



UNIVERSIDADE FEDERAL DE PERNAMBUCO
CENTRO DE CIÊNCIAS JURÍDICAS
FACULDADE DE DIREITO DO RECIFE

FILIPPE DUARTE DE MEDEIROS ARMSTRONG

**CONFLITO DE INTERESSES DE AÇIONISTA EM ASSEMBLEIA GERAL: o embate
entre as teorias do conflito formal e material e a recente alteração no entendimento da
Comissão de Valores Mobiliários**

Recife
2023

FILIPPE DUARTE DE MEDEIROS ARMSTRONG

CONFLITO DE INTERESSES DE AÇIONISTA EM ASSEMBLEIA GERAL: o embate entre as teorias do conflito formal e material e a recente alteração no entendimento da Comissão de Valores Mobiliários

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao Curso de Direito da Universidade Federal de Pernambuco, Centro de Ciências Jurídicas, como requisito parcial para a obtenção do título de bacharel(a) em Direito.

Área de concentração: Direito Comercial

Orientadora: Prof^a. Dr^a. Maria Antonieta Lynch de Moraes

Recife
2023

Ficha de identificação da obra elaborada pelo autor,
através do programa de geração automática do SIB/UFPE

Armstrong, Filipe Duarte de Medeiros.

Conflito de interesses de acionista em assembleia geral: o embate entre as teorias do conflito formal e material e a recente alteração no entendimento da Comissão de Valores Mobiliários / Filipe Duarte de Medeiros Armstrong. - Recife, 2023.

50 f.

Orientador(a): Maria Antonieta Lynch de Moraes

Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação) - Universidade Federal de Pernambuco, Centro de Ciências Jurídicas, Direito - Bacharelado, 2023.

1. Direito Comercial. 2. Sociedades Anônimas. 3. Conflito de Interesses. 4. Comissão de Valores Mobiliários. 5. Assembleia Geral. I. Moraes, Maria Antonieta Lynch de. (Orientação). II. Título.

340 CDD (22.ed.)

FILIPPE DUARTE DE MEDEIROS ARMSTRONG

CONFLITO DE INTERESSES DE AÇIONISTA EM ASSEMBLEIA GERAL: o embate entre as teorias do conflito formal e material e a recente alteração no entendimento da Comissão de Valores Mobiliários

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao Curso de Direito da Universidade Federal de Pernambuco, Centro de Ciências Jurídicas, como requisito parcial para a obtenção do título de bacharel(a) em Direito.

Aprovado em: 25/09/2023

BANCA EXAMINADORA

Prof^ª. Dr^ª. Maria Antonieta Lynch de Moraes (Orientadora)
Universidade Federal de Pernambuco

Prof^º. Dr. Luiz Felipe Monteiro Seixas (Examinador Interno)
Universidade Federal de Pernambuco

Prof. Me. Sady D'Assumpção Torres Filho (Examinador Externo)
Universidade Federal de Pernambuco

AGRADECIMENTOS

Agradeço, primeiramente, a Deus, que inúmeras vezes me reergueu e me ensina todos os dias a confiar na vida e a buscar ser mais resiliente.

À minha mãe, por toda a dedicação, abdicção, amor e carinho, minha maior incentivadora e companheira, que nunca me deixou desistir dos meus sonhos. Meu maior exemplo de amor, compaixão, garra e perseverança.

Ao meu pai, que despertou em mim desde pequeno a curiosidade intelectual, o amor aos livros, aos filmes e à música.

À minha irmã Maria, por me ajudar todos os dias a ser uma pessoa melhor e me ensinar o que é o amor incondicional.

À vó Iolanda, por toda a dedicação à nossa família, por ser nosso alicerce e trabalhar incansavelmente para que nada nos falte.

À tia Nelma e vó Lila, por todo apoio, amor e cuidado em momentos difíceis.

À vó Laureta, a quem sempre busco honrar a ambição e a competência na advocacia.

A todos os meus familiares, pela união e companheirismo, e por tantas memórias felizes que guardo em meu coração.

À Júlia, por partilhar da boa vida comigo, por todo amor, ternura, companheirismo e reciprocidade.

Aos meus irmãos da vida, William, Gabriel, Gustavo, Arthur, Matheus, Manoel e Lucas, por todas as vivências, aventuras e crescimento que compartilhamos, por todo o apoio nos momentos mais difíceis, pelas conversas, brincadeiras e risadas sem-fim.

A Silvio, pela amizade sincera, por me ajudar a crescer como homem e me ensinar o que é a advocacia.

A Júlio, pelos preciosos ensinamentos na escrita e argumentação jurídica.

Ao Mattos Filho Advogados e à equipe de mercado de capitais, pela confiança depositada em mim, pelo aprendizado diário e pelo privilégio de conviver com profissionais de excelência.

À Liga de Direito Societário e Mercado de Capitais da Faculdade de Direito do Recife, pelas incontáveis trocas, debates e encontros. Dinheiro algum poderia proporcionar o que vivi junto aos meus colegas ligantes.

A todos os meus amigos da Faculdade de Direito do Recife, por me motivarem a ser um aluno mais dedicado e por dividirem comigo a jornada no Direito, dentro e fora da faculdade.

À minha orientadora no TCC, pela paciência, disponibilidade e por todo suporte.

Por fim, à Faculdade de Direito do Recife, que me concedeu o privilégio de fazer parte de sua história, por todos os momentos que vivi ao longo dos últimos anos e por abrir tantas portas para o meu futuro.

RESUMO

A presente monografia tem por objetivo colocar em perspectiva a recente alteração no entendimento da Comissão de Valores Mobiliários nos casos de conflito de interesses de acionista em deliberação de assembleia geral. Para tanto, buscou-se resgatar a discussão em torno da aplicação das teorias do conflito formal e conflito material, comumente utilizadas na interpretação do artigo 115, parágrafo primeiro, *in fine*, da Lei nº 6.404/76 (Lei das Sociedades Anônimas), pela doutrina jurídica brasileira e jurisprudência da Comissão de Valores Mobiliários. Para obter o suporte teórico apropriado foram realizadas pesquisas bibliográficas em obras de Direito Comercial, dentre elas livros, artigos científicos e monografias, além do exame dos casos recentes da Comissão de Valores Mobiliários sobre a matéria, com a análise individualizada de cada voto proferido, o que permitiu concluir pela insuficiência do tratamento legal da Lei das S.A. para o conflito de interesses de acionista.

Palavras-chave: Direito Comercial; Sociedades Anônimas; Conflito de Interesses.

ABSTRACT

This study aims to put into perspective the recent change in the interpretation of the Brazilian Securities and Exchange Commission regarding cases of shareholder conflict of interests in general meeting resolutions. To achieve this goal, we sought to rescue the discussion around the application of the theories of formal conflict and material conflict, usually adopted in the interpretation of article 115, first paragraph, *in fine*, of Law No. 6.404/76 (Corporations Law), both in Brazilian legal doctrine and the jurisprudence of the Brazilian Securities and Exchange Commission. To obtain the appropriate theoretical support, we conducted bibliographical research on Commercial Law studies, including books, scientific articles, and monographs, in addition to examining recent cases of the Brazilian Securities and Exchange Commission on the subject, with the analysis of each director's vote, which allowed us to conclude that the current legal treatment of shareholder conflicts of interest in the Corporations Law is insufficient.

Keywords: Commercial Law; Corporations; Conflict of Interests.

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

AFAC Aumento Para Futuro Aumento de Capital

AG Assembleia Geral

AGE Assembleia Geral Extraordinária

Art. Artigo

CRSFN Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional

CVM Comissão de Valores Mobiliários

Ins. Instrução

Lei das S.A. Lei das Sociedades Anônimas

n./nº Número

p. Página

PA Processo Administrativo

Par. Parágrafo

PAS Processo Administrativo Sancionador

Res. Resolução

SEP Superintendência de Relações com Empresas

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	9
2	OS CONCEITOS DE INTERESSE, INTERESSE SOCIAL E CONFLITO DE INTERESSES NA DOCTRINA JURÍDICA	12
2.1	O CONCEITO DE INTERESSE NA DOCTRINA JURÍDICA	12
2.2	O CONCEITO DE INTERESSE SOCIAL NA DOCTRINA JURÍDICA	12
2.3	O CONCEITO DE CONFLITO DE INTERESSES DE ACIONISTA NA DOCTRINA JURÍDICA	16
3	O PARÁGRAFO PRIMEIRO DO ARTIGO 115 DA LEI 6.404/76 E A SUA INTERPRETAÇÃO PELA DOCTRINA BRASILEIRA	18
3.1	EXERCÍCIO DE DIREITO DE VOTO EM CONFLITO DE INTERESSES E AS TEORIAS DO CONFLITO FORMAL E MATERIAL	18
3.2	DISCUSSÃO ACERCA DA ANÁLISE <i>EX ANTE</i> E <i>EX POST</i> DO CONFLITO DE INTERESSES DE ACIONISTA NA DOCTRINA JURÍDICA BRASILEIRA	19
3.3	A CRÍTICA DE CALIXTO SALOMÃO	25
4	JULGADOS RECENTES E A ALTERAÇÃO NO ENTENDIMENTO DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS	27
4.1	CASO SARAIVA (PAS CVM 19957.003175/2020-50)	28
4.2	CASO SPRINGER (PAS CVM 19957.004392/2020-67)	40
4.3	CASO RECRUSUL (PAS CVM 19957.009294/2017-11)	42
5	CONSIDERAÇÕES FINAIS	47
	REFERÊNCIAS	49

1 INTRODUÇÃO

A criação das sociedades anônimas séculos atrás possibilitou uma congregação sem precedentes de recursos financeiros na perseguição de objetivos em comum. Com o passar do tempo, essas sociedades empresariais evoluíram para os atuais grupos corporativos, nos quais não raramente um único acionista é proprietário de empresas de diferentes ramos e setores, ou até mesmo concorrentes.

Esse cenário gera situações em que o acionista, que pode ser uma pessoa física ou um grande fundo de investimento, poderia contratar consigo mesmo ou com pessoas, ou empresas, com as quais tem uma relação de controle, subordinação ou proximidade – como parentes, amigos e sócios.

Essas transações, por sua vez, suscitam conflitos de interesses, nos quais o acionista, que por imposição do artigo 115 da Lei das S.A.¹ deve exercer o direito de voto no interesse da companhia, se vê inclinado a privilegiar interesses escusos, com o intuito de obter benefícios ilegítimos para si ou para outrem.

O conflito de interesses de acionista é disciplinado pelo artigo 115, parágrafo primeiro, *in fine*, da Lei das S.A., que proíbe o acionista de votar nas deliberações de assembleia geral em que possuir interesse conflitante com o da companhia. Esse dispositivo há muito gera debates na doutrina e jurisprudência brasileira, onde parte dos juristas defende que o conflito de interesses, nos moldes da Lei das S.A., é formal, ou seja, independe da vontade de obter vantagem indevida, enquanto outros afirmam tratar de uma hipótese de conflito material, que além de outros requisitos, prescinde da comprovação da vontade e do dano à companhia no caso concreto.

¹ Art. 115. O acionista deve exercer o direito a voto no interesse da companhia; considerar-se-á abusivo o voto exercido com o fim de causar dano à companhia ou a outros acionistas, ou de obter, para si ou para outrem, vantagem a que não faz jus e de que resulte, ou possa resultar, prejuízo para a companhia ou para outros acionistas.

A perpetuação dessa discussão na jurisprudência da Comissão de Valores Mobiliários gera grande insegurança jurídica entre os agentes do mercado brasileiro, visto que de tempos em tempos a autarquia altera o seu entendimento sobre a questão, ora entendendo que o direito de voto deve ser previamente impedido quando o acionista estiver em uma posição de aparente conflito de interesses, ora que o voto precisa ser investigado depois de proferido, quando somente então seria possível avaliar a existência do conflito.

Sendo assim, o objetivo desta monografia é compreender o contexto no qual se dá a mais recente alteração no entendimento da CVM, que voltou a adotar a teoria do conflito material na interpretação do artigo 115, parágrafo primeiro, *in fine*, da Lei das S.A., e averiguar se houve avanços na discussão.

Para tanto o presente trabalho irá se valer de fontes bibliográficas, a partir das quais serão recapitulados os conceitos de interesse social e conflito de interesses, bem como estudará as opiniões de autores reconhecidos do Direito Comercial brasileiro sobre a matéria. Além disso, serão examinados os julgados mais recentes da Comissão de Valores Mobiliários, onde serão analisados os principais argumentos utilizados pelos seus diretores em defesa das teorias do conflito material e conflito formal.

O primeiro capítulo abordará os conceitos de interesse, interesse social e conflito de interesses, os quais serão fundamentais para que o leitor compreenda a discussão em torno da redação do artigo 115, parágrafo primeiro, *in fine*, da Lei das S.A.

O segundo capítulo irá tratar da disciplina legal da matéria no Brasil, a qual é regulada pelo dispositivo acima citado, bem como da discussão acerca da adoção da interpretação formalista ou materialista nos casos de conflito de interesses de acionista. Para compreender os argumentos utilizados por ambos os lados, neste capítulo serão examinadas as opiniões de grandes nomes das doutrinas brasileira sobre a questão, buscando-se pontos em comum e contrapontos relevantes à cada teoria em artigos científicos, obras e monografias por eles publicadas. Ainda, será exposta a crítica do jurista Calixto Salomão, que discorda da adoção de ambas as teorias na análise dos casos concretos.

Por fim, no terceiro capítulo, serão examinados os argumentos utilizados por cada um dos diretores da CVM nos votos proferidos quando do julgamento dos casos mais recentes sobre conflito de interesses de acionista, os casos Saraiva (PAS CVM 19957.003175/2020-50), Springer (PAS CVM 19957.004392/2020-67) e Recrusul (PAS CVM 19957.009294/2017-11), com o objetivo de compreender a recente alteração no entendimento da autarquia, se houve avanços na discussão, bem como se há novas propostas sobre como lidar com a matéria.

2 OS CONCEITOS DE INTERESSE, INTERESSE SOCIAL E CONFLITO DE INTERESSES NA DOCTRINA JURÍDICA

2.1 O CONCEITO DE INTERESSE NA DOCTRINA JURÍDICA

Em termos jurídicos, Jaeger (1972) define o interesse como a relação, com previsão genérica e abstrata em uma norma, que existe entre um sujeito que tem uma necessidade e o bem apto a satisfazê-la. No mesmo sentido, Erasmo Valladão (2014, p.22) afirma que o ser humano se vale de bens para satisfazer suas necessidades, de modo que entre o sujeito e o bem “forma-se uma relação que, na situação jurídica enfocada, toma o nome de interesse”. O interesse é, pois, a racionalização da vontade, “uma projeção do ânimo pessoal que qualifica objetos como necessários e oportunos à satisfação de necessidades para o progresso material e moral” (DINIZ, 2015, p. 97).

Atos e negócios jurídicos projetam efeitos no mundo fático para regular interesses, como, por exemplo, o interesse de constituir uma sociedade empresarial. Essas construções jurídicas tutelam as necessidades manifestadas pelas pessoas e mediam seus interesses, por vezes contrapostos ou em conflito (DINIZ, 2015). O direito busca, portanto, equilibrar essa diversidade de interesses, que se destaca nas relações econômicas.

A sociedade anônima é fruto desse mister jurídico, e consegue congrega uma imensa quantidade de interesses sob a mesma figura.

2.2 O CONCEITO DE INTERESSE SOCIAL NA DOCTRINA JURÍDICA

Matéria que há muito é discutida na doutrina de vários países é a do conflito de interesses entre o acionista e a própria sociedade anônima, dotada do que se convencionou chamar de “interesse social” ou “interesse da companhia”, conceito jurídico este que, por sua vez, também gera extensos debates entre as mentes do direito comercial.

O conceito de interesse social da empresa é uma metáfora criada pelo Direito para tutelar relações e os interesses comerciais, sendo a própria pessoa jurídica também uma ficção (COELHO, 2017). Entretanto, a ideia de interesse social não é desprovida de utilidade prática,

é, sim, muito útil ao direito e à organização empresarial, porque alcança, necessariamente, a atividade econômica.

O interesse social se realiza na medida em que a atividade econômica é desenvolvida, ele “nada mais é se não essa explicitação concreta das relações econômicas produtivas e lucrativas que se travam entre os sócios para o empreendimento comum lucrativo, de caráter econômico” (GUERREIRO, 2012, p. 686).

Para Gustavo Saad Diniz o interesse social possui sentido fluído. O jurista afirma que ele um é “conceito funcional de integração dos ordenamentos da sociedade”, e se apresenta aberto a “fatores econômicos peculiares a cada organização e que, em contrapartida, indica parâmetro de atuação dos órgãos sociais, como assembleia, administradores e o próprio [acionista] controlador” (DINIZ, 2015, p.104).

Já para Ulhôa (2017) o interesse social é uma questão jurídica que diz respeito à esfera patrimonial dos sócios, mais especificamente, aos interesses predominantes entre estes. Quando ultrapassa essa noção, o interesse social envolveria os interesses metaindividuais que gravitam em torno da atividade econômica desenvolvida pela sociedade anônima (ULHÔA, 2017). Para o jurista “interesse social, em suma, é um conceito jurídico destinado a viabilizar, em última instância, a proteção de interesses de seres humanos” (ULHÔA, 2017, p.3).

Em defesa de uma acepção mais socializada do interesse social, Comparato (2008) entende que a liberdade individual de empreender não atribui caráter absoluto ao direito de auferir lucros, de modo que este direito não se posiciona acima dos deveres para com a ordem econômica e social, igualmente estabelecidos na constituição. O autor argumenta que o interesse social não pode ser reduzido a qualquer interesse dos sócios, mas somente àqueles que se destinam à realização do objeto social da companhia (COMPARATO, 2008).

A questão torna-se mais complexa justamente quando se discute quais interesses comporiam o interesse social. Em termos simples, os adeptos da chamada teoria contratualista designam o interesse social como o somatório dos interesses privados dos sócios, ao passo que os partidários da teoria institucionalista embutem no interesse social, para além dos interesses dos acionistas, o interesse público, como fator condicionante da atividade empresária.

Finalmente, há aqueles que entendem ser o interesse social uma amálgama das propostas de ambas as teorias.

Fato é que a principal diferença entre as teorias institucionalista e contratualista diz respeito à interpretação do interesse social no contexto das sociedades anônimas (SIMÕES, 2003). Para os institucionalistas a companhia é uma entidade com seus próprios objetivos, para além dos interesses individuais dos acionistas, por isso, o interesse social seria um interesse superior. Os contratualistas, por outro lado, defendem que o interesse social representa uma síntese dos interesses comuns dos sócios ou acionistas, devendo ser priorizada a maximização dos ganhos financeiros e o retorno do investimento (SIMÕES, 2003).

Mais próximo da corrente contratualista, Leães (1993, p.107) compreende o interesse da companhia “não como o somatório dos interesses privados dos sócios, nem como um interesse autônomo desvinculado dos interesses dos acionistas da companhia, mas como o interesse comum dos sócios (*qua socii* e não enquanto indivíduos)” que se norteia para a realização do objeto social. Essa concepção se assemelha ao que Erasmo Valladão chama de interesse coletivo, o qual “não consiste na mera soma de quaisquer interesses individuais de um grupo de pessoas, mas sim na soma daqueles interesses, posto que individuais, que digam respeito ao grupo” (VALLADÃO, 2014, p.25).

Tavares Guerreiro (2012, p.684) também privilegia o interesse dos sócios em sua acepção do interesse social:

(...) o interesse social corresponde, genericamente falando, ao interesse comum dos sócios em sua qualidade de sócios, ou seja, a um tipo particular de interesse que, sem poder ser atribuído autonomamente a um ente dotado de personalidade jurídica, como uma pessoa verdadeira, em si, deve ser considerado a partir da realidade da associação para fins lucrativos, que se encontra na raiz da construção moderna do instituto da sociedade anônima.

O autor reconhece que há uma tendência institucionalista na jurisprudência, sobretudo europeia, ao delinear-se os traços de uma devida proteção da empresa, dissociada dos interesses dos acionistas. Todavia, para Guerreiro (2012, p.684) a palavra final sobre a definição do interesse da sociedade está com os acionistas, “no domínio dos interesses próprios de sua condição”.

Gonçalves Simões, por sua vez, leciona que grande parte das legislações modernas foram profundamente influenciadas por conceitos institucionalistas, ao passo que também conservaram conceitos inspirados nas teorias contratualistas, “principalmente nas suas versões mais recentes, baseadas no conceito do contrato plurilateral e no princípio majoritário” (SIMÕES, 2003, p.35).

O jurista acredita que tanto a teoria contratualista quanto a institucionalista têm alcançado soluções mais funcionais em seus contornos mais modernos, razão pela qual entende que “não se deve necessariamente buscar privilegiar qualquer uma delas adotando-se uma filiação compulsória, com foros de militância ou partidarismo” (SIMÕES, 2003, p.35).

No direito brasileiro a expressão “interesse da companhia” é encontrada no *caput* do artigo 115 da Lei das S.A.², o qual dispõe que o acionista deverá exercer o direito de voto no interesse da companhia. Também vale citar seu artigo 116, parágrafo único, que dispõe ter o acionista controlador o dever de usar o poder de controle “com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social” além de estabelecer que o controlador tem “deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender” (BRASIL, 1976).

Tendo isso em vista, Erasmo Valladão (2014, p.62) defende que o diploma legal estabeleceu um regime dual do interesse social, ora contratualista, ora institucionalista, justificando que,

(...) ao acionista em geral não compete senão perseguir o interesse da companhia, vale dizer, o interesse comum dos sócios, *uti socii*, visto aqui, portanto, numa perspectiva contratualista, de disciplina dos interesses privados dos acionistas; ao acionista controlador é que compete, com *arbitrum boni viri*, a tutela dos interesses intra ou extra empresariais, ou seja, dos interesses dos demais acionistas e investidores, dos trabalhadores, da comunidade e da economia nacional, tutela esta, portanto, vinculada a uma perspectiva institucional da sociedade por ações.

² Art. 115. O acionista deve exercer o direito a voto no interesse da companhia; considerar-se-á abusivo o voto exercido com o fim de causar dano à companhia ou a outros acionistas, ou de obter, para si ou para outrem, vantagem a que não faz jus e de que resulte, ou possa resultar, prejuízo para a companhia ou para outros acionistas.

Como exposto nos parágrafos anteriores, não obstante o caráter parcialmente institucionalista da Lei 6.404/76 apontado por Erasmo Valladão, grandes nomes da doutrina brasileira têm defendido a prevalência do interesse social enquanto interesse comum dos sócios na qualidade de sócios (*uti socii*), distinguindo-o da somatória dos interesses individuais destes, bem como de eventuais interesses que tenham em comum, mas não digam respeito à sua condição de sócios (VALLADÃO, 2014).

2.3 O CONCEITO DE CONFLITO DE INTERESSES DE ACIONISTA NA DOCTRINA JURÍDICA

Partindo de uma interpretação *a contrario sensu* do artigo 115, *caput*, da Lei das S.A., depreende-se que o acionista não poderá exercer seu direito de voto perseguindo interesses particulares prejudiciais, ainda que potencialmente, ao interesse social. Assim, quando o acionista prioriza interesses próprios ao votar uma deliberação em assembleia geral, interesses estes incompatíveis com o interesse da companhia, entende-se que o voto se deu em conflito de interesses.

Dando um passo atrás, com base nos estudos de Jaeger, Gonçalves Simões (2003) classifica as relações intersubjetivas em relações de indiferença e de relevância. As relações são “de indiferença quando a satisfação do interesse de um sujeito não interfere na de outros e de relevância, quando tal interferência ocorre” (SIMÕES, 2003, p.34). Portanto, é nas relações de relevância que se origina o conflito de interesses.

Para o Direito, o conflito surge como resultado da limitação dos bens ou utilidades disponíveis para suprir as necessidades de sujeitos envolvidos numa relação jurídica (SIMÕES, 2003). Nesse sentido, Ulhôa (2017) explica que o conflito de interesses adquire expressividade jurídica em hipóteses de egoísmo puro, quando o sujeito toma uma decisão visando interesse próprio em detrimento do interesse alheio. Também é preciosa a lição de Carnelutti, quando assevera que “o elemento econômico do direito é o conflito de interesses”, pois “onde o conflito de interesses não há, não tem razão de ser do direito” (CARNELUTTI, 1964, p.25).

Indo além, o conflito de interesses se torna relevante em casos de representação, ou seja, quando a vontade de um sujeito de direito deriva da decisão de terceiros (ULHÔA, 2017).

É a hipótese do acionista da S.A. que exerce o direito de voto em deliberação em assembleia geral, cujo resultado orientará as atividades da sociedade.

O elevado potencial de ocorrência de conflitos de interesses na sociedade anônima deriva da sua vocação e função econômica de guiar os acionistas para um escopo comum, mesmo quando presente uma grande quantidade de interesses privados (DINIZ, 2015). Carlos Augusto Silveira Lobo (1998, p. 41) explica que:

Esse duplo papel, que as pessoas físicas são frequentemente levadas a exercer, é fonte de conflito de interesses. Ao exercer a função de órgão, a pessoa física tem o dever de manifestar ou contribuir para que seja manifestada a vontade da pessoa jurídica, abstraindo seus próprios interesses de sujeito de direito independente. Quando age em nome e por conta própria, a pessoa física legitimamente orienta a sua vontade no sentido de seu próprio interesse individual, que nem sempre coincide com o interesse da pessoa jurídica, da qual é órgão.

E complementa (LOBO, 1998, p.42):

Havendo conflito, potencial ou atual, entre o interesse da pessoa jurídica e o da pessoa física, que lhe serve de órgão, perturba-se a função do órgão, e a pessoa física-órgão arrisca perder a necessária isenção para expressar a vontade da pessoa jurídica, por ser-lhe difícil abstrair seu interesse individual, ao qual se apega naturalmente.

O conflito de interesses surge, portanto, entre o acionista e a sociedade, na medida em que o primeiro visa atender objetivos diferentes do escopo comum (COMPARATO, 2008). Ele ocorre “porque o acionista, como pessoa física que é, desempenha diversos outros papéis na sociedade, além do papel específico de colaborador para a formação da vontade social” (CUNHA, 2007, p.259).

Interessa para o Direito o conflito de interesses de acionista elevado de ilicitude, que ocorre quando a satisfação do interesse do sócio prejudica ou impede, ainda que potencialmente, a satisfação do interesse social (CUNHA, 2007). Essa ilicitude deriva do comando legal do artigo 115, *caput*, da Lei das S.A., que privilegia o interesse da sociedade, que deve ser sempre prevalecer ante o interesse privado do acionista (GUERREIRO, 2012).

Sendo assim, é preciso que exista um nexo de causalidade entre o dano, ainda que potencial, e o voto exercido em conflito de interesses, de modo que o ganho do acionista implique em perda para a companhia (GUERREIRO, 2012).

3 O PARÁGRAFO PRIMEIRO DO ARTIGO 115 DA LEI 6.404/76 E A SUA INTERPRETAÇÃO PELA DOUTRINA BRASILEIRA

3.1 EXERCÍCIO DE DIREITO DE VOTO EM CONFLITO DE INTERESSES E AS TEORIAS DO CONFLITO FORMAL E MATERIAL

Na parte final do parágrafo primeiro do artigo 115, a Lei das S.A. estabeleceu que o acionista não poderá exercer o direito de voto nas deliberações de assembleia geral quando tiver interesse conflitante com o interesse da companhia³. Diferente das outras três primeiras hipóteses do parágrafo primeiro⁴, que por consenso quase universal da doutrina e jurisprudência brasileiras constituem hipóteses de impedimento prévio do exercício do direito de voto, a hipótese do conflito de interesses tem gerado debates que perduram há anos sobre a necessidade de analisar-se o mérito do voto proferido (EIZIRIK, 2021).

Para entender este debate, é preciso compreender o que vem a ser o conflito de interesses *lato sensu*, ou formal, e o conflito de interesses *stricto sensu*, ou substancial, por vezes também referido como conflito material (EIZIRIK, 2019).

Para parte da doutrina, o conflito de interesses está presente sempre que o acionista figura como contraparte da companhia. A isso convencionou-se chamar de conflito formal, ou *lato sensu*, sendo a hipótese clássica a celebração de contrato bilateral entre a companhia e seu próprio acionista controlador (VALLADÃO, 2014).

O conflito seria pressuposto da formação dessas relações jurídicas e o impedimento do voto teria como fundamento a mera posição contrastante do acionista com a companhia. Por essa razão, essa corrente doutrinária propugna que haverá conflito de interesses ainda que o negócio jurídico acarrete benefícios equitativos para a sociedade e o acionista votante (EIZIRIK, 2019).

³ § 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.

⁴ Ou seja, a proibição de votar nas deliberações da assembleia-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, bem como aquelas que puderem beneficiá-lo de modo particular.

O conflito *strictu sensu*, a seu turno, ocorreria quando o acionista votasse com desvio de finalidade, para promover interesses incompatíveis com o interesse social (SIMÕES, 2014). Para os apoiadores dessa interpretação, é essencial analisar a situação fática em que a satisfação do interesse do indivíduo, na qualidade de acionista, importaria em sacrifício do interesse social, considerando-se que a discricionariedade do exercício do voto pelo acionista tem nele o seu limite (EIZIRIK, 2019).

A essa posição convencionou-se chamar de teoria substancial (ou material) do conflito de interesses, em oposição à teoria do conflito formal. Para os defensores dessa concepção o conflito de interesses é algo natural no dia a dia de uma companhia, não se afigurando correto impedir o voto preventivamente, sob o argumento de que votos justos e válidos seriam proibidos.

Por isso, defendem que a substância do voto e dos interesses envolvidos nas decisões tomadas deveria ser analisada para que se verifique a regularidade, ou não, do voto proferido, o que só pode ser feito depois que o voto for exercido (EIZIRIK, 2019).

As discussões em torno da aplicação dessas teorias surgiram em decorrência da redação ambígua do art. 115, parágrafo primeiro, da Lei das Sociedades Anônimas, que não fixou com exatidão, e tampouco trouxe um rol exemplificativo, do que seria o exercício do voto em conflito de interesses.

Assim, resta a dúvida quanto a proibição do exercício de voto pelo acionista, nos termos do artigo 115, parágrafo primeiro, *in fine*, da Lei das S.A. Se seria absoluta, não dependendo do mérito da decisão do voto ou das circunstâncias de fato em que foi adotada, ou se a ilegalidade do voto constituiria uma questão fática, a ser apreciada *a posteriori* em cada caso concreto, mediante análise do mérito da deliberação.

3.2 DISCUSSÃO ACERCA DA ANÁLISE *EX ANTE* E *EX POST* DO CONFLITO DE INTERESSES DE ACIONISTA NA DOUTRINA JURÍDICA BRASILEIRA

Mesmo entre grandes nomes da doutrina internacional, ainda permanece a discussão acerca do melhor critério a ser aplicado na interpretação das regras de conflito de interesses

entre o acionista e a companhia. No Brasil não é diferente, seja no colegiado da Comissão de Valores Mobiliários ou na doutrina, ainda não existe consenso sobre como lidar com a matéria.

Para Fabio Ulhôa (2017) a literalidade da norma deve ser privilegiada. O autor defende que o parágrafo primeiro do artigo 115 não faz distinção entre as quatro hipóteses de proibição de voto, ou seja, não estipula que o conflito de interesses deva ser analisado *ex post*, diferentemente dos casos de votação das próprias contas como administrador, de laudo de avaliação do bem com que o acionista contribuiu para o capital social ou de benefício particular.

Apesar da sua posição, o autor entende que a aplicação do critério formal é a solução mais arrojada para esse tipo de caso, ao passo que o exame *a posteriori* seria uma abordagem mais conservadora. Também explica que a distinção entre as hipóteses do parágrafo primeiro do artigo 115 é relevante para fins do efeito do voto proferido, pois o voto proibido configura-se independentemente do conteúdo, e o seu cômputo torna nula a deliberação, mesmo que não haja prejuízo para a sociedade (ULHÔA, 2017).

Ulhôa prega, contudo, que resolver o embate entre as teorias formal e material não deve ser o ponto focal da discussão, que deveria estar voltada para a indicação de um critério seguro, não necessariamente vinculado às teorias formalista ou materialista (ULHÔA, 2017). Erasmo Valladão destaca que em 1946 Carvalho Mendonça já advertia que seria difícil estabelecer uma regra absoluta para aferir o interesse conflitante, mas diferente de Ulhôa, repudiava a adoção de um critério puramente formal (VALLADÃO, 2017).

Fábio Ulhôa defende que “é da racionalidade das ações de implicações econômicas que deve partir qualquer argumento jurídico” (ULHÔA, 2017, p. 18), e conclui que enquanto a Lei das S.A. não for reformada e a matéria aclarada, deve ser aplicada no caso concreto a solução menos arriscada, seja ela inclinada para a teoria do conflito formal ou para a teoria do conflito material (ULHÔA, 2017).

Modesto Carvalhosa leciona que para fins do artigo 115, parágrafo primeiro, deve ser considerado o conflito de interesses *lato sensu* (ou formal), referindo-se também aos casos de benefício particular, de modo que a mera posição contrastante entre acionista e companhia já seria razão suficiente para suspensão do exercício do voto (CARVALHOSA, 2009). Para o autor a questão não deve ser encarada casuisticamente, mesmo que eventual negócio jurídico

entre acionista e companhia proporcione benefícios equitativos para ambas as partes (CARVALHOSA, 2009).

O jurista explica que, nesses casos, o conflito de interesses faz parte da natureza do negócio jurídico, de forma que o conflito não seria apenas lícito, mas “necessário ao estabelecimento das relações contratuais” (CARVALHOSA, 2009, p.467). No entanto, a formação da vontade não admitiria confusão entre as pessoas que são parte no contrato, logo, o sócio contratante não poderá votar na deliberação em assembleia geral, que formará a vontade da companhia (CARVALHOSA, 2009).

Carlos Augusto Silveira Lobo é mais um adepto da teoria formal, para quem o exercício do voto em conflito de interesses é vedado de modo absoluto. O autor leciona que o voto é vedado ainda que, na prática, o acionista tenha interesse compatível com o da companhia e queira exercer lealmente seu voto. No seu sentir, o parágrafo quarto do artigo 115 não seria um indicativo de que a Lei das S.A. admite o exame *ex post* do voto, mas sim a prova de que há consequências para o voto exercido à revelia da vedação (LOBO, 1998).

Por outro lado, a doutrina brasileira tem em Erasmo Valladão um dos maiores defensores da interpretação conforme a teoria material. Para o autor, ao referir-se a “interesse conflitante com o da companhia” o parágrafo primeiro do artigo 115 está indicando um conflito substancial, que só poderá ser verificado examinando-se o conteúdo da deliberação (VALLADÃO, 1993)

Valladão explica que há na lei uma proibição cautelar, mas se o acionista segue com o voto, o julgador deve então verificar o contexto no qual foi exercido. Para que seja nulo, entende que é necessária a comprovação de que o acionista votou sacrificando o interesse da companhia ante seu interesse pessoal, com prejuízo atual, ou potencial, à companhia ou aos demais acionistas. Leciona ainda que a deliberação poderia ser anulada se o voto do acionista em conflito tiver sido decisivo para sua aprovação ou rejeição, conforme comando do parágrafo quarto do artigo 115⁵, (VALLADÃO, 1993).

⁵ § 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.

Para o autor, se interpretado em sua literalidade, o parágrafo primeiro do artigo 115 aparenta dispor hipóteses somente de impedimento de voto. Todavia, Valladão propõe que o conceito de “interesse conflitante com o da companhia” seja extraído do *caput* do artigo 115, que define o voto abusivo. Explica que,

“se o interesse da companhia consiste no interesse comum dos sócios à realização do escopo social (...) o acionista que vota com o fim de causar dano à companhia ou a outros acionistas, ou vota com o intuito de obter vantagem a que não faz jus, assumindo o risco de prejudicar a companhia ou outros acionistas, está, em qualquer desses casos, *votando contrariamente àquele interesse comum*” (VALLADÃO, 2014, p.98).

Valladão (2014) pontua que os conceitos de abuso de direito de voto e de conflito de interesses são diferentes, mas interligados, de modo que a noção de conflito de interesses, conforme disposto no parágrafo primeiro, estaria vinculada a uma ideia mais ampla do que a de conflito formal.

Na sua visão, a situação do conflito de interesse é precedente à deliberação em assembleia geral, entretanto, o sócio só agirá em conflito com o interesse social se, ao votar, sacrificá-lo em detrimento de interesses pessoais, abusando do direito de voto e desviando-se da finalidade para a qual a lei lhe conferiu esse direito (VALLADÃO, 2014).

Indo além, Valladão cita a lição de Mengoni, para quem o impedimento de voto “vem sendo restringido gradativamente a hipóteses excepcionais, em face das necessidades do mundo econômico moderno, caracterizado pela concentração empresarial” (VALLADÃO, 2014, p.101).

Erasmus Valladão acredita que ser inconcebível que o legislador, ciente dessa realidade, já regulada na Lei das S.A.⁶, tivesse por intenção estabelecer um sistema de controle formal de proibição do voto, o que, no seu entender, “praticamente eliminaria a possibilidade de a sociedade controladora votar nas assembleias da controlada, dado o potencial conflito de interesses em que se acham” (VALLADÃO, 2014, p.100).

⁶ Art. 245. Os administradores não podem, em prejuízo da companhia, favorecer sociedade coligada, controladora ou controlada, cumprindo-lhes zelar para que as operações entre as sociedades, se houver, observem condições estritamente comutativas, ou com pagamento compensatório adequado; e respondem perante a companhia pelas perdas e danos resultantes de atos praticados com infração ao disposto neste artigo.

O doutrinador parte de uma interpretação sistemática da Lei das S.A., citando o artigo 117, parágrafo primeiro, alínea “f”⁷, como um indício de que o legislador tinha por intenção adotar o exame *ex post* nos casos de conflito de interesses. Valladão explica que, a partir de uma interpretação *a contrario sensu* do referido dispositivo, depreende-se que é cediço ao acionista controlador contratar com a companhia, desde que em condições equitativas.

Como a celebração de contrato entre a companhia e o próprio controlador consubstancia uma hipótese paradigmática de conflito formal, essa “autorização” conferida pela Lei das S.A. comprovaria que foi adotado o controle *ex post* nos casos de conflito de interesses, em alusão à teoria do conflito material.

Também adepto do critério substancial, Nelson Eizirik aponta que nos últimos anos o Direito anglo-saxão vem considerando negociações entre a companhia e seu acionista controlador como válidas. O autor explica que em muitos casos o controlador é o único com o qual a companhia conseguirá contratar, seja porque ele conseguiria melhor avaliar seus negócios ou porque a negociação com o controlador facilitaria a manutenção de segredos comerciais (EIZIRIK, 2021). Por isso, Eizirik defende que as negociações com o controlador poderiam inclusive ser mais lucrativas para a empresa do que aquelas realizadas com terceiros, que poderiam não compreender o seu real valor.

O jurista leciona que a legislação anglo-saxã tem aceitado transações entre partes relacionadas, como é o caso do contrato bilateral entre controlador e companhia, desde que observadas condições equitativas de mercado, com valor compatível ao de eventuais negociações com terceiros (EIZIRIK, 2021).

Esse é o caso da Lei das S.A., conforme artigo 117, parágrafo primeiro, alínea “f”, supramencionado, artigo 156, parágrafo primeiro⁸, que dispõe sobre a negociação com administradores, e artigo 245, que trata de operações entre partes do mesmo grupo econômico. Eizirik defende que, em todas essas hipóteses, as negociações com potencial conflito de

⁷ Art. 117. O acionista controlador responde pelos danos causados por atos praticados com abuso de poder. § 1º São modalidades de exercício abusivo de poder: (...) f) contratar com a companhia, diretamente ou através de outrem, ou de sociedade na qual tenha interesse, em condições de favorecimento ou não equitativas;

⁸ § 1º Ainda que observado o disposto neste artigo, o administrador somente pode contratar com a companhia em condições razoáveis ou equitativas, idênticas às que prevalecem no mercado ou em que a companhia contrataria com terceiros.

interesses não são proibidas e tampouco condicionadas a aprovação de órgãos específicos pela Lei das S.A. (EIRIZIK, 2021).

O doutrinador leciona que a proibição absoluta do exercício de voto em situações de potencial conflito de interesses resultaria em uma proibição absoluta de voto em todo negócio jurídico entre companhia e acionista, sob presunção de ilegitimidade (EIZIRIK, 2021). Para ele, tal abordagem contraria o princípio legal de que o acionista pode contratar com a companhia em condições equitativas. Portanto, instrui que “deve ser demonstrado que o interesse do acionista apresenta um conflito efetivo com o interesse social, não meramente hipotético ou eventual” (EIZIRIK, 2021, p.254).

Nessa toada, Nelson Eizirik propugna que a hipótese de “interesse conflitante com o da companhia” do parágrafo primeiro do artigo 115 está se referindo a uma situação de conflito substancial, que só poderá ser analisada posteriormente, considerando o mérito da deliberação e o seu impacto nos negócios da companhia.

Segundo o autor, são requisitos para a anulação da deliberação, a demonstração do (i) conflito de interesses; (ii) do dano atual ou potencial à companhia; e (iii) que o voto do acionista em conflito foi determinante para a formação da maioria (EIZIRIK, 2019).

Por fim, é importante destacar que Eirizik não exclui a hipótese de impedimento prévio do exercício de voto pelo acionista na hipótese de conflito de interesses. Segundo ele, a vedação *ex ante* é aplicável aos casos em que o interesse do acionista é flagrantemente contrário ao interesse social. Assim, quando o conflito de interesses não for hipotético, mas sim efetivo, concreto, e previamente verificado, o acionista estará proibido de votar (EIZIRIK, 2021).

Já Lamy Filho (2007) defende que o princípio majoritário não impede o acionista controlador de votar em deliberações nas quais tenha interesse potencialmente conflitante com o da companhia. Para o autor, “seria um absurdo confiar à minoria o poder de funcionamento da companhia (...) pois além da negação do princípio majoritário seria conferir à minoria insuperável instrumento para a realização de abusos” (LAMY, 2007, p.352).

Além disso, o autor leciona que o parágrafo primeiro do artigo 115 deve ser interpretado à luz de seu *caput*, fazendo uma correlação do exercício do voto com interesse conflitante ao da companhia com o exercício abusivo do voto, tal como Erasmo Valladão.

Por isso, Lamy Filho defende que o voto deve ser examinado *ex post*, apenas configurando-se o exercício de voto em conflito de interesse nos casos em que o acionista tem por objetivo causar dano à companhia ou a outros acionistas, ou obter, para si ou para outrem, vantagem não justificada e da qual resulte, ou possa resultar, prejuízo para a companhia ou para outros acionistas.

Finalmente, conforme apontado Fábio Ulhôa, é importante destacar que as hipóteses do artigo 115, parágrafo primeiro, não são interpretadas da mesma forma entre os adeptos da teoria materialista (ULHÔA, 2017). Para Leães (1993), é o voto abusivo, conforme disposto pelo *caput* do artigo 115, que configura hipótese de conflito material. O voto conflitante com o interesse da companhia, juntamente com as demais hipóteses do parágrafo primeiro, configuraria hipótese de conflito formal, ou seja, de impedimento prévio, na qual “a indagação se limita ao exame da legitimidade formal para o exercício do direito de voto” (LEÃES, 1993, p.110).

3.3 A CRÍTICA DE CALIXTO SALOMÃO

Referindo-se ao artigo 115, parágrafo primeiro, da Lei das S.A., Calixto Salomão afirma que a regra atual do conflito de interesses não é uma fórmula eficaz, e que também deixa de estabelecer critérios sobre qual das teorias do conflito de interesses deve ser aplicada. O autor critica, também, o recurso à ideia de interesse conflitante com o interesse social, afirmando que o termo “interesse social” “é mal estabelecido e mal definido estruturalmente” (SALOMÃO, 2019, p.194).

O doutrinador defende que os conflitos de interesses em geral são inerentes à sociedade anônima, e devem preferencialmente ser resolvidos internamente, pelos órgãos (independentes ou não) que compõe a sociedade. A isto chama de solução orgânica, ou estrutural (SALOMÃO, 2019).

Salomão leciona que a solução estrutural é mais comumente utilizada no dia a dia da companhia, podendo-se citar como exemplo a implementação de políticas de transação com partes relacionadas, onde são estipulados padrões de governança e métodos de fiscalização que visam mitigar conflitos de interesses potencialmente danosos à sociedade. A regra do conflito de interesses, portanto, seria utilizada somente em casos excepcionais, quando a solução orgânica é jurídica ou politicamente inviável (SALOMÃO, 2019).

Para Calixto Salomão, a regra do conflito de interesses como apresentada na Lei das S.A., balizada na observância do interesse social da companhia, é pouco eficaz e menos realista que a solução orgânica, pois pressupõe que o conflito de interesses pode ser bem fiscalizado e eliminado da sociedade (SALOMÃO, 2019). No entanto, pontua que falta à lei uma concretização estrutural do conceito de interesse social para que boas soluções orgânicas sejam implementadas pelas companhias.

O autor propõe, então, que o direito societário seja regido por um princípio geral de proibição à comportamentos conflitivos, de modo que a classificação das hipóteses do parágrafo primeiro do artigo 115 entre as teorias do conflito formal ou material deve ser revisitada, “não para ser negada, mas sim para ser transformada em diferença entre situações em que se verifica forte perigo de comportamento incorreto e situações em que isso não ocorre” (SALOMÃO, 2019, p.189).

Na sua visão, a análise do conflito de interesses de acionista deve ser deslocada da comparação dos atos e dos interesses privados deste com o interesse social para a verificação da observância dos deveres mínimos de cuidado do controlador, que normalmente é o acionista que suscita as discussões de conflito de interesses. Pontua, entretanto, que se deve recorrer à fiscalização dos deveres do controlador “não como uma disciplina substitutiva do conflito de interesses, mas como critério para sua apuração” (SALOMÃO, 2019, 189).

4 JULGADOS RECENTES E A ALTERAÇÃO NO ENTENDIMENTO DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Ao longo das últimas décadas, a Comissão de Valores Mobiliários alterou seu entendimento acerca da melhor solução para os casos de conflito de interesses de acionista, disciplinado pelo artigo 115, parágrafo primeiro, da Lei das S.A., por diversas vezes. Cada diretor que passou pela autarquia possuía suas convicções sobre a matéria, sendo que a maioria defendeu a aplicação das teorias formalista ou materialista do conflito de interesses.

É o que demonstra o histórico dos casos mais importantes decididos pelo Colegiado da CVM sobre a matéria: no Inquérito Administrativo RJ2001/4977 (“Caso TIM”), de relatoria da Diretora Norma Parente e julgado em 19.12.2001, prevaleceu a teoria do conflito formal, mas foram apresentadas divergências em apoio ao conflito substancial; no Inquérito Administrativo RJ2002/1153 (“Caso Previ - Telenorte/Telemar”) também de relatoria da diretora Norma Parente, julgado em 06.11.2002, prevaleceu o conflito material, com divergência da relatora que defendeu a aplicação do conflito formal; no Processo Administrativo RJ2009/13179 (“Caso Tractebel”), de relatoria do Diretor Alexandro Broedel Lopes, julgado em 09.09.2010, prevaleceu a teoria do conflito formal, mas houve manifestação de voto pelo conflito material; no Processo Administrativo Sancionador RJ2013/6635 (“Caso Eletrobras”), de relatoria da Diretora Luciana Dias, julgado em 26.05.2015, prevaleceu, por unanimidade, o conflito formal; no Processo Administrativo RJ2015/5021 (“Caso Eneva”), de relatoria do Diretor Relator Pablo Renteria, julgado em 25.08.2018, prevaleceu o conflito formal; no Processo Administrativo 19957.005563/2020-75 (“Caso Linxs/Stone”), julgado em 13.11.2020, prevaleceu o entendimento pelo não impedimento de voto na assembleia geral, sem que fosse adotada a teoria do conflito material em tal decisão, objeto apenas de posição divergente, que à época foi vencida.

Se considerarmos as decisões do colegiado da CVM tomadas em processos administrativos sancionadores e processos administrativos que versavam sobre conflito de interesses de acionistas nos últimos 20 anos, o conflito formal prevaleceu em 2002, o conflito material prevaleceu entre 2002 e 2009, e em seguida voltou a prevalecer o conflito formal, por mais de doze anos, até novembro de 2022.

Entretanto, a partir de novembro de 2022 a autarquia voltou a interpretar o artigo 115, parágrafo primeiro, *in fine*, da Lei das S.A. conforme o conflito substancial. É que se nota pelos votos proferidos nos julgamentos dos Processos Administrativos Sancionadores 19957.003175/2020-50 (“Caso Saraiva”) e 19957.004392/2020-67 (“Caso Springer”).

A tendência pela adoção do conflito material parece ter se confirmado, visto que mais recentemente, em 2023, também prevaleceu no Processo Administrativo Sancionador 19957.009294/2017-11 (“Caso Recrusul”) a interpretação conforme essa teoria.

A seguir serão examinados os argumentos apresentados por cada um dos diretores do colegiado da CVM nestes julgados que marcaram o retorno ao critério substancial, com o objetivo de compreender como a matéria do conflito de interesses de acionista vem sendo tratada na composição atual do colegiado da autarquia.

4.1 CASO SARAIVA (PAS CVM 19957.003175/2020-50)

Em conjunto com o julgamento do Caso Springer, o Caso Saraiva marcou a recente guinada no entendimento do colegiado da CVM, que seguiu em direção à adoção da corrente materialista nos casos de conflito de interesses de acionista.

Em síntese, a Saraiva Livreiros S.A. – Em Recuperação Judicial (“Saraiva”) havia formalizado um plano de recuperação judicial, que previa a emissão de bônus de subscrição em benefício de alguns dos credores da companhia⁹. Além disso, estabeleceu-se no plano que todos os adiantamentos para aumento futuro de capital¹⁰ (“AFAC”), no valor máximo de R\$ 10 milhões e existentes até a data do pedido da recuperação judicial, deveriam ser capitalizados previamente à emissão dos bônus de subscrição.

⁹ Aprovado pelos credores em 29.08.2019 e homologado em 04.09.2019, abarcava um passivo de aproximadamente R\$ 650 milhões.

¹⁰ O adiantamento para futuro aumento de capital é um mecanismo por meio do qual quotistas ou acionistas de uma empresa transferem recursos financeiros para a pessoa jurídica, que posteriormente serão utilizados para aumentar seu capital social. Normalmente são utilizados pelos sócios para suprir as necessidades de caixa das empresas.

A controvérsia surgiu quando Jorge Eduardo Saraiva, acionista controlador e membro do conselho de administração da Saraiva, votou na AGE¹¹ que aprovou o aumento do capital social da companhia, que seria realizado mediante a capitalização de AFAC detido por ele próprio. Após receber reclamação de parte dos acionistas minoritários, a SEP lavrou termo de acusação¹² onde acusou Jorge Eduardo Saraiva de exercer o direito de voto, na qualidade de acionista da Saraiva, em conflito de interesses, em violação ao artigo 115, parágrafo primeiro, da Lei das S.A., pois a aprovação do aumento de capital o teria beneficiado de modo particular e ensejaria o exercício abusivo do direito de voto.

Em sua defesa, o acusado argumentou que o conflito de interesses ocorre quando o acionista age em benefício próprio e em contraposição aos interesses da companhia. No caso de Jorge Eduardo Saraiva, não teria havido qualquer prejuízo aos acionistas da Saraiva e a aprovação do aumento do capital não o beneficiaria de modo particular, porque era pressuposto para a emissão dos bônus de subscrição e atendia aos interesses dos credores da recuperação judicial.

A defesa também argumentou que nas situações de conflito de interesses de acionista não há impedimento de voto, e pugnou pela aplicação do critério substancial, alegando ser esta a posição defendida pela doutrina majoritária.

O colegiado da CVM, em decisão unânime, divergiu da SEP e absolveu Jorge Eduardo Saraiva da acusação de violação ao artigo 115, parágrafo primeiro, da Lei das S.A. Todavia, enquanto os diretores Alexandre Costa Rangel, Otto Eduardo Fonseca de Albuquerque Lobo e o presidente João Pedro Barroso do Nascimento analisaram o caso sob a ótica do conflito material, a Diretora Flávia Martins Sant Anna Perlingeiro, em voto vista, adotou uma interpretação mais formalista, pelo impedimento *ex ante* do exercício do direito de voto.

¹¹Realizada em 31.10.2019, a assembleia geral extraordinária teve como ordem do dia (i) o aumento do capital autorizado da companhia e a alteração do estatuto social, e (ii) a alteração do estatuto social conferindo poderes ao conselho de administração para a emissão dos bônus de subscrição, no âmbito do plano da recuperação judicial, dentro do limite do capital autorizado.

¹²Jorge Eduardo Saraiva também foi acusado de conflito de interesses da qualidade de administrador da companhia, nos termos do artigo 156 da Lei das S.A., e, em conjunto com alguns de seus familiares, também membros da alta administração, de diluição injustificada, nos termos do artigo 153 combinado com o artigo 170, parágrafos primeiro e sétimo da Lei das S.A.; e artigo 2º, inciso IX do Anexo 30-XXXII da Instrução CVM nº 480/2009.

O diretor relator Alexandre Costa Rangel proferiu extensa manifestação de voto, na qual reconstruiu todos os acontecimentos prévios e relevantes ao caso e tratou em detalhes das condutas disciplinadas pelo artigo 115 da Lei das S.A. Adepto à utilização do critério substancial na análise dos casos de conflito de interesses de acionista, trouxe como principais argumentos em favor de sua adoção a interpretação sistemática da Lei das S.A. e o princípio majoritário combinado com a presunção da boa-fé.

No início de sua manifestação de voto, o relator chama atenção para a escolha feita pela SEP na tipificação da conduta do acusado. A acusação imputou a Jorge Eduardo Saraiva a infração ao artigo 115, parágrafo primeiro, da Lei das S.A., por ter exercido o direito de voto, na qualidade de acionista da Saraiva, em conflito de interesses, acrescentando que a matéria votada o beneficiaria de modo particular e que, por isso, o direito de voto foi exercido de modo abusivo.

Alexandre Rangel explica que, na realidade, a acusação teria feito referência a três irregularidades distintas: abuso de direito de voto (artigo 115, *caput*), benefício particular (artigo 115, parágrafo primeiro) e conflito de interesses (artigo 115, parágrafo primeiro, *in fine*), cada qual com diferentes pressupostos de enquadramento. Logo, a SEP teria se equivocado ao misturar esses três institutos jurídicos na imputação por infração ao artigo 115, parágrafo primeiro, da Lei das S.A.

O diretor analisou a conduta do acusado enfrentando todas as três possibilidades, contudo, importa-nos verificar tão somente os argumentos apresentados para a adoção do critério substancial no exame do conflito de interesses de acionista.

Discorrendo sobre o artigo 115, parágrafo primeiro, afirma que as duas primeiras hipóteses do dispositivo configuram impedimento prévio de voto (vedação *ex ante*). Assim, o acionista está previamente proibido de votar nas deliberações da assembleia-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”. Para o relator essas são hipóteses que tratam de matérias objetivas e diretas, que podem ser aplicadas nos casos concretos sem margens para maiores dúvidas.

Já os casos de benefício particular e conflito de interesses (respectivamente terceira e quarta hipóteses do parágrafo primeiro do artigo 115) demandariam uma análise mais aprofundada do julgador. Alexandre Rangel explica que o legislador, propositadamente, lançou mão de conceitos abertos e subjetivos ao tratar de benefício particular e conflito de interesses, visando acomodar a dinâmica de interesses dos acionistas e das companhias.

Por serem cláusulas abertas, o diretor entende que o julgador deverá avaliar a substância do benefício particular e dos interesses do acionista em suposto conflito, para averiguar a regularidade do voto. Como esse exame mais aprofundado só poderia ocorrer após o voto ter sido proferido, Alexandre Rangel acredita ser indevido o impedimento prévio de seu exercício¹³, aduzindo, ainda, que a interpretação sistemática da Lei das S.A corrobora sua posição.

O relator explica que é comum existir um desalinhamento entre os interesses dos acionistas e da companhia, e por essa razão a Lei das S.A. contém dispositivos que estabeleceram deveres e parâmetros com o intuito de compatibilizá-los. Cita como exemplos: o artigo 115, *caput* e parágrafo quarto, o artigo 116, parágrafo único, o artigo 117, parágrafo primeiro, alínea “F” e o artigo 246. Para o relator, não existisse uma constante dissonância de interesses, essas normas não precisariam existir.

O artigo 115, *caput*, logo no início, estabelece que os acionistas têm o dever de votar no interesse da companhia. O parágrafo único do artigo 116 dispõe que o controlador deve usar o poder que detém com a finalidade de fazer a companhia realizar seu objeto social e cumprir sua função social, além de respeitar e atender aos direitos e deveres de seus *stakeholders* (i.e., demais acionistas, funcionários, credores e comunidade em que atua).

Para Alexandre Rangel a existência de regras como essas, que visam dirimir conflitos de acionista, justifica o exame *a posteriori* da substância dos votos proferidos. O diretor afirma

¹³Importante mencionar que o diretor Alexandre Costa Rangel proferiu manifestação complementar de voto em 8 de novembro de 2022, na qual esclareceu que, apesar de ter analisado a hipótese de benefício particular em conjunto com o instituto do conflito de interesses em sua manifestação de voto, entende que é possível o impedimento prévio do voto pelo acionista nos casos de benefício particular. Para tanto, é preciso restar comprovado que a matéria a ser deliberada na assembleia-geral proporcionará uma vantagem lícita ao acionista, rompendo o princípio da igualdade entre acionistas.

que mesmo a teoria do conflito formal prescinde de uma avaliação dos interesses em jogo, e que sem um exame do mérito dos votos proferidos, votos válidos e justos seriam proibidos.

Os artigos 117, parágrafo primeiro, alínea “F” e 246¹⁴ estabelecem, respectivamente, que o acionista controlador e a sociedade controladora respondem pelos danos causados à companhia por abuso de poder. O relator argumenta que esses dispositivos perderiam o sentido se o controlador fosse impedido de votar, o que seria corroborado pela redação do parágrafo quarto do artigo 115, que dispõe serem anuláveis as deliberações tomadas em decorrência de voto de acionista em conflito de interesses.

Na visão de Alexandre Rangel, se a intenção do legislador fosse impedir o exercício do voto pelo acionista em suposto conflito, o parágrafo quarto do artigo 115 teria disposto que as deliberações são nulas, e não anuláveis. Ao definir que as deliberações tomadas em decorrência de acionista em conflito de interesses são anuláveis, o legislador estaria indicando que a substância do voto deverá ser analisada *ex post*.

O relator também chama a atenção para o fato de que o artigo 115, parágrafo quarto, estabeleceu que somente as deliberações tomadas em decorrência do voto de acionista em conflito de interesses serão anuláveis. Ou seja, o diretor acredita que se o voto do acionista que tem interesse conflitante com o da companhia não foi determinante para a aprovação, ou rejeição, da deliberação em assembleia geral, o resultado sequer seria anulável.

Partindo dos argumentos acima, Alexandre Rangel defende em sua manifestação de voto que a interpretação sistemática, comumente adotada na aplicação da Lei das S.A, favorece o exame do conflito de interesses de acionista conforme o critério substancial.

Dando seguimento, o relator aborda os principais aspectos do princípio majoritário como mais uma forma de destacar a incoerência na adoção do critério formalista na análise do

¹⁴Art. 246. A sociedade controladora será obrigada a reparar os danos que causar à companhia por atos praticados com infração ao disposto nos artigos 116 e 117. § 1º A ação para haver reparação cabe: a) a acionistas que representem 5% (cinco por cento) ou mais do capital social; b) a qualquer acionista, desde que preste caução pelas custas e honorários de advogado devidos no caso de vir a ação ser julgada improcedente. § 2º A sociedade controladora, se condenada, além de reparar o dano e arcar com as custas, pagará honorários de advogado de 20% (vinte por cento) e prêmio de 5% (cinco por cento) ao autor da ação, calculados sobre o valor da indenização.

conflito de interesses de acionista – ainda mais se considerada uma interpretação sistemática do diploma legal, relembra.

Alexandre Rangel explica que como contrapartida à titularidade da maioria das ações de uma companhia o acionista controlador não detém somente a prerrogativa de orientar suas atividades sociais, mas também faz jus à um regime jurídico próprio, com deveres e responsabilidades compatíveis com a condição de controlador.

Isso acontece pois o controlador é aquele que assume o maior risco financeiro na atividade empresarial empreendida: o poder de controle somente lhe é conferido mediante a integralização da maioria das ações que compõe o capital social da companhia ou pela aquisição dessa maioria no mercado secundário. O controlador, portanto, é o maior beneficiado pelos resultados positivos alcançados pela companhia, e o maior prejudicado em caso de eventuais perdas financeiras.

Em vista disso, Alexandre Rangel ressalta que o controlador é o acionista mais comprometido com o interesse da companhia e aquele que se encontra na melhor posição para deliberar sobre os assuntos da sociedade, devendo-lhe ser conferidos os direitos e poderes mais relevantes sobre ela.

Nesse ponto o diretor concorda com a visão do doutrinador Alfredo Lamy Filho, que avalia que o princípio majoritário não impede o exercício do direito de voto pelo controlador quando ausente o dolo específico de causar prejuízo à companhia ou aos demais acionistas ou de obter vantagem indevida. Conflitos com a minoria seriam irrelevantes, pois tratariam de uma discordância na avaliação do interesse social da companhia, devendo prevalecer o princípio majoritário¹⁵.

Por fim, o relator assevera que a adoção do critério substancial ganhou força com a positivação da presunção da boa-fé comercial no ordenamento jurídico, por meio da Lei nº

¹⁵“o voto abusivo supõe, pois, a intenção de prejudicar os outros acionistas, ou a companhia, para obter vantagem indevida. Mas a existência de um interesse do majoritário numa determinada deliberação não o impede, em princípio, de votar – desde que não o faça para violar direitos de outros acionistas ou prejudicar a companhia. (...) “a divergência da minoria é irrelevante já que se trata de um conflito entre sócios sobre a interpretação (‘valutazione’) do interesse social. Esse conflito deve resolver-se pela prevalência do princípio majoritário, que se fundamenta, também em nosso caso, pelo maior risco do sócio de controle” (FILHO, Alfredo Lamy. Temas de S.A. – Exposição e Pareceres. Rio de Janeiro: Renovar. 2007. pp. 310-311).

13.874, de 20 de setembro de 2019, alcunhada de Lei da Liberdade Econômica. Isso porque o artigo 1º, parágrafo segundo, da Lei 13.874/19 dispõe que todas as normas de ordenação pública que tratem sobre atividades econômicas privadas devem ser interpretadas em favor da boa-fé e da liberdade econômica, respeitando-se os contratos, os investimentos e o direito de propriedade.

Alexandre Rangel aponta que a adoção do conflito substancial à luz da edição da Lei da Liberdade Econômica repercutiu na melhor doutrina, referindo-se à trabalho publicado pelo atual presidente da autarquia, João Pedro Nascimento, em 2022¹⁶.

Por essas razões, o julgador entende que Jorge Eduardo Saraiva não estava impedido de votar na AGE que aprovou o aumento de capital da Saraiva. Ademais, conclui que o acusado votou no interesse da companhia, com a finalidade de cumprir os termos do plano da recuperação judicial que, do contrário, poderia ser convolada em falência.

Para Alexandre Rangel, Jorge Eduardo Saraiva não exerceu o direito de voto de forma abusiva, visando benefício particular ou em conflito de interesses, nos moldes do artigo 115, *caput* e parágrafo primeiro, da Lei das S.A.

Em suas considerações finais, o relator diz concordar com o posicionamento do presidente João Pedro Nascimento no artigo “*Conflito de interesses no exercício do direito de voto nas Sociedades Anônimas*”, de que é preciso avaliar a conveniência de editar um parecer de orientação para proporcionar maior previsibilidade e segurança jurídica sobre a matéria.

O diretor também assegura que a adoção do conflito material nem sempre levará a absolvições, mencionando seu voto no PAS CVM nº 19957.004392/2020-67 (que será analisado a seguir), julgado na mesma data, onde o diretor votou pela condenação do acionista controlador da Springer S.A. por ter exercido o voto em conflito de interesses.

Alexandre Rangel encerra seu voto salientando que diversos mecanismos de *enforcement* do mercado de valores mobiliários vêm sendo aprimorados com a ajuda da CVM,

¹⁶NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. Conflito de Interesses no Exercício do Direito de Voto nas Sociedades Anônimas. In: Temas de Direito Empresarial. Rio de Janeiro, Quartier Latin, 2022.

que tem seguido sugestões de estudos da Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico – OCDE¹⁷⁻¹⁸.

Dentre eles, destaca a Resolução CVM nº 80/2022, que estabeleceu novas regras de divulgação de disputas societárias, a Resolução CVM nº 70/2022, que reduziu o percentual mínimo de participação acionária necessário ao exercício de alguns direitos previstos na Lei das S.A.; o crescimento das ações judiciais previstas no artigo 246, e a edição da Lei nº 13.506/2017, que ampliou os poderes da CVM no que diz respeito à aplicação de penalidades.

Considerando o detalhamento do voto do relator, o presidente João Pedro Nascimento permite-se ser mais objetivo em sua manifestação e afirma ter convicção de que o critério substancial é o mais adequado à disciplina do conflito de interesses de acionista nas votações assembleares de sociedades anônimas.

O presidente explica que defende a adoção do conflito material ciente de que a tarefa do julgador se torna mais complexa, considerando-se que os adeptos dessa corrente entendem que é preciso examinar os fatos e características de cada caso concreto para compreender se houve, ou não, o exercício do voto com interesses conflitantes.

Com isso, informa que examinou o caso de Jorge Eduardo Saraiva e não vislumbrou a existência de interesse particular do acusado que fosse colidente e inconciliável com o interesse da companhia, e que, tampouco, restou demonstrado dano atual ou potencial resultante de seu voto.

Ainda assim, João Pedro Nascimento pede a atenção do mercado às situações em que for recomendada a abstenção de acionistas ou administradores nas deliberações das sociedades. No caso em análise, tivesse o acusado se absterido de votar na reunião do conselho de administração que aprovou o aumento de capital, por meio da capitalização do AFAC por ele

¹⁷OCDE (2020), “Private enforcement of shareholders rights: A comparison of selected jurisdictions and policy alternatives for Brazil”, <http://www.oecd.org/corporate/shareholder-rights-brazil.htm>.

¹⁸OCDE (2022), “Sustainability policies and practices for corporate governance in Brazil”, <http://www.oecd.org/corporate/sustainability-policies-and-practices-for-corporate-governance-in-brazil-a9889ba3-en.htm>.

detido¹⁹, o resultado ainda seria o mesmo, já que as pautas foram aprovadas por unanimidade dos conselheiros.

O Diretor Otto Lobo também votou pela absolvição de Jorge Eduardo Saraiva, com amparo no critério substancial. Os argumentos que utiliza para sua adoção são os mesmos suscitados pelo relator, além de uma análise histórica sobre o parágrafo primeiro do artigo 115 que visa corroborar sua interpretação sistemática da Lei das S.A.

Como mencionado, o acusado foi absolvido por unanimidade de votos no colegiado da CVM, entretanto, em seu voto vista Flávia Perlingeiro criticou a adoção da tese do conflito material. Em síntese, a diretora pondera que não convém uma abordagem excessivamente formalista nos casos de conflito de interesses de acionista, mas defende que o artigo 115, parágrafo primeiro, *in fine*, configura uma hipótese de impedimento prévio do exercício do voto.

Flávia Perlingeiro inicia seu voto explicando que um conjunto de precedentes relevantes sobre conflito de interesses se formou ao longo das últimas décadas, e a aplicação das teorias do conflito formal e material teria surgido como a melhor solução para os casos concretos. A diretora recorda que historicamente as manifestações de voto sempre divergiram acerca do critério a ser aplicado, embora nos últimos doze anos o critério formal tenha prevalecido na jurisprudência da CVM.

No entanto, destaca que o legislador não fez qualquer menção aos termos “formal” ou “material” no artigo 115 da Lei das S.A. Por isso, acredita que mesmo prevalecendo a interpretação pelo conflito material no Caso Saraiva, não é possível inferir que se está diante de um novo entendimento consolidado da CVM, capaz de abrandar a incerteza sobre a matéria e proporcionar maior segurança jurídica ao mercado.

Flávia Perlingeiro afirma que a falta de detalhamento na Lei das S.A. continuará gerando o embate interpretativo entre as correntes doutrinárias, por isso, uma mudança legislativa para tornar a norma mais clara e robusta é defendida até mesmo por alguns dos

¹⁹A reunião do conselho de administração ocorreu em 3 de novembro de 2019, pouco após a realização da AGE que deliberou sobre o aumento de capital. Por ter votado na referida reunião, Jorge Eduardo Saraiva foi acusado de conflito de interesses, na qualidade de administrador, nos termos do artigo 156 da Lei 6.404/76.

adeptos da corrente materialista²⁰. A diretora também recomenda a promoção de avanços regulatórios, bem como a adoção, pelas companhias, de mecanismos de controle e mitigação dos riscos relacionados ao conflito de interesses.

Para a julgadora a disciplina do conflito de interesses na Lei se mostrou insuficiente para lidar com a complexidade dos casos concretos, especialmente aqueles em que o conflito não é evidente. Essa realidade teria incentivado a criação de interpretações que se distanciam da norma contida no artigo 115, parágrafo primeiro, que na opinião da diretora veda expressamente o exercício do direito de voto.

A partir disso, Flávia Perlingeiro faz uma breve análise crítica do critério substancial.

Inicia sua análise argumentando que a interpretação conferida à Lei das S.A. pela teoria do conflito substancial cria um requisito de materialização do dano que não está previsto para fins de proibição do exercício do voto pelo acionista em potencial conflito. A diretora sustenta que está sendo ignorado o comando da norma, de que o acionista não poderá votar (vedação *ex ante*), e acrescenta que não existe na Lei das S.A. qualquer distinção quanto ao modo de apurar as hipóteses do parágrafo primeiro do artigo 115.

Flávia Perlingeiro julga que a interpretação conforme o critério substancial desvia o foco do debate sobre o conflito de interesses ao afirmar que não é possível presumir a má-fé do acionista potencialmente conflitado. Para ela, a teoria do conflito formal defende que o acionista deve ser impedido de votar não por uma presunção de abuso ou má-fé, mas porque restou constatada uma conjuntura que impossibilita, ou mesmo compromete, uma avaliação isenta do tema a ser deliberado pela assembleia geral.

Não obstante, a diretora reconhece que nem sempre os conflitos de interesses serão facilmente apercebidos, e por isso avalia que em situações de relações indiretas²¹ ou em que o conflito não seja facilmente vislumbrado o formalismo excessivo não é bem-vindo. Em cenários como esses seria necessário o exame aprofundado do caso concreto.

²⁰ Neste trecho faz referência à manifestação de voto do ex-diretor da CVM, Gustavo Machado Gonzalez.

²¹ Como, por exemplo, quando o acionista votante se tratar de uma sociedade ou fundo de investimento.

Flávia Perligeiro admite que uma análise substantiva, ou substancial, é necessária em alguma medida. Todavia, defende que ela deve ser empreendida para verificar tão somente se, no mérito, o interesse do acionista é efetivamente antagônico ao interesse social, ou seja, se há ou não um conflito de interesses. Por isso, crítica a visão materialista de que o conflito de interesses só terá existido se o dano à companhia se concretizar, e de que somente o acionista sabe em que sentido pretende exercer seu voto na assembleia geral.

A julgadora crê que a teoria do conflito substancial ignora a conflituosidade de situações que tem flagrante potencial de causar danos à companhia. Se aplicada com todas as suas premissas, a interpretação do parágrafo primeiro do artigo 115 pela ótica materialista colocaria o ônus da prova nos acionistas minoritários e frustraria a possibilidade de tutelar preventivamente uma possível infração ao dispositivo legal.

A diretora também não enxerga incompatibilidade entre o impedimento prévio do exercício de voto e os parágrafos terceiro e quarto do artigo 115²². Explica que o legislador anteviu que os acionistas poderão votar à revelia do comando legal do parágrafo primeiro, e por isso previu a responsabilização do acionista pelos danos causados à sociedade e a possibilidade de anular a deliberação tomada em decorrência do voto do acionista conflitado.

Flávia Perlingeiro também pontua que a Lei das S.A. não restringe, de forma expressa, a proteção da companhia na hipótese de conflito de interesses de acionista aos remédios de reparação ou à anulação da deliberação. Logo, não seria correto excluir a utilização de meios preventivos, como o impedimento prévio do exercício do direito de voto. Nesse sentido, cita o artigo 9º da Lei nº 6.385/1976 (que criou a Comissão de Valores Mobiliários e estabeleceu os limites de sua competência), que autoriza a CVM a proibir os participantes de mercado de praticar atos prejudiciais ao seu funcionamento para prevenir ou corrigir situações anormais²³.

A diretora aponta que países com mercado de capitais desenvolvidos, tais como os Estados Unidos e os membros da União Europeia, não realizam o mero controle *ex post* da

²² § 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.

²³ Art. 9º (...) § 1º Com o fim de prevenir ou corrigir situações anormais do mercado, a Comissão poderá: (...) IV - proibir aos participantes do mercado, sob cominação de multa, a prática de atos que especificar, prejudiciais ao seu funcionamento regular.

conduta. Ela explica que a praxe de mercado e a jurisprudência das cortes locais levaram à adoção de mecanismos que afastam os acionistas em conflito do processo decisório e submetem transações importantes à aprovação de comitês internos que contenham membros independentes²⁴.

Por todo o exposto, conclui que ambas as teorias, do conflito formal e material, apresentam insuficiências e inadequações que atravancam as discussões sobre a matéria, trazendo insegurança jurídica. A diretora explica que não concorda com o formalismo extremo, no qual a mera posição contratual ou dado direito do acionista bastaria para configurar o conflito. Por outro lado, rechaça a interpretação materialista, pois acredita que há um descolamento do real propósito da norma, que é impedir previamente o exercício do voto por acionista em conflito de interesses com a companhia.

Flávia Perlingeiro não concorda com as tentativas de esgotar a matéria em uma das teorias, e cita casos anteriores onde ponderações semelhantes foram feitas²⁵. Apesar de compreender que a maioria das discussões sobre conflito de interesses na CVM se dá em processos administrativos sancionadores, ou seja, após o acionista de votado, ressalta a importância de se examinar o caso concreto sem relegar aferição do conflito de interesses à concretização do dano.

Quanto a acusação em face de Jorge Eduardo Saraiva, a diretora entende que não houve violação ao artigo 115, parágrafo primeiro, da Lei das S.A., já que a AGE não deliberou sobre a capitalização do AFAC por ele detido e tampouco sobre o aumento de capital em si²⁶. Sendo assim, julga que a AGE não envolveu questão sobre a qual o acionista tivesse um interesse contraposto ao da companhia.

²⁴Ainda que não sejam amplamente aplicados, métodos de controle também são praticados no Brasil, principalmente entre os participantes do segmento Novo Mercado da bolsa de valores, que dispõe de regulamento próprio onde foram estipuladas regras de controle de transações com partes relacionadas.

²⁵Processo Administrativo RJ2009/13179 (“Caso Tractebel”); Processo Administrativo 19957.005749/2017-29 (“Caso Emae”); Processo Administrativo RJ2015/5021 (“Caso Eneva”); e, Processo Administrativo Sancionador RJ2014/10556 (“Caso Taurus”).

²⁶Como já mencionado, a AGE de 31 de outubro de 2019 teve como ordem do dia os seguintes itens: “(i) aumento do valor do capital social autorizado da Companhia e consequente alteração do art. 8º do estatuto social; (ii) inclusão de regra estatutária conferindo poderes ao conselho de administração da Companhia para, dentro do limite do capital autorizado, emitir bônus de subscrição”.

4.2 CASO SPRINGER (PAS CVM 19957.004392/2020-67)

Julgado na mesma sessão em que o colegiado da CVM analisou o Caso Saraiva, o processo tratou, dentre outras imputações²⁷, de uma acusação de conflito de interesses em face de Walter Sacca e Afam Empreendimentos e Negócios Comerciais Ltda. (“Afam”), controlada por Walter Sacca e família, na qualidade de acionistas controladores da Springer S.A. (“Springer”), em infração ao artigo 115, parágrafo primeiro, da Lei das S.A., por terem votado na AGE que ratificou a alienação da participação da Springer na Metro Eastwest LLC (“Metro”) para a Phoenix Corporate Global International S.A. (“Phoenix Global”).

No termo de acusação, a SEP apontou que alienação para a Phoenix Global era uma transação entre partes relacionadas, já que Walter Sacca e sua família, além de controladores da Springer, também controlavam a Afam e a própria Phoenix Global. Por conta disso, ao ratificarem a alienação da participação detida pela Springer, Walter Sacca e Afam teriam exercido o voto em conflito de interesses, pois teriam interesse próprio na venda para Phoenix Global, contraposto ao interesse social da Springer²⁸.

Em decisão unânime, o colegiado da CVM condenou Walter Sacca e Afam nos termos propostos pela acusação. Todavia, prevaleceu o dissenso entre os diretores quanto à teoria a ser aplicada na interpretação do parágrafo primeiro do artigo 115. Novamente, a diretora Flávia Perlingeiro, em voto vista, discordou dos outros membros do colegiado, que analisaram o caso à luz da teoria do conflito material.

Os argumentos utilizados por cada julgador em defesa das teorias materialista e formalista foram praticamente idênticos aos empregados no Caso Saraiva. Para evitar a mera repetição, serão expostos somente os trechos relevantes ou que elucidem como cada teoria do conflito de interesse foi aplicada no caso concreto.

²⁷Walter Sacca e Rogério Amato, na qualidade de membros do conselho de administração da Springer, foram acusados de violar o dever de diligência, em infração ao artigo 153 da Lei das S.A., e Manuel Varanda, enquanto diretor de relações com investidores, foi acusado de irregularidades na divulgação de informações da alienação da participação da Springer na Metro, em infração ao artigo 3º da Instrução CVM nº 358/2002 combinado com o artigo 157, parágrafo quarto, da Lei das S.A. e artigo 30-XXXIII da Instrução CVM nº 480/2009.

²⁸O relator explica que os interesses da Springer foram sacrificados em decorrência da ausência de justificativas para os valores envolvidos na transação e pela falta de esforços adicionais para a demonstração do atendimento ao interesse social da companhia na alienação de sua participação na Metro para a Phoenix Global.

Antes de consignar sua posição, o relator Alexandre Costa Rangel explica em sua manifestação de voto que a interpretação conforme o critério substancial não implica em um menor rigor da CVM frente aos casos de conflito de interesses. O diretor acredita que a adoção do conflito material será eficaz para fins de balizamento da conduta de acionistas controladores, coibindo excessos e propiciando maior coerência e justiça ao regime jurídico da Lei das S.A.

No caso concreto, o diretor entendeu que os acusados votaram a ratificação da alienação da participação da Springer na Metro para a Phoenix Global em infração ao artigo 115, parágrafo primeiro, pois seus interesses iriam muito da além da mera presença ou preponderância do exercício do voto na AGE.

Alexandre Rangel avalia que os interesses de Walter Sacca e Afam, materializados no voto, sacrificaram os interesses da Springer e se deram em seu prejuízo. Apesar da Phoenix Global ser uma parte relacionada, o Diretor aponta que: a celebração do negócio jurídico não foi embasada em quaisquer justificativas técnicas que atestassem a preservação ou atendimento dos interesses da Springer; se deu sem a devida aprovação em AGE, que só ocorreu três anos depois da alienação, quando os acusados já detinham quase que a totalidade das ações da Springer²⁹; a transação não foi avaliada por assessores de qualquer especialidade e não foi corroborada por laudos de avaliação, estudos ou pareceres que justificassem o seu valor; não há registro de negociações ou busca por outros potenciais compradores; e, não foram realizadas reuniões da administração da Springer com a finalidade de analisar, discutir ou aprovar o negócio jurídico.

O presidente João Pedro Nascimento pontua em seu voto que o fato de se tratar de uma operação entre partes relacionadas não é suficiente, por si só, para justificar uma condenação por conflito de interesses de acionista. Entretanto, levantou as mesmas questões relatadas pelo diretor Alexandre Rangel e votou pela condenação dos acusados, destacando que não restou comprovado que a transação com a Phoenix Global teria sido uma decisão informada e bem refletida.

²⁹A alienação para a Phoenix Global foi contratada em 19.09.2016, mas a AGE somente foi realizada em 26.07.2019, quando Walter Sacca e Afam detinham, conjuntamente, 93,77% do capital votante da Springer.

O diretor Otto Lobo também acompanhou os fundamentos do relator e votou pela condenação de Walter Sacca e Afam.

Argumenta em sua manifestação de voto que o exame *ex ante* de situações envolvendo um potencial conflito de interesses geraria graves ineficiências para as companhias, pois traria efeitos deletérios para a sua gestão e poderia privá-las de oportunidades de negócios. O diretor entende que a interpretação do artigo 115, parágrafo primeiro, conforme a teoria do conflito material gerará maior eficiência econômica, podendo os acionistas minoritários recorrerem à arbitragem ou ao Poder Judiciário para se socorrerem.

Otto Lobo relembra que na Exposição de Motivos da Lei 6.404/76 o legislador definiu o conflito de interesses de acionista como uma matéria delicada, defendendo uma redação mais genérica do dispositivo legal para que a prática e a jurisprudência tivessem margem para defender os interesses dos acionistas minoritários, sem prejuízo do exercício do poder pelos detentores da maioria do capital social no interesse da companhia³⁰.

Flávia Perlingeiro, por sua vez, discordou da aplicação do critério substancial, utilizando os mesmos argumentos do Caso Saraiva em defesa da adoção do critério formal, justificando que sua adoção é a via mais acertada, ao menos enquanto a Lei das S.A. não seja reformada no tocante ao tratamento da matéria, afirma.

Não obstante, também votou pela condenação de Walter Sacca e da Afam, por violação ao parágrafo primeiro do artigo 115, aduzindo, em linha com o relator, que a narrativa trazida pela defesa é falaciosa e que não foram apresentados argumentos convincentes de que a venda da Metro visava atender ao interesse social da Springer.

4.3 CASO RECRUSUL (PAS CVM 19957.009294/2017-11)

Primeiro julgado de conflito de interesses de acionista após às decisões paradigmáticas dos casos Saraiva e Springer, a controvérsia sobre conflito de interesses de acionista originou-

³⁰O diretor cita o seguinte trecho da Exposição de Motivos da Lei das S.A.: “O artigo 115 cuida dos problemas do abuso do direito de voto e do conflito de interesses entre o acionista e a companhia. Trata-se de matéria delicada em que a lei deverá deter-se em alguns padrões necessariamente genéricos, deixando à prática e à jurisprudência margem para a defesa do minoritário sem inibir o legítimo exercício do poder de maioria, no interesse da companhia e da empresa”.

se da não integralização de ações subscritas em aumento de capital pela principal acionista da Recrusul S.A. (“Recrusul”), a Triskelion Capital Consultoria e Gestão de Investimentos Estratégicos Ltda. (“Triskelion”). Conforme o relatório do caso, sem que fosse divulgado fato relevante sobre o ocorrido, o conselho de administração da Recrusul aprovou a dilação do prazo para integralização das ações em três meses, seguindo a decisão para aprovação em AGE.

A Triskelion, na qualidade de acionista da Recrusul, exerceu seu direito de voto na referida AGE, que ratificou a aprovação da dilação do prazo de integralização das ações, e aprovou uma modificação no estatuto social da companhia para remover multa de 10% sobre o valor devido por acionista remisso. Assim, segundo a SEP, a Triskelion teria participado e votado em deliberações cujo acionista potencialmente beneficiado seria ela própria, em conflito de interesses.

Sem adentrar no mérito das demais acusações promovidas pela SEP³¹, destaque-se que a Triskelion não apresentou defesa e o julgamento resultou em sua condenação, por decisão unânime, por ter exercido o direito de voto em conflito de interesses, na qualidade de acionista da Recrusul, em violação ao artigo 115, parágrafo primeiro, da Lei das S.A. Em linha com os posicionamentos que expressos nos julgados anteriores, apenas a diretora Flávia Perlingeiro afiliou-se à interpretação dada pela corrente formalista.

O diretor Alexandre Rangel, relator do caso, argumenta novamente que a análise do conflito de interesses do acionista pela ótica materialista está em linha com a interpretação sistemática da Lei das S.A., com o princípio majoritário e com a presunção da boa-fé. Defende que a substância do voto somente pode ser averiguada após o seu efetivo exercício, quando seria possível visualizar se o acionista exerceu o direito de voto com a finalidade de causar dano à companhia ou a outros acionistas, ou de obter, para si ou para outrem, vantagem a que não faz jus e de que resulte, ou possa resultar, prejuízo para a companhia ou para outros acionistas.

³¹O Diretor de Relações com Investidores da Recrusul foi acusado de infração ao artigo 157, parágrafo quarto, da Lei das S.A. combinado com o artigo 3º, caput, da Instrução CVM 358/2002, por deixar de divulgar a não integralização das ações pela Triskelion no âmbito do aumento de capital; Caio Blasco, na qualidade de membro do conselho de administração da Recrusul, foi acusado de conflito de interesses, em infração ao artigo 156 da Lei das S.A., por ter aprovado a dilação do prazo para integralização das ações subscritas pela Triskelion, empresa da qual era acionista controlador, com 99% das ações.

Diferente dos últimos julgados, foi bastante sucinto em sua manifestação de voto, sugerindo ao eventual leitor o exame de seus votos anteriores. De todo modo, concluiu pela condenação da Triskelion, arrazoando que ao exercer o direito de voto na AGE em questão, seu interesse era oposto ao da Recrusul, que seria favorecida pela integralização das ações e pelo pagamento de multa estabelecida no estatuto.

O presidente João Pedro Nascimento acompanhou integralmente os fundamentos e as conclusões do relator. De início, destaca sua discordância do posicionamento da SEP no termo de acusação³², no qual foi mencionado que as controvérsias em torno da aplicação do critério formal ou substancial haviam sido superadas.

De acordo com o presidente, as mudanças na composição do colegiado ditam o “movimento pendular” das decisões sobre o conflito de interesses, que oscilam constantemente entre a corrente formalista e a corrente materialista. Na sua visão, na composição atual prevaleceria a aderência ao critério substancial, mas apresenta preocupação com futuras oscilações no entendimento expresso pela autarquia.

Por conta disso, acredita que convém um posicionamento institucional sobre a matéria, com o intuito de dar mais previsibilidade e segurança jurídica aos participantes do mercado de capitais. Pondera, contudo, que tal posicionamento não deve consignar um entendimento definitivo da CVM.

Partidário da adoção do critério substancial há vários anos, posição que defende em trabalho acadêmico³³, o presidente João Pedro Nascimento assevera que o interesse social funciona como balizador do exercício do direito de voto por parte dos acionistas. Por isso, numa situação de conflito aparente seria importante verificar, *ex post factum* e de maneira casuística, se os interesses que motivaram o voto são compatíveis com o interesse da empresa.

Merece destaque seu apontamento sobre a importância de que o direito de voto seja exercido no contexto de um processo decisório razoável e bem-informado (*reasonable*

³²Documento 0355240.

³³NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. *Conflito de Interesses no Exercício do Direito de Voto nas Sociedades Anônimas*. In. **Temas de Direito Empresarial**. São Paulo: Quartier Latin, 2022. p. 39, em republicação do artigo originalmente publicado em RDB (1ª Parte), v. 24, 2004, pp. 140-156, RDB (2ª Parte), v. 25, 2004, pp. 82-103.

decision-making process). O presidente considera que, seguida essa recomendação, caso a CVM venha a averiguar a substância do voto em face de um possível conflito de interesses, o acionista terá ao seu dispor elementos capazes de comprovar que votou no interesse da companhia.

Ao discorrer sobre o tema, compara o processo decisório razoável e bem-informado com o padrão de conduta exigido dos administradores pelo dever de diligência, disposto no artigo 153, da Lei das S.A., e deixa expressa sua visão: se a deliberação foi votada sob o amparo de um processo decisório razoável e bem-informado e o acusado for capaz de justificar que teria votado conforme o melhor interesse social, não restariam justificativas para uma condenação por violação ao artigo 115, parágrafo primeiro.

No presente caso, avaliou que a acionista Triskelion, que não apresentou defesa, não obteve êxito em explicar por que uma decisão favorável à dilação do prazo de integralização das ações no âmbito do aumento de capital e à remoção de multa em desfavor do acionista remisso do estatuto social estaria alinhada aos interesses da Recrusul. Ao contrário, para o presidente do colegiado os interesses da Triskelion seriam inconciliáveis com os da companhia.

Apesar de partidário da análise pelo critério substancial, João Pedro Nascimento critica a redução da discussão ao binômio conflito formal *versus* conflito material, e afirma que o Direito Societário e a regulação do mercado de capitais oferecem diversas outras soluções para a questão.

Neste ponto, faz referência a trecho da obra “*The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*”, reconhecida pela qualidade de seus estudos de direito comparado, onde é explicado que as “estratégias de governança buscam facilitar o controle dos diretores sobre o comportamento de seus agentes” (ARMOUR, John, HANSMANN, Henry e KRAAKMAN, Reinier, 2017, pp. 31, tradução nossa).

O presidente pondera que a adoção do processo decisório razoável e bem-informado, alinhado à outras estratégias de governança corporativa, facilitariam o trabalho da supervisão da CVM nos casos de conflito de interesses. Por isso, busca fomentar em seu voto a adoção de mecanismos de governança mais sofisticados, avançando a discussão no meio jurídico e no mercado brasileiro.

Quanto a estratégias regulatórias, cita como exemplo o Parecer de Orientação CVM nº 34/2006 (“Parecer CVM 34”), que fixou uma interpretação do artigo 115, parágrafo primeiro, na hipótese de exercício do direito de voto em casos de benefício particular em operações de incorporação e incorporação de ações. O referido parecer buscou prevenir a ocorrência do conflito de interesses e teria sido bem-sucedido; de acordo com o presidente, são raras as acusações envolvendo conflito de interesses nas operações de incorporação ali regulamentadas³⁴.

Em vista disso, João Pedro Nascimento indaga sobre a pertinência de ampliar o alcance do Parecer CVM 34 para abranger outras situações de conflito de interesses. Entretanto, nas operações de incorporação descritas no parecer os acionistas estarão impedidos de votar, ou seja, a interpretação fixada teria seguido o critério formalista.

A diretora Flávia Perlingeiro também votou pela condenação da Triskelion, mas discordou novamente do critério utilizado na solução da controvérsia. Afirmando-se como a única defensora de uma abordagem mais formalista na composição atual do colegiado, a diretora aduz que a interpretação conforme o critério material é incompatível com a sistemática da Lei das S.A., que para ela estabeleceu que o acionista está impedido de votar quando tiver interesse contraposto ao da companhia.

Flávia Perlingeiro reconhece que o exame pormenorizado das controvérsias normalmente ocorre após exercido o voto, e pode revelar a inexistência do conflito. Ainda assim, defende que a hipótese de conflito de interesses do artigo 115 configura vedação ao direito de voto, e que transformá-la em uma “autorização apriorística para votar” limitaria o exame da matéria à demonstração do dano, objeto de eventual contencioso administrativo, judicial ou arbitral.

³⁴Operações de incorporação e de incorporação de ações nas quais seja dado tratamento diferenciado a determinados acionistas no que tange as relações de substituição de ações propostas. <https://www.migalhas.com.br/depeso/34139/parecer-de-orientacao-da-cvm-n--34---impedimento-de-voto-e-beneficio-particular-em-operacoes-de-incorporacao-e-de-incorporacoes-de-acoas>

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A partir da análise das opiniões de alguns dos mais notórios doutrinadores brasileiros e dos votos dos diretores do colegiado da Comissão de Valores Mobiliários nos casos Saraiva, Springer e Recrusul, este trabalho buscou resgatar o debate acerca do conflito de interesses de acionista em deliberação de assembleia geral e seu regramento pela Lei das S.A., com o objetivo de pôr em perspectiva a recente alteração no entendimento da CVM, que novamente está adotando o critério material no exame dos casos de conflito de interesses de acionista.

É inegável que, pela própria natureza das sociedades anônimas, que podem congregam um sem-fim número de interesses privados, o conflito de interesses de acionista é algo inevitável, e até recorrente. Além disso, em muitos casos se torna difícil a tarefa do julgador, que a partir do exame dos fatos que circundam o caso concreto precisa fazer um juízo de valor sobre algo subjetivo: a racionalização da vontade do acionista.

Nesse sentido, a adoção da teoria do conflito formal ou do conflito material na interpretação do artigo 115, parágrafo único, *in fine*, da Lei das S.A., norma que há muito tempo já se provou insuficiente, parece pouco facilitar o exame do conflito de interesses, que nem sempre será de fácil apreensão. Daí a necessidade, à curto prazo, de a CVM adotar outras medidas regulatórias, como critérios de aferição e análise mais objetivos, além de fomentar a difusão de uma governança corporativa mais sofisticada no Brasil, que, por enquanto, está restrita a poucas empresas com capital aberto na bolsa de valores.

A partir da análise dos votos dos diretores da CVM nos Casos Saraiva e Springer e, mais recentemente, no caso Recrusul, fica claro que a autarquia passa por mais uma de suas alterações de entendimento que, tal como um movimento pendular, oscila entre as duas teorias a depender da composição do colegiado.

Ao que parece, a maioria dos diretores da composição atual do colegiado da autarquia defendem a adoção do critério substancial na análise dos casos de conflito de interesses, tendo como base os mesmos argumentos utilizados por nomes conhecidos da doutrina jurídica brasileira, tal como Erasmo Valladão, Nelson Eizirik e Alfredo Lamy Filho.

Os defensores da interpretação do artigo 115, parágrafo primeiro, *in fine*, da Lei das S.A. conforme a teoria do conflito material, valem-se, principalmente, da natureza sistemática da lei para justificar sua posição. Para eles, se interpretados sistematicamente, os artigos 115, *caput* e parágrafo quarto, artigo 116, parágrafo único, artigo 117, parágrafo primeiro, alínea “f” e o artigo 246, dentre outros, denotam que a real intenção do legislador era de que o exercício do direito de voto pelo acionista em suposto conflito não fosse previamente impedido, devendo o mérito do voto ser apreciado *a posteriori* pelo julgador.

Permitimo-nos discordar desta posição por entender que a Lei das S.A., não obstante complexa e muitas vezes estruturada de maneira sistemática, não deveria necessitar de “malabarismos” para ser aplicada.

Pelo caminhar da discussão acerca do conflito de interesses de acionistas na CVM, a tendência para um futuro próximo é que sejam adotados novos mecanismos de *enforcement* legal, associados a padrões mais elevados de governança corporativa (os quais serão muito bem-vindos). Parece-nos coerente esperar que, dentre tais inovações, esteja a exigência de que acionistas em conflito de interesses declarem seu impedimento de votar a respectiva deliberação, além da implementação de novas ferramentas para que a CVM melhor lide com possíveis negligências à regra.

Entretanto, enquanto o artigo 115, parágrafo primeiro, da Lei das S.A. não é alterado, parece-nos mais adequado que prevaleça o impedimento do exercício do direito de voto quando o acionista estiver em posição de conflito de interesses com a companhia. É difícil discordar de argumentos como o de que o impedimento prévio pode levar a situações inusitadas e até injustas, como, por exemplo, deliberações em que os acionistas minoritários detenham um poder de decisão desproporcional à sua participação na sociedade, o que contraria a lógica (não somente jurídica).

Ainda assim, não se pode ignorar o atual tratamento legal da matéria na Lei das S.A. Pelo contrário, é importante ater-se a aplicação reta e clara da lei, prezando pela previsibilidade e segurança jurídica até que a Lei das S.A. seja alterada ou outras medidas regulatórias sejam tomadas pela CVM.

REFERÊNCIAS

- BENSAL, Bruno Marques. Conflito de interesses nas assembleias das S.A.: análise à luz do direito comparado e da evolução do entendimento da CVM. *In*. PENTEADO, Mauro Rodrigues (coord.) **Mercado de capitais brasileiro II: doutrina, cases e materials**. 1. ed. São Paulo, Quartier Latin, 2019.
- CARNELUTTI, Francesco. *Teoria Generale del Diritto*. Roma: Foro Italiano, 1964.
- CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à lei de sociedades anônimas**. v. 2. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 2009.
- COELHO, Fábio Ulhôa. Interesses Conflitantes na Sociedade Anônima. **Revista Semestral de Direito Empresarial**, 2017. Disponível em: https://rsde.com.br/wp-content/uploads/2021/07/RSDE-20-completa_pdf-1.pdf. Acesso em: 01 de ago. 2023.
- COMPARATO, Fábio Konder. **O poder de controle na sociedade anônima**. 5. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2008.
- CUNHA, Rodrigo Ferraz Pimenta da. **Estrutura de interesses nas sociedades anônimas: hierarquia e conflitos**. 1. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2007.
- DINIZ, Gustavo Saad. Conflitos de Interesses na Sociedade Anônima. *In*. COELHO, Fábio Ulhôa (org.). **Tratado de Direito Comercial**. v. 4. 1. ed. São Paulo: Saraiva Jur, 2015.
- EIRIZK, Nelson, *et al.* **Mercado de capitais: regime jurídico**. 4. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2019.
- EIZIRIK, Nelson. **A lei das S/A comentada**. v. 2. 3. ed. São Paulo, Quartier Latin, 2021.
- FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. **Conflito de interesses nas assembléias de S.A. (e outros escritos sobre conflito de interesses)**. 2. ed. São Paulo, Malheiros, 2014.
- FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. Conflito de interesses e benefício particular: uma distinção que se impõe definitivamente dirimir. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. v. 161/162. São Paulo: Malheiros, jan./ago. 2012. Disponível em: https://rdm.org.br/wp-content/uploads/2021/04/Conflito-de-interesses-e-benef%C3%ADcio-particular_-_Uma-distin%C3%A7%C3%A3o-que-se-imp%C3%B5e-definitivamente-dirimir.pdf. Acesso em: 03 de ago. 2023.
- FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. **Conflito de interesses nas assembléias de S/A**. São Paulo: Malheiros, 1993.
- FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. Conflito de interesses: formal ou substancial? Nova decisão da CVM sobre a questão. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. v. 128. São Paulo: Malheiros, out./dez. 2002.
- GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Abstenção de voto e conflito de interesses. *In*. KUYVEN, Luiz Fernando Martins (coord.) **Temas essenciais de direito empresarial: estudos em homenagem a Modesto Carvalhosa**. 1. ed. São Paulo: Saraiva, 2012.

JAGER, Pier Giusto. *L' Interesse sociale*. Milão: Giuffrè, 1972.

LAMY FILHO, Alfredo. **Temas de S.A. exposições e pareceres**. 1. ed. São Paulo: Renovar, 2007.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. Conflito de interesses e vedação de voto nas assembléias de sociedades anônimas. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. v. 92. São Paulo: Malheiros, out./dez. 1993.

LOBO, Carlos Augusto da Silveira. Reflexões sobre a responsabilidade do acionista controlador. **Revista de Direito Renovar**. v. 12. Rio de Janeiro: Renovar, set./dez. 1998.

NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. Conflito de Interesses no Exercício do Direito de Voto nas Sociedades Anônimas. *In*. **Temas de Direito Empresarial**. São Paulo: Quartier Latin, 2022.

SALOMÃO FILHO, Calixto. **O novo direito societário: eficácia e sustentabilidade**. 5 ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2019.

SIMÕES, Paulo Cesar Gonçalves. **Governança corporativa e o exercício do voto nas S.A.** 1. ed. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2003.