exercício de voto é consagrado pela legislação societária brasileira e sua restrição é algo agressivo para o ambiente empresarial. Em razão da relevância da compreensão do direito de voto com instituto fundamental para o direito societário no âmbito da presente reflexão, o Capítulo 4 apresenta um estudo realizado a respeito, inclusive apontando o viés da análise econômica do direito quanto ao assunto em referência.

O exame do instituto do direito de voto é imprescindível para que se possa avançar sobre os entendimentos doutrinários e jurisprudenciais a respeito do conflito de interesses em deliberações assembleares, bem como para entender como a análise econômica do direito pode contribuir para apresentar soluções em relação às divergências de entendimentos existentes no que concerne à aplicação do artigo 115 da Lei das S/A.

4 DIREITO DE VOTO E PODER DE CONTROLE

4.1 Considerações Iniciais

A Lei das S/A institui três espécies de ações: ordinárias, preferenciais e de fruição. As duas primeiras espécies representam os principais instrumentos da companhia para obtenção de capital próprio.

A ação ordinária, cuja emissão é obrigatória em todas as companhias, não tem preferências econômicas, mas confere aos seus titulares de ações o direito de voto. Sem prejuízo, ainda possui os direitos essenciais garantidos pela lei societária, quais sejam, de participar dos lucros; ao acerto da companhia em caso de sua liquidação; de fiscalizar, na forma prevista em lei, à gestão dos negócios sociais; à preferência na subscrição de ações; à partes beneficiárias conversíveis em ações, debêntures conversíveis em ações e bônus de subscrição e de retirar-se da sociedade nos casos previstos em lei.

Em que pese a negação ou a restrição ao direito de voto dos acionistas titulares de ações preferenciais, tais ações adquirirão o exercício desse direito, se a companhia, pelo prazo previsto no estatuto, não superior a três exercícios consecutivos, deixar de pagar os dividendos fixos e mínimos a que fizerem jus. Ainda, os titulares de ações preferenciais tem o direito de eleger, em votação em separado, um membro e respectivo suplente do conselho fiscal. Tais ações ainda gozam do direito de voto em caso de liquidação da companhia.

Para fins de estudo do tema objeto dessa dissertação, cumpre ter como foco os acionistas titulares de ações ordinárias, visto que esses possuem o direito de exercer o direito de voto em toda assembleia geral da companhia. Nessa esteira, ainda que os acionistas preferencialistas possuam interesses específicos em relação à sociedade, os quais podem conflitar com o interesse da companhia, insta avaliar o conflito existente entre os ordinaristas e a sociedade.

Como já mencionado, John Armour, Henry Hansmann e Reinier Kraakman explicam, ao tratar dos conflitos e dos custos de agência, que “enquanto esse problema é mais visível na tensão entre acionistas majoritários e minoritários, ele aparece sempre que um subconjunto de acionistas pode controlar as decisões afetando a classe de acionistas como um todo.

É importante destacar que um determinado acionista que não seja controlador ou não tenha condições de controlar decisões poderá encontrar-se em situação conflituosa com a companhia. Todavia, o que de fato ocorre é que, quando tal acionista não possui poderes políticos no âmbito da sociedade para efetivamente influenciar as decisões corporativas, o interesse social ou interesse do acionista controlador inevitavelmente irá prevalecer em detrimento de seu interesse particular, afastando o potencial prejuízo prático à companhia, acionistas e demais indivíduos.

Por essa razão, embora seja certo que a aplicação do artigo 115 da Lei das S/A deve tutelar a manifestação de qualquer acionista, seja ele controlador ou não, é necessário ter em mente que o acionista controlador é aquele que efetivamente poderá causar prejuízos aos demais acionistas e à companhia, caso haja de modo oportunista.

Isto porque, não só geralmente possui informações mais precisas e qualificadas do que os demais acionistas para exercer seu direito de voto, mas também porque detém poder no âmbito social, ao ponto de conseguir controlar a condução dos trabalhos assembleares, bem como aprovar ou reprovar matérias objeto de deliberação.

Nessa ótica, é fundamental compreender a figura do acionista controlador e suas principais características, a fim de mensurar o potencial prejuízo que poderá causar à companhia e aos demais indivíduos com os quais se relaciona, caso haja de modo inadequado.

4.2 Poder de Controle

Fábio Konder Comparato e Calixto Salomão Filho⁴⁴, na obra “O Poder de Controle na Sociedade Anônima”, apresentam uma evolução do sentido da palavra controle que oferece um adequado ponto de partida para o estudo do presente trabalho. Vale destacar os primeiros dizeres da referida obra:

⁴⁴ COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O poder de controle na sociedade anônima**. 5. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2008. p. 27.

O primeiro cuidado a se tomar, numa disquisição sobre tema ainda inabitual na ciência jurídica, é estabelecer os sentidos da palavra “controle”, isto é, principiar pelas definições lexicais, como recomendam, com razão, os adeptos da analytical jurisprudence. Não se cuida, assim, em saber, de início, o que é o controle, qual a sua natureza ou sua essência – indagações clássicas da teoria jurídica – porém, mais prudentemente, em que sentido empregamos o vocábulo, na linguagem vulgar e nos textos normativos.

Diante dessa necessidade de definição de sentidos, cumpre discorrer sobre a formação do conceito de controle. Para o direito francês, classicamente, entende-se por controle a ideia de verificação, fiscalização, vistoria, revisão, inspeção, denotações também vistas no direito alemão. Por outro lado, já na língua inglesa, o referido vocábulo tem por denotação central a noção de poder, de dominação.

A língua portuguesa, por sua vez, foi influenciada tanto pela conceituação francesa, como pela inglesa, de modo que entendemos por controle tanto a acepção de fiscalização, como a de dominação. É desse modo que verificamos no ordenamento jurídico pátrio, no qual, ora o legislador utilizou a primeira definição e ora a segunda.

De modo objetivo, ao tratar-se do termo controle para fins de aplicação do artigo 115 da Lei das S/A e eventual impedimento do direito de voto do acionista, estar-se-á tratando de categoria denominada controle interno, entendida como aquela cujo titular atua no interior da própria sociedade. Esse gênero de controle subdivide-se, conforme tradição doutrinária a respeito, em cinco classificações. Nesse sentido, Comparato e Salomão Filho⁴⁵ retomam o raciocínio de Berle e Means:

No entanto, um dos fenômenos básicos da sociedade anônima moderna, já anunciado ante litteam por Karl Marx e largamente demonstrado, pela primeira vez na célebre pesquisa de Berle e Means nos Estados Unidos, com base em dados estatísticos de 1929, é a possibilidade de dissociação entre propriedade acionária e poder de comando empresarial, fenômeno que constituirá um tema recorrente desta nossa exposição. Foi, justamente, à luz dessa realidade fundamental que aqueles autores americanos propuseram uma classificação do controle interno em cinco espécies, que nos parece um valioso ponto de partida para a nossa discussão. Falaram eles em controle com quase a completa propriedade acionária, controle majoritário, controle obtido mediante expedientes legais (through a legal device), controle minoritário e controle administrativo ou gerencial (management control).

⁴⁵ COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O poder de controle na sociedade anônima**. 5. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2008. p. 52.

Dessa forma, impende discorrer acerca de cada uma das classificações conforme ensinamentos de Comparato e Salomão Filho. Primeiramente, menciona-se o controle com a completa propriedade acionária, o qual contempla as situações sociedade unipessoal, como a empresa individual de responsabilidade limitada – EIRELI, instituída recentemente no ordenamento jurídico brasileiro, por meio da Lei n. 12.441, de 11 de julho de 2011. Da mesma maneira, pode referir-se à subsidiária integral, existente em nossa legislação societária no artigo 251 da Lei das Sociedades Anônimas. Vale destacar, nesse diapasão, na linha de Comparato e Salomão Filho⁴⁶, que “basta, no entanto, que exista um só outro acionista, titular de uma única ação, ainda que sem direito a voto, para que se dissipe o caráter totalitário do controle e reapareça a possibilidade de conflitos entre os sócios.”

Ainda em relação às sociedades controladas por um único acionista, insta ressaltar que a unipessoalidade não exclui a possibilidade de existência de conflitos de interesses entre este acionista e a sociedade. Nesse caso, o conflito de interesse que houver causado prejuízo para a sociedade unipessoal poderá ensejar a desconsideração da personalidade desta última em favor de credores que tenham sido prejudicados pela existência do conflito.

Como segunda classificação, o controle obtido mediante expedientes legais (*through a legal device*) é, segundo Comparato e Salomão Filho⁴⁷ “aquele que se exerce mediante um expediente ou artifício legal.” Contemplaria, por consequência, as figuras do controle piramidal, cadeia de um grupo societário, a existência de ações sem direito a voto, a emissão de ações com voto limitado e o *voting trust*.

Já o controle minoritário, terceira modalidade, é baseado em um titular que detenha menos da metade do capital votante da companhia e tem como premissa a divisão entre acionistas empresários e acionistas capitalistas, de modo que aquele, quando detentor da minoria do capital, controla a companhia em razão do absentismo destes.

Na seqüência, o controle administrativo ou gerencial (*management control*) corresponde àquele decorrente dos poderes delegados aos órgãos de

⁴⁶ COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O poder de controle na sociedade anônima**. 5. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2008. p. 53.

⁴⁷ COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *op. cit.* p. 64.

administração, os quais, durante seu mandato, controlam de fato a companhia em razão da pulverização exacerbada do capital acionário.

O controle majoritário, por sua vez, é aquele cujo titular detém mais de cinquenta por cento das ações com direito a voto da companhia e representa o tipo de controle mais condizente com as estruturas de companhias propriamente ditas, detidas por diversos acionistas e com estrutura societária complexa. Isto porque as companhias foram criadas para receber recursos poupados e superavitários de investidores, em função de sua necessidade para desenvolver seu objeto social e gerar resultados.

Conforme Easterbrook e Fischel⁴⁸, “a companhia é um mecanismo financeiro e não é de outro modo caracterizada.” Segundo Kelsen⁴⁹, “a ideia base do princípio majoritário é a de que o ordenamento social deve estar de acordo com o maior número possível de sujeitos, e em desacordo com o menor número possível.”

Em relação ao controle majoritário, importante analisar a definição de controle dada pelo nosso ordenamento jurídico, consubstanciado no Artigo 116 da Lei de Sociedades Anônimas. É, portanto, o titular de direitos que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria nas deliberações da assembleia geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia.

Vale destacar que o controle é exercido de modo permanente, ou seja, sem alterações na capacidade do acionista controlador em conduzir os negócios da companhia. É o que ensina Carvalhosa⁵⁰:

A expressão “de modo permanente” contida naquele dispositivo da lei societária que significar que existe um acionista ou um grupo deles que, possuindo 50% mais uma das ações votantes, não poderão ser destituídos do seu direito de eleger a maioria dos administradores por parte de qualquer outro grupo de acionistas e que, por isso mesmo, efetivamente exercem, sempre, esse direito. Essa maioria absoluta do capital votante outorga, outrossim, ao controlador, o direito de, sempre, deliberar majoritariamente em matérias próprias das assembleias gerais e, por conseguinte, reveste a administração por ele eleita do caráter de estabilidade, na medida em que a maioria de seus membros somente poderá ser destituída por ele, controlador.

⁴⁸ EASTERBROOK, Frank H.; FISCHEL, Daniel R.. **The economic structure of corporate law**. Cambridge: Harvard University Press, 1996. p. 10.

⁴⁹ COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O poder de controle na sociedade anônima**. 5. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2008. p. 61.

⁵⁰ CARVALHOSA, Modesto. **Acordo de acionistas**. 1. ed. São Paulo: Saraiva, 2011. p. 196.

Carvalhosa⁵¹ complementa, quanto às interpretações e deduções equivocadas no que tange ao controle gerencial e ao controle minoritário:

Fruto de uma transposição semântica ou literal da língua inglesa (control), agravada pelo fascínio da prática norte-americana em nosso meio, com o conseqüente afastamento da aplicação do texto expresso do art. 116 da nossa lei societária, que institui e define o poder de controle e o deve fiduciário que dele decorre (parágrafo único), tem-se disseminado no ambiente do Mercado de Capitais o falso conceito do assim chamado “controle gerencial” e do não menos bizarro “controle minoritário”, como referido. Essas configurações pseudojurídicas (“controle gerencial” e “controle minoritário”) são também fruto do simplismo e da dedução meramente lógica dos fenômenos que ocorrem no mundo societário, sem nenhum embasamento no texto expresso na lei. Isto posto, os chamados “controle gerencial” e “controle minoritário” decorrem, com efeito, de raciocínio não jurídico, voltado, sobretudo, aos interesses pessoais dos despossuídos deste atributo legal. Temos, assim, a dedução meramente “lógica” seguinte: se nas companhias com capital disperso não existe mais controlador majoritário, o controlador passa a ser minoritário ou, então “gerencial”.

Ainda no âmbito das classificações do termo controle, impende destacar, ainda que sucintamente, a existência de outra categoria, em adição ao controle interno, denominada controle externo. Se o controle interno é aquele cujo titular atua no interior da própria sociedade, o controle externo é, por conseguinte, aquele decorrente da influência externa na sociedade, oriunda de titulares que transcendem os limites da estrutura societária da companhia.

A primeira espécie de poder externo, que se apresenta de modo mais evidente nas relações da companhia com terceiros, corresponde à influência exercida por credores, notadamente aqueles que são detentores de crédito com garantias ou privilégios. Vale destacar Comparato e Salomão Filho⁵² neste aspecto:

São, por exemplo, freqüentes os contratos de empréstimo a uma sociedade, com a atribuição ao mutuante, em garantia do seu crédito, da caução das ações do chamado bloco de controle. A lei brasileira, ao contrário da italiana (Código Civil italiano de 1942, art. 2.352), não suprime o direito de voto do acionista caucionante, mas admite que se possa estipular “no contrato, que o acionista não poderá, sem o consentimento do credor caucionado ou pignoratício, votar em certas deliberações” (Lei n. 6.404, art 113). Tais deliberações, geralmente, dizem respeito à alienação

⁵¹ CARVALHOSA, Modesto. **Acordo de acionistas**. 1. ed. São Paulo: Saraiva, 2011. p. 200.

⁵² COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O poder de controle na sociedade anônima**. 5. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2008. p. 91.

ou oneração dos bens constantes do ativo social imobilizado. Nada impede, porém, que as partes estipulem várias outras hipóteses de voto vinculado, notadamente quanto à eleição dos administradores e fiscais, à emissão de empréstimos debenturísticos, ou à mudança do objeto social. O credor caucionário pode, assim, tal a extensão e o alcance das estipulações de voto do contrato de caução, assumir uma posição predominante na sociedade, como autêntico controlador.

É nesse sentido que se verifica que os credores podem assumir o controle de fato da companhia, especialmente em sociedade com fragilidades financeiras.

Adiante, destaca-se outro tipo de controle externo que se apresenta bastante interessante. Trata-se da existência de uma sociedade em conta de participação, cujo sócio participante oferece conhecimentos e expertises ao sócio ostensivo.

Vale destacar que à sociedade em conta de participação é conferida a natureza de sociedade não personificada pelo Código Civil pátrio e, para muitos, teria inclusive natureza contratual. É, nessa ótica, um instrumento externo à estrutura societária da companhia que permite a um terceiro influenciar a condução dos negócios desta última.

Há ainda situações inerentes às relações comerciais contratadas pelas companhias que implicam concessão de poder externo a terceiros. São os casos, por exemplo, de concessionárias, representantes, tomadores de serviço, adquirentes de produtos etc., que possuem, na outra ponta da relação contratual, uma parte detentora de monopólio ou controle exacerbado daquilo que é oferecido à companhia, de tal modo que impeça ou dificulte sobremaneira a possibilidade da companhia dele se desvencilhar e buscar um outro fornecedor.

Entretanto, como dito alhures, o controle interno exercido pelo acionista controlador representa a principal modalidade de controle que poderá efetivamente influenciar as decisões assembleares e aprovar determinada matéria em que esteja potencialmente em conflito com a sociedade. Nesse particular, cumpre destacar os ensinamentos de Eizirik⁵³:

Verificamos, atualmente, no entanto, um gradual “esvaziamento” da assembleia geral como o *locus* onde se exerce, de fato, o poder de controle. Ainda que legalmente continue a ser o órgão que expressa a vontade social, seus poderes vêm sendo “transferidos” cada vez mais para o conselho de administração, nas companhias abertas, assim como para a chamada “reunião prévia” dos acionistas integrantes de acordos de

⁵³ EIZIRIK, Nelson. **A lei das S/A comentada** – Volume I. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 676.

acionistas, que se caracteriza como “órgão” não institucionalizado, mas de fundamental importância no processo decisório das companhias que apresentam uma estrutura de controle compartilhado. Constatamos, ademais, uma tendência no sentido até mesmo de eliminar-se a obrigatoriedade de assembleia geral, como ocorre nas sociedades limitadas com reduzido número de sócios, assim como para micro-empresas e sociedades de pequeno porte, visando a reduzir os custos e a “desburocratizar” o seu processo decisório

Duas reflexões feitas pelo referido mestre merecem destaque. A primeira relaciona-se à influência do poder de controle ao ponto de provocar um esvaziamento das assembleias. Ora, o esvaziamento em referência reforça a ideia da possibilidade do agir oportunista por parte do acionista controlador. Se as assembleias estão perdendo suas formalidades e relevância no âmbito societário, o acionista controlador estará amparado em uma menor fiscalização e monitoramento dos demais acionistas para agir em prol de seu interesse próprio. Por outro lado, e adentrando à segunda reflexão, as assembleias consistem em eventos onerosos e burocráticos. Portanto, exigir sua realização por qualquer razão e em qualquer contexto, ou ainda impedir o acionista controlador de instituir a citada dinâmica moderna de condução dos negócios sociais em assuntos com potencial lesivo baixo para os demais acionistas e companhia, poderá representar um prejuízo para todos os envolvidos. Em outras palavras, não é justificável, do ponto de vista da análise econômica do direito, restringir de modo agressivo a condução dos negócios pelo acionista controlador, quando o eventual agir oportunista deste último acarretaria prejuízo de menor relevância aos outros indivíduos.

De todo modo, é necessário destacar que o acionista controlador possui a obrigação de exercer o controle em prol do interesse social, lastreado em seu dever fiduciário com a companhia. Essa responsabilidade deriva justamente da capacidade do acionista detentor do poder de controle conduzir, de modo permanente e efetivo, os negócios da companhia. É o que preceitua Eizirik⁵⁴:

Em princípio, o exercício do poder de comandar os negócios sociais é lícito e legítimo, exercendo o acionista controlador a soberania societária e expressando a vontade da companhia. O poder de controle na sociedade anônima é atribuído ao seu titular para a consecução de determinadas finalidades, constituindo assim um “direito-função”. Como ele não constitui um poder absoluto, o legislador estabeleceu determinadas regras visando a prevenir e reprimir eventuais abusos praticados pelo acionista controlador.

⁵⁴ EIZIRIK, Nelson. **A lei das S/A comentada** – Volume I. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 677-678.

Nesse sentido, o parágrafo único do artigo 116 dispõe, expressamente, que o acionista controlador deve usar o seu poder para fazer a companhia realizar seu objeto e cumprir a sua função social. O poder de controle constitui, com efeito, um poder vinculado ao objetivo de “fazer a companhia realizar seu objeto e cumprir sua função social”, tendo o controlador deveres e responsabilidades para com os demais acionistas, para com os empregados e para com a comunidade... Ao acionista controlador compete, mais do que a qualquer outro sócio, o dever de atuar visando a alcançar tal finalidade, não só mediante o exercício do voto, mas também definindo a política empresarial e promovendo a sua aplicação pelos órgãos de administração... Portanto, poderá configurar abuso por parte do acionista controlador qualquer ato em que fique caracterizada a utilização de seu poder para atender a fins pessoais, em prejuízo dos interesses da sociedade ou dos demais interesses que ele tem o dever de preservar. O exercício do poder de controle não pode implicar benefício unilateral e exclusivo ao acionista controlador, mas deve levar em consideração os interesses da companhia e da coletividade de seus acionistas.

Eizirik é bastante preciso ao indicar que, por um lado, o exercício do poder de comandar os negócios sociais é lícito e legítimo, exercendo o acionista controlador a soberania societária e expressando a vontade da companhia, mas, por outro, a prática de ato em que fique caracterizada a utilização de seu poder para atender a fins pessoais, em prejuízo dos interesses da sociedade ou dos demais interesses será considerado abuso de poder.

Essa dualidade entre o poder legítimo do acionista controlador e o dever de agir norteado pelo interesse social tem uma acepção econômica, razão pela qual o direito de voto em si é analisado pelos doutrinadores afiliados à corrente da análise econômica do direito. Dessa forma, faz-se necessário examinar os ensinamentos dos referidos doutrinadores no que concerne ao direito de voto dos titulares de ações.

4.3 Direito de Voto para a Análise Econômica do Direito

O Direito Empresarial, em compêndio, é o ramo do Direito voltado para a atividade empresarial, às atividades de natureza econômica destinadas à produção de bens e serviços. Como regra que ressoa em diversos ordenamentos jurídicos, o Direito Empresarial consubstancia características básicas de uma sociedade empresária, quais sejam, personalidade jurídica, responsabilidade limitada, livre circulação de ações ou quotas, delegação da gestão sob uma estrutura de órgãos de administração (diretoria e conselho de administração) e a propriedade das ações

pelos investidores. Nesse aspecto, realça-se o que dizem John Armour, Henry Hansmann e Reinier Kraakman⁵⁵ a respeito:

Em economias de mercado, a maioria das empresas de grande escala adota uma forma legal que possua todas as cinco características básicas da sociedade empresarial. Na realidade, a maioria das empresas pequenas adota essa forma societária também, embora às vezes com certos desvios em relação a uma ou mais das características básicas para atingir suas necessidades especiais.

Os mesmos autores ainda esclarecem que “as sociedades empresárias possuem um conjunto semelhante de características legais fundamentais – e em face de um conjunto semelhante de problemas fundamentais – em todas as jurisdições.”⁵⁶

O direito de voto está inserido no centro das características retromencionadas e se relaciona fundamentalmente com a delegação da gestão sob uma estrutura de órgãos de administração (diretoria e conselho de administração) e a propriedade das ações pelos investidores.

Ao imputar a perspectiva econômica sobre o direito de voto com vias a examinar o conflito de interesses e a aplicação do artigo 115 da Lei das S/A, algumas reflexões devem ser consideradas.

A primeira reside na avaliação dos incentivos percebidos pelos acionistas para votar. É que, como menciona Easterbrook e Fischel⁵⁷, “quando muitos tem o direito de votar, nenhum espera que seu voto decida a discussão. Consequentemente, nenhum votante tem o incentivo apropriado para estudar os assuntos da empresa e votar de forma inteligente.”

Easterbrook e Fischel⁵⁸ apresentam um exemplo esclarecedor a respeito dos referidos incentivos:

Se, por exemplo, uma dada deliberação pudesse resultar em um ganho ou perda de \$1.000,00 para cada votante e se cada votante tiver certeza que a

⁵⁵ KRAAKMAN, Reinier; ARMOUR, John; DAVIES, Paul; ENRIQUES, Luca. HANSMANN, Henry; HERTIG, Gerard; HOPT, Klaus; KANDA, Hideki; ROCK, Edward. **The anatomy of corporate law**. 2. ed. Nova Iorque: Oxford, 2009. p. 2. (tradução livre).

⁵⁶ KRAAKMAN, Reinier; ARMOUR, John; DAVIES, Paul; ENRIQUES, Luca. HANSMANN, Henry; HERTIG, Gerard; HOPT, Klaus; KANDA, Hideki; ROCK, Edward. *op. cit.* p. 1 (tradução livre).

⁵⁷ EASTERBROOK, Frank H.; FISCHEL, Daniel R.. **The economic structure of corporate law**. Cambridge: Harvard University Press, 1996. p. 66. (tradução livre).

⁵⁸ EASTERBROOK, Frank H.; FISCHEL, Daniel R.. *op. cit.* p. 66-67. (tradução livre).

deliberação ocorrerá do mesmo modo independentemente se ele participar, então o investimento ideal em informação por parte do votante é igual a zero.

Estendendo as reflexões acerca do exemplo dado pelos referidos doutrinadores, é notório que os investimentos em informações por parte dos acionistas minoritários se multiplicam, caso se considere uma companhia com dispersão acionária. Nessa linha, haveria um custo elevado para obtenção de informações, sem a certeza de que os votos dos minoritários seriam decisivos para a aprovação ou rejeição de uma matéria.

Fato é que a existência do direito de voto está relacionada à própria assunção de risco por partes dos acionistas, bem como em razão da premissa de que, na relação societária, alguém deve decidir e delegar. Entretanto, Easterbrook e Fischel⁵⁹ chegam a questionar a importância da existência do voto em si e apresentam as seguintes considerações a respeito:

Se o voto serve para as funções que indicamos, trata-se de uma questão necessariamente empírica. Não há respostas conclusivas, mas diversas observações são sugestivas. Uma é simplesmente a sobrevivência do voto. Se não valem a pena os custos de votar, sociedades que eliminarem o voto prosperariam comparativamente às demais. Isso não ocorreu, e alguém poderá inferir que voto é benéfico. Segundo, voto facilita aquisições. Uma oferta pública por ações permite que o comprador assuma o controle da empresa alvo por meio do exercício dos votos vinculados às ações adquiridas. Tal aquisição está associada a um prêmio substancial no preço, e táticas que fazem a aquisição mais difícil são associadas à redução de preços. Terceiro, disputas de votação produzem aumento de preços – independentemente se levam a alterações de controle. O aumento do preço ocorre quando o mercado toma conhecimento da disputa e a mesma permanece mesmo quando os insurgentes são derrotados.

4.4 Considerações Finais sobre Direito de Voto

Pelo exposto acima, é possível verificar que a existência do direito de voto está enraizada na estrutura societária e nos ordenamentos jurídicos de diversos países.

⁵⁹ EASTERBROOK, Frank H.; FISCHEL, Daniel R.. **The economic structure of corporate law**. Cambridge: Harvard University Press, 1996. p. 70-71. (tradução livre).

Conforme sustentado acima, o conflito de interesses no âmbito do exercício do direito de voto poderá ter como protagonista qualquer acionista, inclusive os minoritários. No entanto, o acionista controlador é aquele que efetivamente poderá causar prejuízos aos demais acionistas e à companhia nesse contexto, pois é o titular de direitos que asseguram, de modo permanente, a maioria nas deliberações da assembleia geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia.

Em razão da existência dessa possibilidade de verificação do agir oportunista por parte do controlador, a lei societária atribuiu ao legítimo exercício do poder de comandar os negócios sociais a obrigação de zelo em relação ao interesse social e a função social da companhia. Sem prejuízo, todos os acionistas devem votar consubstanciados no interesse social e não no seu interesse particular.

O voto, garantido aos acionistas titulares de ações ordinárias, está lastreado em valor econômico, como destacado acima. O voto, em síntese, é fundamental para a organização societária, na medida em que permite a tomada de decisões e a condução das atividades empresariais por parte das orientações exaradas pelo acionista controlador.

Diante da relevância econômica e política do voto, qualquer restrição à sua legítima manifestação deve ser vista com preocupação, pois agride um conceito arraigado na estrutura das sociedades anônimas, distorcendo as bases de precificação das ações da companhia, dada a distinção de valor atribuída às ações componentes do bloco de controle, se comparadas às demais ações que compõem o capital social. Por conseguinte, a avaliação da correta exegese do artigo 115 da Lei das S/A, seja por meio da adoção da corrente formalista ou materialista deve considerar as acepções econômicas e políticas do direito de voto apresentadas nesse Capítulo. A partir do Capítulo 5, este trabalho discorre de modo detalhado sobre as teorias existentes acerca do artigo 115 para então expor a jurisprudência existente a respeito e finalmente tecer comentários sobre a compreensão do conflito de interesses sob o prisma da análise econômica do Direito.

5 A EVOLUÇÃO DO INSTITUTO DO CONFLITO DE INTERESSE NO BRASIL

5.1 Considerações Iniciais

A disciplina de proteção ao interesse social só veio a encontrar regulação mais completa e abrangente no direito positivo brasileiro com a promulgação da Lei 6.404, de 15.12.76. Anteriormente, o tema era tratado pelo Decreto-Lei n. 2.627, de 26 de setembro de 1940. Carvalhosa⁶⁰ assim expõe a forma pela qual o referido decreto tutelava e disciplinava o conflito de interesse entre acionistas e companhia:

O Decreto-Lei n. 2.627, de 1940, regulava a matéria de forma menos ampla. Preceituava o art. 82 do diploma revogado que o acionista não poderia votar nas deliberações da assembleia geral relativas ao laudo de avaliação de bens com que concorresse para a formação do capital social, nem nas que viessem a beneficiá-lo de modo particular. E o art. 95 do direito societário de 1940 preceituava que responderia por perdas e danos o acionista que, tendo em uma operação interesses contrários aos da sociedade, votasse em deliberação que determinasse com seu voto a maioria necessária. Já quanto aos diretores e conselheiros fiscais da companhia, o antigo diploma continha dispositivo vedatório da votação que pudesse conflitar com os interesses da companhia. Assim, o art. 100 da antiga lei determinava que não poderiam tomar parte na votação referente às contas da diretoria, balanço e parecer do Conselho Fiscal os membros desses órgãos. Vê-s, pois, que o Decreto-Lei n. 2.627, de 1940, proibia o acionista de votar nas deliberações da assembleia geral relativas ao laudo de avaliação dos bens com que concorresse para a formação do capital social e nas decisões que viessem a beneficiá-lo de modo particular ou, ainda, enquanto diretor, na aprovação das suas contas. Não havia impedimento expreso ao acionista com interesse formalmente contrário ao da companhia, de votar. Responderia, no entanto, por perdas e danos, se a deliberação influenciada pelo voto substancialmente conflitante, a ponto de com ele formar-se a maioria necessária.

O tratamento atual dado ao conflito de interesses configurado entre acionistas e companhia é regulamentado pelas disposições do artigo 115 da Lei das S.A., *in verbis*:

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

⁶⁰ CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à lei das sociedades anônimas**. 5. Ed. São Paulo: Sarava, 2011. V. 2, p. 490.

prejuízo para a companhia ou para outros acionistas. (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001)

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

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

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

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

Em comparação ao antigo regramento feito sobre a matéria, a Lei das S/A instituiu a figura do abuso do direito de voto. Do mesmo modo, tratou de quatro hipóteses de impedimento do direito de voto do acionista, quais sejam, nas deliberações relativas ao laudo de avaliação de bens com que concorrer para a formação do capital social, à aprovação de suas contas como administrador, em quaisquer outras que puderem beneficiá-lo de modo particular, ou em que tiver interesse conflitante com o da companhia.

Note-se, portanto, que o parágrafo primeiro determina que o acionista não poderá votar nas deliberações da assembleia geral que puderem beneficiá-lo de modo particular, ou em que tiver interesse conflitante com o da companhia. Esse dispositivo legal, no entanto, gera relevante divergência doutrinária quanto ao modo de sua aplicação. Há duas grandes correntes concernentes a essa temática, conhecidas como formalista e materialista, não obstante existam outros posicionamentos derivados de tais doutrinas que não se enquadram precisamente na dicotomia formal/material.

Em síntese, a corrente formalista acerca do tema defende que o conflito de interesses seria verificável *a priori*, objetivamente, razão pela qual não haveria sequer a obrigatoriedade de apuração do voto do acionista em contraposição à análise dos interesses sociais da companhia. Não haveria, portanto, necessidade de verificar se a deliberação conflitante, para a qual o voto do acionista em conflito não será computado, é pautada por termos e condições equitativos e segundo práticas de mercado.

A segunda corrente, conhecida como materialista, por seu turno, argumenta basicamente que o conflito de interesses somente pode ser verificado posteriormente à realização da assembleia, perante a prova do prejuízo ocasionada à companhia. O conflito de interesses tão somente poderia ser verificado no caso concreto, *a posteriori*, materialmente.

Cumpra, doravante, discorrer detalhadamente acerca da divergência existente a respeito.

5.2 Teoria Formalista

Como dito na introdução desse Capítulo, a corrente doutrinária defensora do conflito formal de interesses expõe fundamentalmente que o conflito de interesses seria verificável *a priori*, objetivamente, razão pela qual não haveria sequer a obrigatoriedade de apuração do voto do acionista em contraposição à análise dos interesses sociais da companhia.

Para os formalistas, por consequência, a regra do impedimento de voto deve ser posta em prática previamente à deliberação da companhia, uma vez que constituiria uma proibição cautelar do exercício do poder de voto. Modesto Carvalhosa e Nelson Eizirik são notáveis expoentes da corrente formalista, razão pela qual cumpre apresentar as reflexões dos eminentes doutrinadores a respeito da questão em voga.

Carvalhosa⁶¹ inicia seu raciocínio pelo argumento segundo o qual as quatro hipóteses de impedimento do exercício do direito de voto indicadas no parágrafo primeiro do artigo 115 não admitem construção administrativa, jurisdicional ou arbitral quanto à restrição de direito subjetivo essencial. Segundo ele⁶²:

No caso de abuso do voto (*caput*), caberá à jurisdição competente enquadrar a conduta na definição contida no caput do artigo. E no que respeita ao impedimento do voto do parágrafo 1º, deve a dicção judicial, administrativa (CVM) ou arbitral cingir-se objetivamente ao descumprimento de uma das quatro hipóteses aí tipificadas. Não cabe aqui nenhuma construção interpretativa ou extensiva a respeito, já que se trata de

⁶¹ CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à lei das sociedades anônimas**. 5. ed. São Paulo: Saraiva, 2011. V. 2, p. 491.

⁶² CARVALHOSA, Modesto. *op. cit.* p. 492.

restrição do exercício do exercício de direito subjetivo essencial do acionista, de votar.

Em razão dessas considerações, verifica-se que Carvalhosa faz uma distinção entre o tratamento dado à aplicação do *caput* do artigo 115 e do parágrafo primeiro: quanto ao *caput*, o órgão judicante deve enquadrar a conduta na definição contida na lei. Há, portanto, determinação no sentido de que o acionista deve votar em favor do interesse social, seguida pela conceituação da conduta e ilícita; e, em relação ao parágrafo primeiro, o normativo taxativamente proíbe o acionista de votar. Carvalhosa⁶³ complementa, nesse particular, que:

Desse modo, o parágrafo primeiro taxativamente proíbe a prática do voto nas quatro circunstâncias que exaustivamente elenca. E o faz sem nenhuma sanção, na medida em que descarta o ilícito para declarar a nulidade. Assim, pode o laudo estar correto, podem as contas estar absolutamente em ordem, pode o benefício particular não se efetivar, pode o contrato unilateral ou bilateral ser equitativo. Mesmo assim, a proibição da prática do voto se impõe. A nulidade é sempre formal e, portanto, apriorística e independe de o seu efeito ser lícito ou ilícito. A eventual ilicitude se opera em outra esfera da invalidade do negócio jurídico prescrita no art. 186 do Código Civil: “Aquele que, por ação ou omissão voluntária, negligência ou imprudência, violar direito e causar dano a outrem, ainda que exclusivamente moral, comete ato ilícito”.

Sob esse prisma, o doutrinador argumenta que o conflito de interesses deve ser averiguado *a priori*, independentemente da verificação efetiva do dano e deve, por isso, sempre ocorrer por existir o vício insanável. Para Carvalhosa, “o impedimento é formal, por ser nulo de pleno direito o seu ilegal exercício.” O renomado autor ainda prossegue afirmando que:

Portanto, diferentemente do (i) abuso do voto, que demanda para sua caracterização a finalidade objetiva de causar prejuízo material ou moral (art. 186 do Código Civil), o (ii) impedimento do voto independe da existência ou não de dano real ou moral para sua plena nulidade, e que por isso é de natureza formal e apriorística, e independe de sanção (art. 166, VII, do Código Civil).

Como dito alhures, Eizirik⁶⁴ sustenta posição similar à de Carvalhosa ao esclarecer que:

⁶³ CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à lei das sociedades anônimas**. 5. ed. São Paulo: Saraiva, 2011. V. 2, p. 493.

⁶⁴ EIZIRIK, Nelson. **A lei das S/A comentada** – Volume I. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 660.

[...] o acionista não pode votar, independentemente da sua intenção ou do mérito da deliberação. Caso manifeste o seu voto, o presidente da mesa não o computará; a deliberação assemblear, tomada com seu concurso, se necessário o voto para formar a maioria, será anulável... Tratando-se de uma proibição absoluta, o conflito de interesses seria formal, verificado *ex ante*, pela simples posição ocupada pelo acionista e a companhia em determinada relação jurídica; entendendo-se, por outro lado, ser necessário analisar o mérito da deliberação, o conflito seria de natureza substancial.

O entendimento acima referido, segundo o qual o conflito de interesse é apurado de modo formal restou manifestado pelo Tribunal de Justiça de São Paulo⁶⁵:

Sociedade Anônima. Ação anulatória de deliberação tomada em AGE, cumulada com indenização por danos materiais e morais. Agravo retido. Legitimidade da co-requerida VOE CANHEDO para compor o pólo passivo da demanda, que envolve pleito indenizatório, reconhecida. Aplicação do disposto no artigo 115, parágrafo 3º, da LSA. decisão mantida. RECURSO DESPROVIDO. Aumento do capital social da companhia, mediante a incorporação das ações de duas empresas. Empresas incorporadas pertencentes ao mesmo grupo econômico do acionista controlador. Conflito de interesses patenteado a obstar o voto do acionista controlador na deliberação de incorporação. AGRAVO RETIDO DESPROVIDO, com PARCIAL PROVIMENTO do APELO INTERPOSTO PELAS RÉS.

A Comissão de Valores Mobiliários – CVM, que já alternou seu posicionamento acerca do tema, ora pela defesa da corrente formalista, ora pela materialista, vem atualmente se manifestando a favor da teoria formal do conflito de interesse.

O primeiro caso bastante citado no que diz respeito à jurisprudência da CVM sobre a aplicação do artigo 115 da Lei das S/A é conhecido como caso TIM. Em compêndio, no Processo Administrativo Sancionador CVM nº TA/RJ2001/4977, julgado em 19 de dezembro de 2001, analisou-se a possibilidade de voto, pela Tele Celular Sul Participações S.A. ("TCS"), controladora da CTMR Celular S.A. ("CTMR"), em assembleia para deliberar sobre contrato firmado entre a CTMR e a Telecom Italia Mobile ("TIM"), controlada indiretamente pela "TCS".⁶⁶

A Diretora Norma Parente manifestou entendimento no sentido de que o fato de a TCS figurar, simultaneamente, em posições contratuais opostas, ainda que

⁶⁵ SÃO PAULO. Tribunal de Justiça do Estado. **Apelação nº 613.178-4**. Apelante: Massa Falida da Viação Aérea de São Paulo S.A. Apelado: Fazenda do Estado de São Paulo. Relator: Donegá Morandini, da 3ª Câmara de Direito Privado. Julgamento: 11 mai. 2010.

⁶⁶ PROCESSO ADMINISTRATIVO nº RJ 2009-13179. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/descol/respdecis.asp?File=7190-4.HTM>>. Acesso em: 29 set. 2013.

indiretamente, configuraria, necessariamente, o conflito de interesses. Na ótica do voto vencedor da Diretora Norma, não se mostrava necessária, sequer, a apuração do voto da TCS, em contraposição à análise dos interesses da companhia, do mesmo modo que não seria necessário verificar se o contrato era negociado a preços equitativos.

Em razão do prevalecimento do voto da Diretora Norma, firmou-se na CVM o entendimento de que o conflito de interesses, previsto no parágrafo 1º do artigo 115, seria verificável a priori, objetivamente.

Nessa ocasião, entretanto, o Diretor Luiz Antonio de Sampaio Campos manifestou-se em sentido oposto, para defender que o conflito de interesses só poderia ser verificado no caso concreto, *a posteriori*, pois:

O acionista é quem deve julgar, a princípio, se está em conflito de interesse, no sentido de que somente o acionista pode, de antemão, saber se irá privilegiar algum interesse (i.e. o interesse que não é da sociedade).

Nessa linha de pensamento, concluiu que:

A presunção a priori é algo, a meu ver, muito violento e assistemático dentro do regime do anonimato, pois afasta a presunção de boa-fé, que me parece ser a presunção geral e mais tolhe um direito fundamental do acionista ordinário que é o direito de voto, no pressuposto de que ele não teria como resistir à tentação. Dito de outra forma, estar-se-ia a expropriar o direito de voto do acionista no pressuposto de que ele poderia vir a prejudicar a companhia mediante o seu exercício, em virtude de um aparente conflito de interesse. Haveria a presunção de que o acionista perpetraria uma ilegalidade acaso fosse lícito que proferisse o seu voto, numa espécie de consagração da fraqueza humana. Prefiro, em situações genéricas, entender que as pessoas cumprem a lei, que não se deixam trair por seus sentimentos egoísticos, porque, como disse, a boa-fé é a regra igualmente o cumprimento da lei e a inocência. Ora, se isto não fosse verdade, talvez fosse melhor não haver sociedade, pois a confiança é algo fundamental nas relações societárias, até mesmo nas companhias abertas, pois ninguém, em sã consciência, gostaria de ser sócio de alguém em que não confia, principalmente se este alguém for o acionista controlador. Parece-me, assim, evidente a distorção, pois a presunção de hoje e sempre é que as pessoas cumprem a lei.

A posição minoritária alinhada à corrente material acabou por ganhar força na autarquia federal, como se verá adiante. Contudo, é necessário ressaltar, de antemão, que o Colegiado da CVM decidiu por rever seu entendimento acerca da temática, retomando o entendimento pelo conflito formal de interesses. Isto ocorreu, precisamente, no caso Tractebel, no qual pretendia-se a aquisição pela Tractebel

Energia S.A. ("Tractebel") da totalidade das ações ordinárias de emissão da Suez Energia Renovável S.A. ("SER"), detidas pela GDF Suez Energy Latin America Participações Ltda. ("GDF") – esta última também controladora da Tractebel. Em atenção ao artigo 256 da Lei nº 6.404/76, a proposta seria submetida à ratificação, por meio de assembleia geral de acionistas.

A discussão em tela residiu na verificação se a GDF poderia, nos termos do artigo 115, parágrafo 1º, da Lei 6.404/76, votar na assembleia geral que pudesse beneficiá-la de modo particular ou em que tivesse interesse conflitante com o da Tractebel.

Cumprido destacar, no litígio administrativo em questão, que a GDF contratou consultores especializados e estaria disposta a criar um Comitê Especial Independente para Transações com Partes Relacionadas, nos moldes preconizados pelo Parecer de Orientação CVM nº 35, com o objetivo de resolver a questão do potencial conflito de interesses.

Contudo, a CVM entendeu por maioria de votos que a GDF não poderia votar na assembleia da Tractebel, sob o argumento de que o acionista que contrata com a companhia não pode exercer seu direito de voto na assembleia que deliberar sobre o contrato, aplicando-se o conflito formal de interesses.

5.3 Teoria Materialista

A segunda corrente, conhecida como materialista, argumenta basicamente que o conflito de interesses somente pode ser verificado posteriormente à realização da assembleia, perante a prova do prejuízo ocasionado à sociedade. O conflito de interesses tão somente poderia ser verificado no caso concreto, *a posteriori*, materialmente.

Como expoentes notáveis da teoria materialista, destacam-se José Waldecy Lucena, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França, Fábio Comparato e Luiz Gastão Paes de Barros Leães. Lucena⁶⁷ expõe que:

⁶⁷ LUCENA, José Waldecy. **Das sociedades anônimas comentários à lei** – Volume I. Rio de Janeiro: Renovar, 2009. p. 1066-1067.

Surpreendido o conflito entre o interesse da companhia (que é também o da comunidade societária) e o interesse particular e pessoal do acionista, determina o dispositivo sob comento que a opção seja pelo primeiro, passando então a indicar, em seu parágrafo primeiro, as matérias em que, aflorando o conflito de interesses, fica proibido ao acionista o exercício do direito de voto: a) aprovação do laudo de avaliação dos bens com que concorreu para a formação do capital social; b) aprovação de suas contas como administrador; c) deliberações que possam beneficiá-lo de modo particular; d) deliberações em que tenha interesse conflitante com o da companhia.

Em sequência, o referido autor adentra à dicotomia formal/material existente ao explicar que:

Antolham-se aí regras específicas, nas quais surge evidente o impedimento do acionista em votar matérias que lhe digam respeito pessoal (alíneas a e b), e regras gerais, demandantes de uma apuração casuística (alíneas c e d). Daí a distinção estabelecida em doutrina entre o conflito formal e conflito substancial ou material. No primeiro, a conflituosidade é *ex-legis*, não admitindo discussões casuísticas, éticas ou culposas, como ocorrem com os dois casos típicos acima mencionados, previstos na primeira parte do parágrafo 1º do artigo comentado. No segundo, a conflituosidade deve ser examinada caso a caso, inclusive adentrando-se ao mérito da deliberação tomada, para se concluir se o acionista, ao exercer o direito de voto, procurou alcançar algum benefício de modo particular, ou tinha interesse conflitante com o da companhia (cf. última parte do parágrafo primeiro, do dispositivo sob comento).

Ao tratar da última parte do parágrafo primeiro, o renomado doutrinador levanta a indagação que permeia a discussão em torno do conflito de interesse, para então apresentar a sua solução, afastando-se, em certa medida, da clássica definição de conflito material de interesses:

Uma indagação impõe-se: se o próprio acionista não denunciar a existência do conflito de interesse em razão do qual deve se abster de votar, poderá a mesa diretora dos trabalhos da assembleia impedir-lhe o voto? Nos dois casos de impedimento absoluto de voto – aprovação de laudo de avaliação e de contas como administrador – a resposta somente pode ser afirmativa, haja vista que, nesses casos, como referiu Comparato, estamos em face de “situações de conflito aberto de interesses. Mas, nos casos de impedimento relativo de voto – deliberação que benéfica de modo particular o votante e interesse conflitante com o da companhia – como se procederá? A nós nos parece que, se de plano e *a priori*, a mesa diretora dos trabalhos da assembleia constatar uma dessas situações de impedimento de voto, ou algum acionista presente alegá-la, cumpre à mesa, no comando da assembleia, proibir que o acionista exerça o direito de voto, já que então dele desprovido. Se o acionista não aceitar essa impugnação de voto, cumpre à mesa submeter a questão, de imediato, à assembleia geral em curso, a qual então deliberará pela suspensão, ou não, do exercício do direito de voto na matéria sob suspensão (art. 120). E se o acionista votar, sem que a mesa tenha detectado o impedimento ou alguém o tenha alegado, assim poderá qualquer acionista pleitear *a posteriori* a anulação

da deliberação tomada, caso o voto irregular tenha sido determinante para a sua formação.

Note-se, por consequência, que José Waldecy Lucena, na realidade atribui à mesa diretoria dos trabalhos assembleares a competência para, diante da verificação apriorística do conflito, o dever de deixar de computar o voto do acionista conflitado. No entanto, por ter considerado que as situações de benefício particular e conflito de interesses são verificadas materialmente, argumenta que qualquer acionista pode pleitear *a posteriori* a anulação da deliberação tomada, caso o voto irregular tenha sido determinante para a sua formação.

Erasmus Valladão, como citado acima, também apresentou suas reflexões acerca da temática em voga. Valladão⁶⁸ expressa a seguinte indagação:

Passemos, agora, à análise da última hipótese regulada no dispositivo legal em estudo, ou seja, das deliberações em que o acionista tiver “interesse conflitante com o da companhia”. É certo que, interpretada literalmente a lei, também neste caso estabelece uma proibição do voto pelo acionista. O que se indaga, porém, é se aqui se está em presença de um *divieto di voto* propriamente dito, cuja violação acarreta, automaticamente, a nulidade do voto – para o que será necessário configurar a conflito de interesse meramente formal – ou se, tal como no artigo 2.373 do código civil italiano, o que a lei estabelece é uma proibição acautelatória, cuja violação somente ocasionará a nulidade do voto após o exame de seu conteúdo – vale dizer, na ocorrência de um conflito substancial de interesse.

Valladão progride em seu raciocínio destacando as considerações de Carvalhosa, Leães e Comparato a respeito, para então discorrer sobre seu ponto de vista:

Comentando a hipótese à luz da Lei 6.404, Carvalhosa rejeita expressamente a lição da Valverde, sustentando ser “impossível encarar a questão casuisticamente”. Para ele, “o conflito de interesses das partes, que existe em todo o contrato bilateral ou unilateral, é razão formal para a suspensão do exercício do voto pelo acionista pré-contratante ou contratante com a sociedade. Daí, não poder o sócio – que é ou será parte contratual – formar a vontade da outra parte, que é ou será a companhia. Já Leães entende que o interesse conflitante deverá ser apurado em cada caso concreto, conforme as circunstâncias, afastando um critério formal, ou apriorístico. Para Comparato, igualmente, a existência de uma contradição de interesses é *quaestio facti*, a ser apreciada em concreto; segundo ele, porém, ocorrerá também impedimento de voto, na medida em que “o conflito de interesses transpareça *a priori* da própria estrutura da relação ou

⁶⁸ FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. **Conflito de interesses nas Assembleias de S.A.** São Paulo: Malheiros, 1993. p. 13-14.

negócio sobre que se vai deliberar, como, por exemplo, um contrato bilateral entre a companhia e o acionista.

Após realçar as posições divergentes dos supracitados autores, Valladão apresenta sua própria argumentação:

Nesse ponto estamos com Leães (e, em parte, com Comparato). Em primeiro, parece evidente que o legislador brasileiro, ao disciplinar a matéria, não teve em vista um conceito meramente formal de conflito de interesses, restrito à hipótese em que o acionista se acha em situação contraposta à companhia, como ocorre num contrato bilateral. O conceito adotado em nossa lei de sociedades por ações deve ser extraído, a nosso ver, do *caput* do art. 115, onde se define o voto abusivo. (...) Em segundo lugar, como muito bem argumenta Leães, citando Mengoni, o *divieto di voto*, como sistema de tutela do interesse da companhia, “vem sendo restringido gradativamente a hipóteses excepcionais, em face das necessidades do mundo econômico moderno, caracterizado pela concentração empresarial. Nas relações entre sociedades controladoras e controladas, estas pedem grande parte de sua autonomia empresarial. É a sociedade controladora que toma, soberanamente, as decisões mais importantes. Essa perda de autonomia de gestão empresarial traduz-se, frequentemente, senão sempre, pelo sacrifício dos interesses dos interesses de cada sociedade ao interesse do grupo. A lei sanciona essa realidade e estabelece regras para a convivência entre ambas, já que, formalmente, elas se encontram sempre em posição de potencial conflito de interesses. Daí a tendência a adotar um sistema de controle *ex post* do exercício de voto, fulminando-o quando, do conflito de interesse, resulte ele objetivamente idôneo a acarretar dano à sociedade ou a outros acionistas, ou perseguir vantagens indevidas, para si ou para outrem.

Erasmus Valladão vai além e afirma que:

Seria inconcebível que o legislador, ciente da realidade constituída pela concentração empresarial do mundo hodierno, a ponto de regulá-la na lei, tivesse pretendido estabelecer um sistema formal de proibição de voto, o que praticamente eliminaria a possibilidade da sociedade controladora votar nas assembleias da controlada, dado o potencial conflito de interesses em que se acham.

Como dito alhures, o Colegiado da CVM também se posicionou, em certas feitas, em favor da teoria material.

No Processo Administrativo Sancionador CVM nº TA/RJ2002/1153, julgado em 6 de novembro de 2002, conhecido como Caso Previ, verificou-se a possibilidade de a Previ e a Sistel, na qualidade de acionistas da Tele Norte Leste Participações S.A. ("TNLP"), votarem na assembléia geral da TNLP, que aprovou a celebração de um contrato entre a Telemar, controladora da TNLP, e as concessionárias controladas pela TNLP.

Em resumo, a Previ e a Sistel possuíam tanto participação direta na controlada TNLP, quanto indireta na controladora, Telemar, o que configuraria o interesse conflitante para votar sobre o contrato entre aquelas empresas (TNLP e Telemar).

Nesse caso, o Colegiado da CVM afirmou que o acionista, controlador ou não, deve exercer seu direito de voto no interesse da companhia. Se houver, por conseguinte, uma desobediência a esse princípio, estará caracterizado o abuso do direito de voto e, no caso específico, o conflito de interesses prevalecendo, portanto, a teoria material de conflito de interesses.

Em 16 de dezembro de 2004, no julgamento do processo nº RJ2004/5494, referido como caso Ambev, relativo a recurso contra a decisão da Superintendência de Relações com Empresas ("SEP"), o Colegiado da CVM apreciou a alienação do controle da Companhia de Bebidas da América ("Ambev") via permuta de ações com a Interbrew S.A. ("Interbrew").

No caso, alguns acionistas argumentaram que os controladores da Ambev não poderiam ter participado da deliberação para aprovar a incorporação da Labatt Brewing Canadá Holding Ltd. ("Labatt"), pois persistiria obrigação da Ambev, perante a Interbrew, de votar favoravelmente na referida deliberação.

Prevaleceu o entendimento de que o conflito de interesses, na forma prevista no artigo 115, parágrafo 1º, não seria aplicável, por tratar-se de incorporação de empresa sob controle comum, aplicando-se o disposto no artigo 264, caput e parágrafo 4º, da Lei nº 6.404/76. No entanto, restou consignado na decisão do Colegiado que a teoria substancial do conflito de interesses representaria o entendimento mais correto.

No mesmo sentido destacado acima, cumpre destacar a manifestação exarada pelo Superior Tribunal de Justiça⁶⁹:

Esse conflito de interesses de determinados acionistas e a empresa tem que ser absolutamente estridente, porque uma pessoa jurídica tem por objetivo o lucro, e o dono da empresa é exatamente quem detém a maioria do capital." "Na sociedade comercial há conflito de interesse e de força, prevalecendo a força do capital, porque isso é inerente à natureza da sociedade." "Não existindo um interesse estritamente colidente de um

⁶⁹ BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Processual Civil. **Recurso Especial nº 131.300-RS**. Recte.: Jorge Moreira da Silva e cônjuge. Recdo.: José Abrão dos Santos e cônjuge. Rel. Min. Cesar Asfor Rocha, da 4ª Turma. Brasília. 20.05.1997. Diário de Justiça da União, 04 ago. 1997, p. 34774.

acionista em relação à própria empresa, não há razão para se afastar da votação o acionista.

Ademais, cumpre citar Luiz Gastão Paes de Barros Leães⁷⁰ ao invocar Luigi Mengoni, para o qual:

A 'proibição de voto' como sistema de tutela do interesse social vem sendo restringida gradativamente a hipóteses excepcionais, em face das necessidades do mundo econômico moderno, caracterizado pela concentração empresarial. Nas relações entre sociedades controladoras e controladas, estas perdem grande parte de sua autonomia empresarial. (...) Daí a tendência a adotar um sistema de controle ex post do exercício de voto; fulminando-o quando, do conflito de interesse, resulte ele objetivamente idôneo a acarretar dano à sociedade ou a outros acionistas, ou perseguir vantagens indevidas, para si ou para outrem.

Ainda na mesma ótica, Nascimento⁷¹ afirma que:

Até mesmo por uma questão jurídica a proibição do voto a priori, diante da ocorrência de conflito de interesses meramente formal, enseja riscos irremediáveis, diferentemente dos riscos aos quais se submeteriam as companhias com a aplicação dinâmica do critério substancial, através da qual se permitiria que fossem desconstituídos os votos viciados, e anulada a deliberação.

Por fim, cumpre destacar certas jurisprudências que elucidam a defesa da corrente material. Primeiramente, insta mencionar o Caso HEDGING GRIFFO / M&G POLIÉSTER S/A, decorrente da Apelação n. 9090736-96.2009.8.26.0000, que tramitou no Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo.

No caso HEDGING GRIFFO / M&G POLIÉSTER S/A, tratou-se o litígio da tentativa da HEDGING GRIFFO, na condição de acionistas minoritários da M&G POLIÉSTER S.A., obstar os votos da controladora MOSSI & GHISOLFI INTERNATIONAL S.A na assembleia que deliberou a incorporação da M&G POLÍMEROS S.A. pela M&G POLIÉSTER S/A.

No processo em tela, a decisão ressaltou que os acionistas têm o dever de exercer o direito de voto no interesse da companhia, prevalecendo, em princípio, os interesses da sociedade sobre o interesse dos acionistas, minoritários ou não. No

⁷⁰ LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. **Pareceres** – Volume I. São Paulo: Singular, 2004. p 181.

⁷¹ NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. Conflito de Interesses no Exercício do Direito de Voto nas Sociedades Anônimas (2ª parte). **Revista de Direito Bancário e de Mercado de Capitais**, São Paulo, v. 7, nº 25, julho/setembro, 2004.

caso, não houve prova de que a decisão tomada pela controladora tenha prejudicado os interesses das sociedades incorporada e incorporadora. Daí, impende destacar que os Desembargadores entenderam pela compatibilidade do instituto da incorporação com o Artigo 115 da lei societária, o que difere do entendimento exarado pela CVM no Caso Ambev.

Segundo a decisão, a redução da participação acionária dos acionistas da sociedade incorporadora é uma das consequências possíveis, inerente a qualquer operação de incorporação, não implicando, por si só, em abuso de direito por parte do controlador, razão pela qual o alegado conflito material de interesses não resultou em anulação da deliberação assemblear.

Impende citar, do mesmo modo, a Apelação n. 990.10.328881-5, que tramitou perante o Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, o qual é referido doravante como Caso Luiz Augusto Muller / Benedito Augusto Muller.

No mérito da ação em questão, Luiz Augusto Muller pretendia defender que o fato de ser devedor da companhia do qual é sócio não configuraria conflito de interesses e que, portanto, poderia manifestar seu voto em assembleia.

No entanto, a decisão adotou o entendimento de que o interesse da companhia seria receber seus créditos, por conseguinte, caberia a Luiz Augusto Muller pagar o que efetivamente devia, a fim de que seu voto na assembleia geral não tivesse caráter conflitante com os interesses específicos da companhia. Assim, caracterizada a colidência entre os interesses recíprocos, visto que Luiz Augusto Muller é devedor, aplicou-se o artigo 115, caput, última parte, da Lei n. 6.404/76 e, aplicando a teoria do conflito material *ex post* negando-se a suspensão de deliberação em assembleia que suspendera a fruição de dividendos por ser devedor da companhia da qual era sócio.

5.4 Considerações Finais sobre a Aplicação do Conflito de Interesse na Lei Societária

Como visto ao longo deste Capítulo a disciplina de proteção ao interesse social só veio a encontrar regulação mais completa e abrangente no direito positivo brasileiro com a promulgação da Lei 6.404, de 15.12.76.

O tratamento atual dado ao conflito de interesses configurado entre acionistas e companhia é regulamentado pelas disposições do artigo 115 da Lei das S.A., o qual tratou, em seu parágrafo primeiro, de quatro hipóteses de impedimento do direito de voto do acionista, quais sejam, nas deliberações relativas ao laudo de avaliação de bens com que concorrer para a formação do capital social, à aprovação de suas contas como administrador, em quaisquer outras deliberações que puderem beneficiá-lo de modo particular, ou em que tiver interesse conflitante com o da companhia.

No que concerne às duas primeiras hipóteses de impedimento do direito de voto, a doutrina e jurisprudência acima destacadas encontram certa convergência de entendimentos, pelo que entendem que se trata de conflito formal de interesse, de natureza absoluta e objetiva, impedindo a manifestação do voto do acionista, ainda que o laudo de avaliação ou a avaliação dos bens tenham sido feitos de modo apropriado.

Entretanto, quanto às duas últimas situações originárias do impedimento de voto do acionista, deliberações da assembleia geral que puderem beneficiá-lo de modo particular, ou em que tiver interesse conflitante com o da companhia, as divergências doutrinárias e jurisprudenciais, residem notadamente na dicotomia formal/material.

Antes de discorrer sobre as conclusões tidas quanto à divergência em voga, insta ressaltar a diferença entre situações que podem beneficiar o acionista de modo particular e situações que representam conflito de interesse.

O benefício particular verifica-se quando há vantagem, resultado ou efeito para um acionista e prejuízos percebidos pelos demais acionistas, no cerne de uma determinada operação. Nessa linha, o benefício particular toma lugar quando, diante da realização de uma operação da qual a comunhão dos acionistas participa, um aferi benefícios em detrimento dos demais.

No que diz respeito ao conflito de interesse, por sua vez, sua verificação decorre da impossibilidade do acionista contribuir para a formação da vontade da companhia, visto que se encontra, ao mesmo tempo, em posição contraposta. Não há, dessa maneira, envolvimento necessário de todos os acionistas (a relação conflituosa se dá entre acionista e companhia), bem como não é requisito para sua configuração a ocorrência de prejuízo para a companhia.

Retomando a divergência sobre a verificação do conflito de interesses, em compêndio, a corrente formalista acerca do tema defende que o conflito de interesses seria verificável *a priori*, objetivamente, razão pela qual não haveria sequer a obrigatoriedade de apuração do voto do acionista em contraposição à análise dos interesses sociais da companhia. Não se apura, nessa ótica, o eventual prejuízo ao interesse social, nem mesmo se as condições da matéria objeto da deliberação são equitativas e segundo práticas de mercado.

A segunda corrente, conhecida como materialista ou substancial, por seu turno, argumenta basicamente que o conflito de interesses somente pode ser verificado posteriormente à realização da assembleia, perante a prova do prejuízo ocasionado à companhia. O conflito de interesses tão somente poderia ser verificado no caso concreto, *a posteriori*, materialmente.

Como explanado nesta dissertação, a jurisprudência, tanto no âmbito da CVM quanto no Judiciário, decidiu, ora pela corrente formalista, ora pela materialista. No âmbito da CVM, é emblemático o fato de que seu colegiado apresentou entendimento inicial baseado na corrente formal, passando à corrente material e retornando à prevalência da aquela teoria.

Ao analisar ambas as teorias, bem como certas variações doutrinárias que não se afastam em grande medida da dicotomia existente, conclui-se que a teoria formal, pela qual o conflito de interesse não admite construção administrativa, jurisdicional ou arbitral quanto à restrição de direito subjetivo essencial, representa a melhor exegese do conteúdo normativo do parágrafo primeiro do artigo 115 da Lei das S/A.

O parágrafo primeiro estabelece taxativamente hipóteses de proibição da prática do voto nas quatro circunstâncias que exaustivamente elenca, razão pela qual o conflito de interesses deve ser averiguado *a priori*, objetivamente, independentemente da verificação efetiva do dano.

Tratando-se de proibição absoluta, formal, verificado *ex ante*, verificado em decorrência da simples posição ocupada pelo acionista e a companhia em determinada relação jurídica, impende refletir sobre as implicações da análise econômica sobre o tema em discussão.

Nessa esteira, a interpretação mais apropriada do texto legal em questão deve adotar a premissa de que “o acionista não é o juiz soberano para decidir sobre a existência ou não do conflito, sabido que o mesmo é puramente formal. Do

contrário, fosse um comando moral, efeito inerente da corrente que defende as considerações substanciais e *ex post* do conflito, a decisão do acionista seria soberana e incontestável frente até ao Judiciário, já que a análise do animus daquele seria praticamente impossível. Permitir o voto, para depois questionar-se sobre a existência de dano ou mesmo se havia ou não conflito de interesses só tumultuaria a vida da sociedade, com as incertezas que podem advir de discussões judiciais, que dependem de provas complexas e que terminam gerando incertezas quanto aos seus rumos. Portanto, a preservação da harmonia e segurança da atividade empresarial, também, impõe a medida preventiva.”⁷²

Como dito ao longo dessa dissertação, um sistema jurídico extremamente regulatório não é benéfico para o ambiente empresarial, pois exige procedimentos protocolares mesmo quando estes não são necessários e salutares. Tendo em vista que a melhor interpretação do parágrafo primeiro do artigo 115 da lei das S/A consiste na imputação do impedimento de voto ao acionista que encontrar-se em situação conflituosa com a companhia, é relevante tecer algumas conclusões sobre a relevância da análise econômica do direito para a compreensão e aplicação do instituto do conflito de interesse no âmbito da lei societária.

⁷² PARENTE, Norma. Em voto No Processo Administrativo Sancionador CVM nº TA/RJ2002/1153, julgado em 6 nov. 2002. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/descol/respdecis.asp?File=7190-4.HTM>>. Acesso em: 01 nov. 2013.

6 CONCLUSÃO

O trabalho contemplado nesta dissertação teve como fim precípua analisar a aplicação da lei societária no que diz respeito ao conflito de interesses entre acionistas e as sociedades anônimas, bem como apresentar reflexões sobre as considerações feitas pela doutrina da análise econômica do Direito acerca dessa temática.

Como visto, a companhia é entendida como um objeto jurídico valorado pelo Direito. Ao abstrairmos a companhia do universo jurídico para realizar uma análise pormenorizada de seus contornos, é possível identificar seu aspecto estático, a partir do qual se verifica a existência de diversos indivíduos com os quais a companhia se relaciona, dentre os quais, acionistas, administradores, empregados, credores, fornecedores e tantos outros.

Tais indivíduos, através do estabelecimento de relações com objeto (a companhia) despertam interesses dotados de economicidade. O interesse de um determinado indivíduo, tendo o interesse de outro indivíduo como referência, pode apresentar, em compêndio, relação convergente ou divergente, sendo que o mencionado conflito de interesses se dá quando a satisfação de um interesses é incompatível com a de um outro. Como dito alhures, o tema central desta dissertação consiste no exame de uma espécie de conflito societário de interesses, aquele estabelecido entre acionistas e a companhia no qual detém participação societária.

Para analisar o citado conflito e buscar a melhor exegese do parágrafo primeiro do artigo 115 da lei societária, o estudo em tela debruçou-se sobre as correntes doutrinárias que se incumbiram de definir o conceito de interesse social da companhia, o qual pode ser sintetizado, em que pese o debate acadêmico existente e apresentado, como interesse comum aos acionistas em prol da eficiência na execução do objeto social da companhia e aferimento do maior lucro possível. É, por conseguinte, em relação a esse interesse social que eventualmente os acionistas vão de encontro.

Fixada a discussão fundamental deste trabalho, examinou-se o conteúdo da teoria da agência, instituto econômico de extrema valia para o Direito, que contribui para aplicação da análise econômica do referido conflito societário.

Averiguou-se que, visando atender a seus interesses, cada indivíduo age com base nas informações por ele detidas em relação à companhia, as quais, como regra, são valiosas e demandam dispêndio de recursos para sua obtenção. Os acionistas controladores, em decorrência da posição que ocupam na estrutura societária da companhia e pelo poder que exercem sobre ela, buscam obter informações de modo mais detalhado e qualificado, pois sua exposição aos riscos do insucesso da companhia é maior. Já os acionistas minoritários, cuja participação societária muitas vezes é pequena se comparada ao tamanho da companhia, não possui incentivos suficientes para investir na obtenção de informações mais precisas.

Há claramente, portanto, uma assimetria informacional no que tange às informações detidas pelos acionistas para agir em relação à companhia, hipótese em que, segundo a teoria da agência, verificar-se-ia um problema de agência (*agency problem*), entendido, nesse caso, como a situação em que o acionista controlador, na condição de agente e munido de informações mais detalhadas e precisas, age de modo oportunista, em benefício próprio e em detrimento do interesse social da companhia e dos demais acionistas, na condição de principais.

Diante da situação oportunista mencionada, os principais, na defesa de seus interesses, passam a ter de monitorar a qualidade do desempenho desse agente, gerando os custos de agência (*agency costs*), cujo efetivo dispêndio de recursos variará de acordo com a complexidade das ações tomadas pelo agente e das informações que devem ser obtidas.

Nessa esteira, a teoria da agência apresenta estratégias legais para monitoramento dos agentes e redução de custos de agência. As estratégias regulatórias, gênero das estratégias legais, compreendem uma das soluções apresentadas para tutelar o problema de agência e consistem em dispositivos legais que determinam comportamentos aos agentes, seja por meio de normas que proíbam e restrinjam condutas específicas, ou normas que estabeleçam parâmetros gerais de comportamento.

As normas que proíbem e restringem comportamentos atuam *ex ante*, antes da ocorrência do fato, enquanto a definição de parâmetros tem como foco estabelecer comportamentos gerais outorgando ao julgador, *ex post*, a faculdade de determinar se violações ocorreram ou não.

A tradição doutrinária referente à análise econômica ressalva, todavia, que um sistema jurídico extremamente regulatório não é benéfico para o ambiente empresarial, nem para agentes, nem para principais, pois exige procedimentos formais e burocráticos mesmo quando o potencial lesivo para os principais é reduzido. Em outras palavras, os custos de implementação de uma estratégia regulatória não podem ser superiores aos custos incorridos pelos principais em decorrência de eventual agir oportunista dos agentes. Nessa linha, somente há sentido econômico no estabelecimento de um sistema formal *ex ante*, se o custo dessa burocracia for inferior ao prejuízo que seria suportado caso houvesse uma conduta indesejável em um sistema permissivo (sem burocracia). Caso contrário, o resultado econômico da medida regulatória será insatisfatório para todos os envolvidos, incluindo agentes e principais, independentemente da adequação e correção das condutas dos agentes.

Fato é que a Lei das S/A, no parágrafo único de seu artigo 115, estabeleceu uma estratégia regulatória típica de combate ao potencial agir oportunista do acionista, haja vista que estabeleceu o impedimento formal do direito ao exercício do voto pelo acionista que estiver em situação conflitante com o interesse social da companhia.

Insta destacar, como se pretendeu demonstrar ao longo desse trabalho, que o referido normativo está imerso em debate doutrinário e jurisprudencial justamente quanto à caracterização da norma como proibitiva, hipótese em que haveria imposição de vedação, *ex ante*, ao direito de voto, ou de natureza comportamental, situação em que permitir-se-ia o direito de voto, sujeito à julgamentos *ex post* pelas autoridades competentes.

Sob o prisma da análise econômica, ao se deparar com a divergência retromencionada, poder-se-ia indagar se o legislador adotou um viés permissivo, autorizando a manifestação do voto, hipótese em que os custos de agência correlatos poderiam ser reduzidos para todos, ou se entendeu que o potencial lesivo para a companhia é elevado o bastante para justificar os referidos custos e o impedimento *a priori* do exercício do voto.

Ocorre que, como resultado do estudo realizado no que concerne às argumentações doutrinárias e jurisprudências acerca da aplicação do conflito formal e apriorístico e do conflito substancial e material de interesses, e em que pese a posição defendida pelos doutrinadores afiliados à segunda corrente, concluiu-se que

a teoria formal, pela qual o conflito de interesse não admite construção administrativa, jurisdicional ou arbitral quanto à restrição de direito de voto, representa a melhor exegese do conteúdo normativo do parágrafo primeiro do artigo 115 da Lei das S/A.

O parágrafo primeiro em voga estabelece taxativamente hipóteses de proibição da prática do voto nas quatro circunstâncias que relaciona, razão pela qual o conflito de interesses deve ser averiguado *a priori*, objetivamente, independentemente da verificação efetiva do dano. Trata-se, nessa ótica, de proibição absoluta, formal, verificada *ex ante*, em decorrência da simples posição ocupada pelo acionista e a companhia em determinada relação jurídica.

A proibição apriorística vislumbra conceder à atividade empresarial maior harmonia e segurança, dado que um dispositivo permissivo nessa seara ocasionaria certas instabilidades inerentes às discussões judiciais, que dependem de provas complexas e que terminam gerando incertezas quanto aos seus rumos.

Nessa linha, a deliberação tomada em decorrência do voto de acionista que tem interesse conflitante com o da companhia é anulável, respondendo o acionista conflitado pelos danos causados devendo ainda transferir para a companhia as vantagens que tiver auferido em decorrência da deliberação inválida, nos termos do parágrafo quarto do mesmo artigo.

Sem prejuízo da sustentação feita neste trabalho acerca da correta interpretação do comando normativo do parágrafo primeiro do artigo 115, é mandatório destacar que o conflito formal de interesses implica na aceitação da ocorrência de custos de agência à companhia mesmo quando o potencial lesivo para a companhia e para os demais acionistas é reduzido. Dado que o conflito é identificado *a priori*, objetivamente, não se analisa o mérito da deliberação e do voto do acionista conflitado, do mesmo modo que não se apura eventuais benefícios decorrentes da manutenção do direito de voto do acionista em situação conflituosa. Por consequência, haverá potencialmente sempre deliberações em que o impedimento à manifestação do direito de voto implicará em custos de agência indesejáveis e desnecessários para os acionistas.

Vale destacar que o direito de voto é fundamental para a organização societária, na medida em que permite a tomada de decisões e a condução das atividades empresariais e representa direito consagrado pela lei societária. A

vedação de sua manifestação é, portanto, ato agressivo imposto pela lei ao referido direito político arraigado no ordenamento jurídico pátrio.

Não obstante, é possível concluir que o legislador entendeu que, muito embora possam existir situações em que o acionista conflitado aja integralmente em favor de todos e lastreado na boa-fé, matérias sujeitas a aprovação assemblear são, em regra, nutridas de relevância ao ponto de justificar a restrição ao direito de voto em situação de conflito de interesses, ainda que eventuais custos referentes a formalidades, divulgações e burocracias no âmbito da assembleia sejam suportados pelos acionistas.

Há nesse ponto, em última análise, uma valoração da proteção acautelatória dos principais, em detrimento da observância do direito de voto do acionista e, no caso do acionista controlador, da garantia ao exercício do poder de controle e de comando dos negócios sociais.

Sem prejuízo, vale frisar que se, em um primeiro momento, o estabelecimento dos procedimentos formais supracitados resulte em dispêndios de recursos por parte da companhia, a conquista de práticas de governança mais consistentes, alinhada à redução de assimetria informacional, poderá resultar em criação de valor para a companhia, para os acionistas e para os demais indivíduos envolvidos. Nessa ótica, a mitigação de conflitos de interesse por meio de mecanismo de proibição formal do direito de voto poderá favorecer, em tese, a valorização da visão que os indivíduos tem da companhia o que, do ponto de vista da análise econômica do Direito, atenderia efetivamente aos interesses de todos os envolvidos.

REFERÊNCIAS

ADIERS, Leandro Bittencourt. **Valores mobiliários, especulação e conseqüências jurídicas**. 2008. In: WALD, Arnaldo. Direito empresarial: Mercado de Capitais. São Paulo: Revista dos Tribunais. 2011.

ARAGÃO, Paulo Cezar. **A CVM em juízo: limites e possibilidades**. In: WALD, Arnaldo. Direito empresarial: Mercado de Capitais. São Paulo: Revista dos Tribunais. 2011

ASCARELLI, Tullio. **Problemas das sociedades anônimas e direito comparado**. São Paulo: Saraiva, 1989.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE NORMAS E TÉCNICAS. **NBR 10520: informação e documentação: citações em documentos: apresentação**. Rio de Janeiro, 2002.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE NORMAS E TÉCNICAS. **NBR 6023: informação e documentação: referências: elaboração**. Rio de Janeiro, 2002.

BERLE, Adolph A. MEANS, Gardiner C. **The Modern Corporation and Private Property**. Nova York: Macmillan, 1932.

BRASIL. Decreto-Lei 2.627, de 26 de setembro de 1940. Dispõe sobre as sociedades por ações. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/del2627.htm>. Acesso em: 11 set. 2013.

BRASIL. Lei 10.406, de 10 de janeiro de 2002. Institui o Código Civil. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/L10406.htm>. Acesso em: 11 set. 2013.

BRASIL. Lei 6.385, de 7 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6385.htm>. Acesso em: 11 set. 2013.

BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404consol.htm> Acesso em: 11 set. 2013.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Processual Civil. **Recurso Especial nº 131.300-RS**. Recte.: Jorge Moreira da Silva e cônjuge. Recdo.: José Abrão dos Santos e cônjuge. Rel. Min. Cesar Asfor Rocha, da 4ª Turma. Brasília. 20.05.1997. Diário de Justiça da União, 04 ago. 1997, p. 34774.

CAMPINHO, Sérgio. **O direito de empresa à luz do novo código civil**. 8. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2007.

CARNELUTTI, Francesco. **Teoria generale del diritto**. 3. ed. Roma: Soc. Ed. Del Foro Italiano, 1951.

CARVALHOSA, Modesto. **Acordo de acionistas**. 1. ed. São Paulo: Saraiva, 2011.

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à lei das sociedades anônimas**. 5. ed. São Paulo: Saraiva, 2011. V. 2.

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à lei de sociedades anônimas**. 3. ed. São Paulo: Saraiva, 2003.

COMPARATO, Fábio Konder. **Controle conjunto, abuso no exercício do voto acionário e alienação indireta de controle empresarial**. São Paulo: Saraiva, 1990.

COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O poder de controle na sociedade anônima**. 5. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2008.

COOTER, Robert; ULEN, Thomas. **Law and economics**. Estados Unidos: HarperCollinPublishers, 1988.

CORRÊA-LIMA, Osmar Brina. **Sociedade anônima**. 2. ed. Belo Horizonte: Del Rey, 2003.

EASTERBROOK, Frank H.; FISCHER, Daniel R.. **The economic structure of corporate law**. Cambridge: Harvard University Press, 1996.

EIZIRIK, Nelson. **A lei das S/A comentada – Volume I**. São Paulo: Quartier Latin, 2011.

EIZIRIK, Nelson. **Mercado de capitais - regime jurídico**. 2. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2008.

EIZIRIK, Nelson. **Reforma das S.A. do mercado de capitais**. 2. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1998.

FARIAS, Cristiano Chaves de; ROSENVALD, Nelson. **Direito civil teoria geral**. 9. ed. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2011.

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

GUSMÃO, Mônica. **Lições Fe direito Empresarial** - 10a ed. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2011.

KRAAKMAN, Reinier; ARMOUR, John; DAVIES, Paul; ENRIQUES, Luca. HANSMANN, Henry; HERTIG, Gerard; HOPT, Klaus; KANDA, Hideki; ROCK, Edward. **The anatomy of corporate law**. 2. ed. Nova Iorque: Oxford, 2009.

LA PORTA, Rafael; LOPES-DE-SILANES, Florêncio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. **Investor Protection: origins, consequences, reform**. Cambridge: NBER, 1999.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. **Comentários à lei das sociedades anônimas**. São Paulo: Saraiva, 1980.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. **Pareceres** – Volume I. São Paulo: Singular, 2004.

LUCENA, José Waldecy. **Das sociedades anônimas comentários à lei** – Volume I. Rio de Janeiro: Renovar, 2009.

NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. Conflito de Interesses no Exercício do Direito de Voto nas Sociedades Anônimas (2ª parte). **Revista de Direito Bancário e de Mercado de Capitais**, São Paulo, v. 7, nº 25, julho/setembro, 2004.

PARENTE, Norma. Em voto No Processo Administrativo Sancionador CVM nº TA/RJ2002/1153, julgado em 6/11/2002. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/descol/respdecis.asp?File=7190-4.HTM>>. Acesso em: 01 nov. 2013.

PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Instituições de direito civil**. 20. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2004.

PINHEIRO, Armando Castelar; SADDI, Jairo. **Direito, economia e mercados**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006.

POSNER, Richard. **Economic analysis of law**. 3. ed. Boston: Little, Brown and Company, 1986.

PROCESSO ADMINISTRATIVO nº RJ 2009-13179. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/descol/respdecis.asp?File=7190-4.HTM>>. Acesso em: 29 set. 2013.

SÃO PAULO. Tribunal de Justiça do Estado. **Apelação nº 613.178-4**. Apelante: Massa Falida da Viação Aérea de São Paulo S.A. Apelado: Fazenda do Estado de São Paulo. Relator: Donegá Morandini, da 3ª Câmara de Direito Privado. Julgamento: 11 mai. 2010.

STIGLER, George. **Law or Economics?** The Journal of Law and Economics. 1992, V. 35, n. 2.