

**XXIV CONGRESSO NACIONAL DO  
CONPEDI - UFMG/FUMEC/DOM  
HELDER CÂMARA**

**DIREITO EMPRESARIAL II**

**ISABEL CHRISTINE SILVA DE GREGORI**

**VIVIANE COÊLHO DE SÉLLOS KNOERR**

**ALEXANDRE BUENO CATEB**

Todos os direitos reservados e protegidos.

Nenhuma parte deste livro poderá ser reproduzida ou transmitida sejam quais forem os meios empregados sem prévia autorização dos editores.

#### **Diretoria – Conpedi**

**Presidente** - Prof. Dr. Raymundo Juliano Feitosa – UFRN

**Vice-presidente Sul** - Prof. Dr. José Alcebíades de Oliveira Junior - UFRGS

**Vice-presidente Sudeste** - Prof. Dr. João Marcelo de Lima Assafim - UCAM

**Vice-presidente Nordeste** - Profa. Dra. Gina Vidal Marcílio Pompeu - UNIFOR

**Vice-presidente Norte/Centro** - Profa. Dra. Julia Maurmann Ximenes - IDP

**Secretário Executivo** - Prof. Dr. Orides Mezzaroba - UFSC

**Secretário Adjunto** - Prof. Dr. Felipe Chiarello de Souza Pinto – Mackenzie

#### **Conselho Fiscal**

Prof. Dr. José Querino Tavares Neto - UFG /PUC PR

Prof. Dr. Roberto Correia da Silva Gomes Caldas - PUC SP

Profa. Dra. Samyra Haydêe Dal Farra Napolini Sanches - UNINOVE

Prof. Dr. Lucas Gonçalves da Silva - UFS (suplente)

Prof. Dr. Paulo Roberto Lyrio Pimenta - UFBA (suplente)

**Representante Discente** - Mestrando Caio Augusto Souza Lara - UFMG (titular)

#### **Secretarias**

**Diretor de Informática** - Prof. Dr. Aires José Rover – UFSC

**Diretor de Relações com a Graduação** - Prof. Dr. Alexandre Walmott Borgs – UFU

**Diretor de Relações Internacionais** - Prof. Dr. Antonio Carlos Diniz Murta - FUMEC

**Diretora de Apoio Institucional** - Profa. Dra. Clerilei Aparecida Bier - UDESC

**Diretor de Educação Jurídica** - Prof. Dr. Eid Badr - UEA / ESBAM / OAB-AM

**Diretoras de Eventos** - Profa. Dra. Valesca Raizer Borges Moschen – UFES e Profa. Dra. Viviane Coêlho de Séllos Knoerr - UNICURITIBA

**Diretor de Apoio Interinstitucional** - Prof. Dr. Vladimir Oliveira da Silveira – UNINOVE

---

D598

Direito empresarial II [Recurso eletrônico on-line] organização CONPEDI/UFMG/ FUMEC/Dom Helder Câmara;

coordenadores: Isabel Christine Silva De Gregori, Viviane Coêlho de Séllos Knoerr, Alexandre Bueno Cateb – Florianópolis: CONPEDI, 2015.

Inclui bibliografia

ISBN: 978-85-5505-102-9

Modo de acesso: [www.conpedi.org.br](http://www.conpedi.org.br) em publicações

Tema: DIREITO E POLÍTICA: da vulnerabilidade à sustentabilidade

1. Direito – Estudo e ensino (Pós-graduação) – Brasil – Encontros. 2. Empresas – Legislação. I. Congresso Nacional do CONPEDI - UFMG/FUMEC/Dom Helder Câmara (25. : 2015 : Belo Horizonte, MG).

CDU: 34



**XXIV CONGRESSO NACIONAL DO CONPEDI - UFMG/FUMEC  
/DOM HELDER CÂMARA**

**DIREITO EMPRESARIAL II**

---

**Apresentação**

O GT DIREITO EMPRESARIAL II contou com 28 artigos muito bem elaborados por pesquisadores de todo o Brasil. Com satisfação, pudemos participar de debates acalorados entre os participantes. A opinião corrente é a de que o Direito Empresarial não pode ser analisado como um ramo de proteção de classes, mas como um mecanismo de crescimento e desenvolvimento econômico.

Preocupados com os rumos recentes pelos quais vem passando o país, em que a crise política se soma à recessão que perdura por mais de um ano, os participantes foram uníssonos em afirmar a necessidade de se garantir à classe empresarial, por meio de instituições fortes e seguras, meios para incentivar o investimento no setor produtivo brasileiro.

**INCORPORAÇÃO DE COMPANHIA CONTROLADA PELA CONTROLADORA  
COM RELAÇÃO DE TROCA DESPROPORCIONAL E O PARECER DE  
ORIENTAÇÃO CVM Nº 34/2006: PROPOSTA DE ANÁLISE DO CONFLITO DE  
INTERESSES PELO RISCO MORAL**

**MERGER BETWEEN CONTROLLED AND CONTROLLING COMPANIES WITH  
UNEQUAL EXCHANGE RATIOS AND THE BRAZILIAN SECURITIES  
COMMISSION OPINION NO. 34/2006: PROPOSAL OF ANALYSIS OF CONFLICT  
OF INTERESTS BASED ON MORAL HAZARD**

**Ricardo Villela Mafra Alves da Silva**

**Resumo**

O objetivo do presente artigo é analisar o conflito de interesses em assembleias gerais de companhias, especificamente no caso de incorporação de companhia controlada por controladora, conforme tratamento dado pelo Parecer CVM nº 34/2006, por um viés diferente daqueles atualmente aplicados pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Enquanto que a discussão na CVM atualmente divide-se em analisar a questão pelas teorias do conflito formal (ex ante) ou substancial (ex post), o artigo buscará analisar o problema sob a perspectiva de um possível risco moral relacionado à concessão do poder de decisão a acionistas minoritários em razão de suposto conflito de interesses do acionista majoritário. Assim, partindo-se da premissa de que os interesses de acionistas controladores estão mais alinhados com o interesse da companhia do que os dos acionistas minoritários e, além disso, que os acionistas controladores têm maiores condições de tomar decisões mais informadas, será analisada a hipótese de risco moral na deliberação por acionistas minoritários.

**Palavras-chave:** Conflito de interesses, Incorporação de controlada por sua controladora, Assembleias gerais, Acionistas minoritários, Risco moral

**Abstract/Resumen/Résumé**

The purpose of this paper is to analyze the conflict of interests in shareholders meeting, specifically in cases of merger between controlled and controlling companies as treated by CVM's Opinion 34/2006, using a different perspective from those that are currently used by the Brazilian Securities and Exchange Commission (CVM). While the discussion at CVM is divided between the theories of formal (ex ante) or substantial (ex post) conflict, the study will seek to analyze the problem from the perspective of the possible moral hazard related to defer the decision power to minority shareholders when the majority shareholder is supposedly conflicted. Therefore, using the assumption that the majority shareholders interests are more aligned with the company's interests than those of minority shareholders and, furthermore, that majority shareholders are in a better position to make an informed decision, the paper will address the hypothesis of moral hazard in decisions by minority shareholders.

**Keywords/Palabras-claves/Mots-clés:** Conflict of interests, Merger between related parties, Shareholders meetings, Minority shareholders, Moral hazard

## 1. INTRODUÇÃO

O impedimento de voto determinado pelo artigo 115, §1º, da Lei nº 6.404/1976, é tema de intensos debates no meio jurídico. A questão é ainda mais controvertida no caso de incorporação de companhia controlada por sua controladora em que seja adotada relação de substituição de ações desproporcional.

Com o objetivo de coibir eventuais abusos, a Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) editou o Parecer de Orientação CVM nº 34/2006 e Parecer de Orientação nº 35/2008; em ambos os documentos a autarquia estabelece o impedimento de voto do acionista controlador na deliberação acerca da incorporação.

O impedimento do voto do acionista controlador, no entanto, não parece encontrar fundamento na Lei nº 6.404/1976. Além disto, o resultado prático desta interpretação é a atribuição, aos acionistas não controladores, do poder de decisão.

Apesar de a posição da CVM mitigar os problemas de seleção adversa e risco moral decorrentes de eventual conflito de interesses do acionista controlador, ela não soluciona – e pode até mesmo agravar – o risco moral decorrente de eventual conflito de interesses do acionista não controlador.

Portanto, cumpre analisar a questão sob os seguintes aspectos: (i) entendimento da CVM acerca do impedimento de voto do artigo 115, §1º, da Lei nº 6.404/1976; (ii) diferenciação entre conflito de interesses e benefício particular; (iii) estratégia legislativa eleita pelo artigo 264, §3º, da Lei nº 6.404/1976; e (iv) consequências de se atribuir o poder decisão a acionistas não controladores.

## 2. CONFLITO DE INTERESSES, BENEFÍCIO PARTICULAR E O IMPEDIMENTO DE VOTO

As questões discutidas no âmbito deste estudo estão intrinsecamente ligadas ao conflito de interesses e benefício particular dispostos no artigo 115, §1º, da Lei nº 6.404/1976. Portanto, cumpre analisar, ainda que brevemente, estes conceitos.

### 2.1. A necessária diferenciação entre conflito de interesses e benefício particular

Os fundamentos utilizados no Parecer de Orientação CVM nº 34/2006 encontram-se, em parte, no conceito de benefício particular do acionista controlador. No

entender da CVM, expressado no referido parecer, o benefício particular residiria na “relação de troca mais favorecida para a Sociedade Holding, sem que ela tenha ativos outros que justifiquem essa diferenciação de tratamento”.

Há ampla discussão na doutrina acerca do impedimento de voto do acionista supostamente em conflito ou beneficiado de maneira particular. O artigo 115, *caput*, da Lei nº 6.404/1976 exige que o acionista exerça seu direito de voto no interesse da companhia, considerando abusivo o voto exercido com o objetivo de causar dano à companhia ou aos outros acionistas, ou conferir ao acionista votante vantagem a que não faça jus<sup>1</sup>. O artigo 115, §1º, por sua vez, estabelece uma proibição de exercício do voto pelo acionista nas seguintes hipóteses: (i) aprovação de laudo de avaliação de bens que tenha conferido ao capital social; (ii) aprovação de suas contas como administrador; (iii) deliberação acerca de matérias que puderem beneficiá-lo de modo particular; e (iv) deliberação acerca de matérias em que tiver interesse conflitante com o da companhia<sup>2</sup>.

A interpretação predominante da proibição contida no artigo 115, §1º, da Lei nº 6.404/1976, determina que o conflito de interesses mencionado no dispositivo deve ser entendido como o conflito substancial, aferido *a posteriori*, e não formal, definido de forma prévia. Por outro lado, as deliberações acerca da avaliação dos bens conferidos ao capital, aprovação de suas próprias contas como administrador e obtenção de benefício particular configurariam hipóteses de conflito formal, nos quais o acionista estaria previamente impedido de votar<sup>3</sup>.

De acordo com esta interpretação, o conflito de interesses mencionado no artigo 115, §1º, da Lei nº 6.404/1976, não se caracteriza com a mera contraposição de interesses, mas deve ser analisado de forma substancial. Deste modo, é preciso analisar,

---

<sup>1</sup> “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”.

<sup>2</sup> “Art. 115. [...] § 1º o acionista não poderá 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, nem em quaisquer outras que puderem beneficiá-lo de modo particular, ou em que tiver interesse conflitante com o da companhia”.

<sup>3</sup> “A interpretação correta dos dispositivos da LSA é a de que o conflito de interesses não pode ser determinado a priori, a não ser nas hipóteses de conflito formal, semelhantes ao que a doutrina italiana chama de divieto de voto, já discutidas no § 105 (laudo de avaliação, aprovação de contas como administrador e deliberações que beneficiam o acionista de modo particular). Nesses casos, a lei prevê o conflito impeditivo do voto, considera que a situação de fato prejudica o exercício do direito de voto e, como remédio preventivo, proíbe o voto independentemente do exame de mérito. O simples fato de o acionista encontrar-se na situação descrita pela lei impede o voto” (LAMY FILHO; BULHÕES PEDREIRA, 2009, p. 422).

no caso concreto, se os interesses do acionista e da companhia eram irreconciliáveis<sup>4</sup>, de modo que o voto tenha sido proferido de forma contrária ao interesse social<sup>5</sup>. Pela interpretação do conflito formal, por outro lado, a incompatibilidade dos interesses do acionista e da companhia seria inerente à existência de negócio jurídico no qual sejam partes opostas. Portanto, a mera constatação de que o negócio jurídico envolve a companhia e seu acionista seria suficiente para caracterizar o conflito, bastando, portanto, uma análise da forma e não da substância do negócio jurídico<sup>6</sup>.

A doutrina converge no que diz respeito à caracterização do benefício particular como hipótese de impedimento de voto. No entanto, há divergência quanto ao significado e conteúdo do conceito de benefício particular. De um lado, parte minoritária da doutrina entende o benefício particular como a vantagem indevida, em prejuízo da companhia e dos demais acionistas; não haveria, segundo esta interpretação, possibilidade de um benefício particular lícito<sup>7</sup>. De outro lado, o entendimento

---

<sup>4</sup> Ressaltando a questão da incompatibilidade dos interesses, Luiz Gastão Paes de Barros Leães afirma: “não basta um mero exame formal, como ocorre na hipótese de impedimento de voto, mas se exige um juízo de mérito sobre a colisão de interesses. Vale dizer, cumpre determinar se, no caso, ocorre uma relação de incompatibilidade entre o interesse pessoal e o interesse da companhia ou de outros sócios, manifestado no voto e refletido de maneira determinante na deliberação questionada” (LEÃES, 2004, p. 182).

<sup>5</sup> Apesar de a questão do significado do conceito de “interesse social” estar situado fora do escopo do presente estudo, é conveniente apontar o entendimento de Luiz Gastão Paes de Barros Leães, para quem entende-se o “interesse da companhia não como um 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), norteador no sentido da realização do objeto social” (LEÃES, 2004, pp. 175 e 176).

<sup>6</sup> O maior defensor desta teoria, na doutrina brasileira, é Modesto Carvalhosa. De acordo com o autor, “[n]ão existe a propalada diferença entre o chamado conflito formal versus conflito fundamental. Essa falsa questão tem sido invocada para derogar a proibição de voto no caso de interesse conflitante, que é a quarta tipificação do §1º. A norma ora estudada, quando restringe o exercício do voto do acionista interessado, nessa quarta tipificação do §1º, define-a como ‘interesse conflitante’ para, assim, configurar a impossibilidade jurídica de uma parte formar a vontade da outra. Desse modo, a restrição legal do voto do acionista interessado tem como fundamento o interesse conflitante, encontrável em qualquer relação contratual de natureza unilateral ou bilateral, sendo, portanto, de caráter formal e apriorístico. Isto posto, não existe essa dialética artificialmente criada, sem nenhuma base normativa, entre o chamado ‘conflito formal’ versus ‘conflito fundamental’, a não ser que se traduza essa figura artificialmente criada – ‘conflito substancial’ – como sinônimo de conduta ilícita de que fala o art. 186 do Código Civil. [...] Não existe nenhuma base normativa ou principiológica para sustentar a existência no §1º de um ‘conflito substancial’ que se substitui ao interesse conflitante do voto do acionista interessado em contratar com a sociedade. Trata-se de uma construção sofismática inteiramente incompatível com o nosso sistema jurídico, fundado no Código Civil. A norma ora estudada em nenhum momento fala em conflito formal de interesses e em conflito substancial de interesses. Fala unicamente em interesse conflitante, que é uma das quatro espécies de impedimento do exercício do direito de voto, ex vi do §1º” (CARVALHOSA, 2011, pp. 514 e 515).

<sup>7</sup> Este é o entendimento de Modesto Carvalhosa. Assim, “[a]mbos (vantagem indevida e benefício particular) são sinônimos, em razão dos efeitos lesivos que causam aos demais acionistas do negócio de que todos participam, como é o caso dos negócios de reorganização, sobretudo de incorporação de ações e de sociedades, fusão e cisão. O caput do presente artigo, ao falar em ‘obter, para si ou para outrem, vantagem a que não faz jus’, não está admitindo vantagem a que faria jus. Pelo contrário, não pode a lei societária admitir que um acionista alcance vantagem em face dos demais acionistas e perante a própria

majoritário na doutrina brasileira define o benefício particular como uma vantagem lícita, mas que favorece apenas o acionista beneficiário, rompendo o princípio da igualdade<sup>8</sup>.

É importante citar, para subsidiar a discussão, a clara lição de Erasmo Valladão (FRANÇA, 2014, pp. 311-312):

O benefício particular é a vantagem *lícita*, que pode ser outorgada estatutariamente, mas que impede o acionista beneficiário de votar, porque representa um *favor* ou algo *aleatório*. Tem, geralmente, um caráter de liberalidade, mesmo quando se trata de compensar serviços prestados.

Quando o acionista, porém, busca uma vantagem *ilícita*, abusiva, em o exercício do voto, em detrimento, atual, ou mesmo potencial, da companhia ou outros acionistas, caracteriza-se o conflito de interesses.

Deve-se concordar com a interpretação de Erasmo Valladão, na medida em que esta encontra respaldo na interpretação sistemática da Lei nº 6.404/1976. Neste contexto, o artigo 117, §1º, alínea “f”, permite que o acionista controlador contrate com a companhia, desde que sob condições equitativas e sem favorecimento<sup>9</sup>. Portanto, o conflito de interesses surgiria na hipótese de contratação em condições não equitativas e com favorecimento, representando uma vantagem ilícita ao acionista controlador<sup>10</sup>.

---

sociedade. O regime jurídico é o de absoluta igualdade de direitos entre todos os acionistas em geral, com as especificações próprias da classe respectiva” (CARVALHOSA, 2011, p. 540).

<sup>8</sup> Na síntese de Nelson Eizirik, “o benefício particular consiste em uma vantagem lícita, um favor concedido ao beneficiário, em sua condição de acionista, mas que rompe o princípio da igualdade”, sendo que “constituem exemplos de benefícios particulares: a concessão de opções de compra ou partes beneficiárias, a criação de planos de aposentadoria, e outras hipóteses em que se caracterize o favor a determinados acionistas, mas não a outros”. Portanto, “há benefício particular quando o tratamento dado a determinado acionista não é equitativo, ainda que admitido pelo estatuto social, daí decorrendo a proibição absoluta de voto para o acionista beneficiário” (EIZIRIK, 2011, pp. 658 e 659). Na vigência do Decreto-Lei nº 2.627/1940, Trajano de Miranda Valverde também afastava qualquer caráter de ilicitude ou de vantagem indevida no conceito de benefício particular mencionado no artigo 85 da referida norma. Segundo o autor, o benefício particular representaria uma recompensa por trabalhos e serviços prestados à companhia, mas que romperiam a igualdade dos acionistas. “A vantagem conferida a um ou mais acionistas, comumente, consiste em uma participação nos lucros líquidos da sociedade, durante certo tempo, ou no direito, algumas vezes extensivo aos herdeiros, de receber determinada soma, por mês, ou anualmente, a título de pensão ou aposentadoria. Representa, quase sempre, recompensa pelos trabalhos ou serviços prestados pelo acionista à companhia” (VALVERDE, 1953, p. 67).

<sup>9</sup> “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”.

<sup>10</sup> “A contrario sensu, portanto, a nossa lei permite que o acionista contrate com a companhia, desde que o faça em condições equitativas, sem favorecimento pessoal – e sem prejuízo para a companhia. E mais:

O benefício particular, por sua vez, representaria um ato de mera liberalidade da companhia, em benefício de algum acionista específico, sem que a mesma vantagem seja estendida aos demais acionistas, representando uma ruptura no princípio da igualdade.

Estabelecida, portanto, a diferença conceitual entre benefício particular e conflito de interesses, cumpre analisar o entendimento da CVM acerca da questão.

## 2.2. Conflito de interesses formal e substancial: a jurisprudência da CVM

A jurisprudência da CVM acerca do impedimento de voto contido no artigo 115, §1º, da Lei nº 6.404/1976, alterou-se ao longo dos anos, caminhando do entendimento de conflito formal de interesses para a utilização da ideia do conflito substancial de interesses.

O primeiro caso relevante analisado pela autarquia referiu-se à manifestação favorável do acionista controlador com relação ao pagamento, pela companhia, de *royalties* pelo uso de marca de titularidade do controlador indireto<sup>11</sup>. No caso, a CVM aplicou o teoria do conflito formal de interesses, decidindo que o acionista controlador não poderia ter votado na assembleia que aprovou o pagamento dos *royalties*.

Em seu voto condutor, a Diretora Norma Parente afirmou que as assembleias gerais não podem ser somente instrumentos de legitimação da vontade da maioria, ressaltando que, se o acionista controlador tivesse se absterido de votar, haveria discussão mais ampla e transparente da matéria deliberada<sup>12</sup>. Ademais, o conflito de interesse estaria configurado “na medida em que o acionista não apenas tem interesse direto no negócio da companhia, mas também interesse próprio no negócio que independe de sua condição de acionista por figurar na contraparte do negócio”. Neste sentido, posicionando-se claramente a favor do entendimento do conflito formal de interesses, a Diretora afirmou que “[n]ão precisa o conflito ser divergente ou oposto ou que haja vantagem para um e prejuízo para o outro”.

---

como se observou, permite que o próprio acionista controlador (que determina vontade da companhia!) o faça. Fosse a intenção do legislador vedar a prática do ato (ou do voto) em hipóteses de conflito formal de interesses jamais admitiria tal contratação!” (FRANÇA, 2014, p. 302).

<sup>11</sup> CVM, inquérito administrativo CVM nº TA/RJ2001/4977, Relatora Diretora Norma Jonsen Parente, julgado em 19 de dezembro de 2001.

<sup>12</sup> Neste sentido, segundo voto da Diretora Norma Parente, “[o] fato de o controlador não votar propiciaria, sem dúvida, maiores discussões sobre a matéria, mais transparência e maior interesse dos demais acionistas, evitando, assim, questionamentos futuros”.

O Diretor Luiz Antonio de Sampaio Campos, em seu voto divergente, por outro lado, defendeu a aplicação do conflito substancial de interesses, ressaltando a necessidade de uma análise *a posteriori*, realizada caso a caso, com o objetivo de verificar a existência de interesses irreconciliáveis do acionista e da companhia<sup>13</sup>. Assim, conforme o Diretor, o conflito de interesses mencionado no artigo 115, §1º, da Lei nº 6.404/1976, “não é qualquer conflito de interesse, muito menos a expressão conflito de interesse que se vê sendo utilizada comumente, a torto e a direito, num sentido *lato*”, devendo a expressão “ser examinada na sua acepção técnica”.

Em clara mudança de entendimento, a CVM utilizou, subseqüentemente, a teoria do conflito substancial no julgamento referente ao voto favorável à celebração de contrato entre uma companhia e sua controladora, proferido por acionistas que detinham participação no capital social das duas sociedades<sup>14</sup>.

Repetindo muitos de seus argumentos proferidos no inquérito administrativo CVM nº TA/RJ2001/4977, o Diretor Luiz Antonio de Sampaio Campos ressaltou, ainda, que impedir *ex ante* o voto do controlador resultaria em atribuir aos minoritários o poder de decisão, o que geraria a distorção do princípio majoritário, vigente no direito societário brasileiro<sup>15</sup>. Conseqüentemente, no caso de conflito de interesses do minoritário na aprovação da matéria com relação ao qual o controlador foi considerado impedido de votar, eventual decisão judicial teria o resultado de desconsiderar o voto, mas não aprovar a matéria de interesse social, pois não seria possível ao juiz suprir a

---

<sup>13</sup> Importante destacar o seguinte trecho do voto do Diretor: “[p]rimeiramente, deve ficar dito que o interesse em conflito há de ser extrasocial, não decorrente da situação de sócio do acionista. Este interesse extrasocial, estranho mesmo à relação social, é que deve se contrapor ao interesse social. A contraposição entre interesses de acionistas não autoriza a aplicação do parágrafo 1º do artigo 115 da Lei nº 6.404/76. Mais ainda, esta contraposição, este conflito, deve ser substancial, não formal, efetivo e inconciliável. Seria aquele conflito de interesse que não permitiria a convergência ou a conciliação, mas que, para o atendimento do interesse de uma das partes, necessariamente se exigiria o sacrifício da outra parte. Para se alcançar um interesse, ter-se-ia invariavelmente que prejudicar o outro”.

<sup>14</sup> CVM, inquérito administrativo CVM nº TA/RJ2002/1153, Diretor Relator Wladimir Castelo Branco Castro, julgado em 6 de novembro de 2002.

<sup>15</sup> Conforme afirma o Diretor, em seu voto: “[r]ecordo aqui, inclusive, o fato de que, no caso do acionista controlador, ao se lhe exigir a abstenção, a lei estaria retirando de suas mãos a decisão primeira sobre o interesse social, muito embora seja ele quem estivesse em melhor condição para julgar a adequação de determinada deliberação ao interesse social, pois, ao menos teoricamente, é ele quem, dentre os acionistas, melhor conhece a situação da companhia, lhe dedica mais tempo, acompanha de perto seus negócios e que está com ela mais comprometido. E não posso deixar de salientar que a questão ganha maior relevo quando se considera que o acionista supostamente impedido de votar seria o acionista controlador e detentor do maior percentual das ações da companhia. Nessa hipótese, o acionista controlador não poderia votar, segundo sustenta a tese do conflito aparente e formal, muito embora fosse ele quem sofreria em maior proporção o acerto ou desacerto da decisão – ressalvada, evidentemente, em alguns casos específicos, a questão das ações preferenciais”.

manifestação de vontade dos acionistas<sup>16</sup>. A deliberação, portanto, “ficaria nas mãos da minoria e jamais seria possível – mesmo quando se pudesse anular os votos dessa minoria, o que não ocorreria, entretanto, em caso de abstenção ou não comparecimento – obter uma deliberação positiva” (FRANÇA, 2002. pp. 261 e 262).

Por fim, em análise de caso referente a aquisição de controle envolvendo duas companhias sobre controle comum, a CVM adotou entendimento que pode ser considerado como intermediário com relação à teoria do conflito formal e substancial<sup>17</sup>. No caso entendeu-se que o conflito de interesses do acionista poderia ser verificado tanto *a priori* quanto *a posteriori*, admitindo, portanto, a coexistência das teorias do conflito formal e substancial. Em seu voto, o Diretor Aleksandro Broedel Lopes destaca que o conflito de interesses pode resultar em efeitos deletérios *ex ante*, com relação à formação do negócio jurídico (problemas de seleção adversa), e *ex post*, referentes ao risco moral<sup>18</sup>.

Assim, a CVM entendeu que o voto do acionista potencialmente em conflito só poderá ser aceito, no caso concreto, se houver fatos que comprovem, de forma clara, a existência de algum mecanismo de governança capaz de alinhar os interesses conflitantes<sup>19</sup>. Portanto, o julgamento representou, de certa forma, a adoção de um critério intermediário entre as teorias do conflito formal e substancial.

---

<sup>16</sup> “E o que é pior – e parece-me que não se tem atentado para isso com a devida reflexão – é que, se o voto proferido pelos acionistas a quem seria permitido votar contrariasse o interesse social, o máximo que se obteria seria a desconsideração do voto, mas jamais a aprovação da deliberação, já que, nessa hipótese não haveria a possibilidade de uma decisão judicial que suprisse a manifestação – ou a não manifestação – de vontade dos acionistas”.

<sup>17</sup> CVM, processo administrativo nº RJ 2009-13179, Diretor Relator Aleksandro Broedel Lopes, julgado em 9 de setembro de 2010.

<sup>18</sup> Conforme afirma o Diretor: “[o] conjunto de contratos que caracteriza a companhia moderna se materializa em situações de assimetria informacional. Isto é, as partes possuem conjuntos informacionais diversos acerca da realidade econômica das companhias. Situações de assimetria de informação podem gerar dois problemas clássicos já bem explorados pela literatura econômica: seleção adversa e risco moral. Se mecanismos não forem criados para alinhar interesses e mitigar a assimetria, surgirão problemas de seleção adversa anteriores à formação dos contratos (*ex ante*) ou de risco moral posteriores ao vínculo contratual (*ex post*)”.

<sup>19</sup> “É verdade que, como mencionado, um contrato entre a companhia e um acionista trará consigo, necessariamente, uma situação de conflito, natural da própria relação entre os contratantes. Mas, em tese, se o acionista, por intermédio de algum mecanismo de governança, fizer prova de que agirá de acordo com o interesse da companhia, o seu voto será possível, ainda que seja parte de contrato com a companhia”.

### 3. INCORPORAÇÃO DE COMPANHIA CONTROLADA POR CONTROLADORA E O APARENTE ANACRONISMO DO PARECER DE ORIENTAÇÃO CVM Nº 34/2006

A incorporação<sup>20</sup> de companhia controlada por sua controladora é regulada pelo artigo 264 da Lei nº 6.404/1976, que dispõe em seu *caput*:

Art. 264. Na incorporação, pela controladora, de companhia controlada, a justificação, apresentada à assembléia-geral da controlada, deverá conter, além das informações previstas nos arts. 224 e 225, o cálculo das relações de substituição das ações dos acionistas não controladores da controlada com base no valor do patrimônio líquido das ações da controladora e da controlada, avaliados os dois patrimônios segundo os mesmos critérios e na mesma data, a preços de mercado, ou com base em outro critério aceito pela Comissão de Valores Mobiliários, no caso de companhias abertas.

Percebe-se, pela redação do dispositivo, a preocupação do legislador em estabelecer critérios iguais para a avaliação do patrimônio da companhia controladora e controlada, visto que estas avaliações serão determinantes para o cálculo da relação de troca das ações<sup>21</sup>.

O artigo 264, §3º, da Lei nº 6.404/1976, permite que as relações de substituição de ações detidas por acionistas controladores e não controladores sejam desiguais, determinando que, nestes casos, os acionistas não controladores (que não votaram

---

<sup>20</sup> Apesar de, para os fins deste estudo, ser dado maior enfoque à incorporação, deve-se ressaltar o disposto no artigo 264, §4º, da Lei nº 6.404/1976: “Art. 264. [...] §4º Aplicam-se as normas previstas neste artigo à incorporação de controladora por sua controlada, à fusão de companhia controladora com a controlada, à incorporação de ações de companhia controlada ou controladora, à incorporação, fusão e incorporação de ações de sociedades sob controle comum”.

<sup>21</sup> Nos termos do artigo 224, I, da Lei nº 6.404/1976, o protocolo da incorporação deve indicar, dentre outras informações, “o número, espécie e classe das ações que serão atribuídas em substituição dos direitos de sócios que se extinguirão e os critérios utilizados para determinar as relações de substituição”. Assim, a relação de troca determina quantas ações da companhia incorporadora o acionista da companhia incorporada receberá em substituição das ações extintas. Conforme explica Nelson Eizirik, a “incorporação, fusão ou cisão total acarreta a extinção de ações de 1 (uma) ou mais sociedades e sua substituição por ações de outra sociedade. Na incorporação, a incorporada desaparece, com a consequente extinção de suas ações, recebendo os seus acionistas ações da incorporadora. [...] Assim, deve constar do protocolo o número, a espécie e a classe das ações que serão atribuídas aos acionistas, em substituição aos seus direitos de sócio que deixaram de existir com a extinção das ações por eles anteriormente detidas (inciso I)” (EIZIRIK, 2011, p. 225).

favoravelmente à operação) possam exercer o seu direito de retirada, optando pelo valor de reembolso determinado nos termos do artigo 45<sup>22</sup> ou valor do patrimônio líquido a preços de mercado.

O direito de retirada com maior flexibilidade na determinação do valor de reembolso justifica-se pelo possível favorecimento do acionista controlador da companhia incorporadora (e, conseqüentemente, controlador indireto da companhia incorporada) na relação de substituição de ações.

Com base neste risco, a CVM julgou necessário, ainda, determinar que as companhias adotassem procedimentos com o objetivo de proteger acionistas minoritários potencialmente prejudicados pela relação desigual de troca. Neste contexto, foram emitidos o Parecer de Orientação CVM nº 34/2006 e Parecer de Orientação CVM nº 35/2008.

De um modo geral, o Parecer de Orientação CVM nº 34/2006 determina que a companhia incorporadora, que controla a companhia incorporada, assim como seus acionistas que detenham participação na companhia incorporada, seja impedida de votar na deliberação referente à operação, que deverá ser aprovada por acionistas minoritários.

O Parecer de Orientação CVM nº 35/2008, por sua vez, preocupa-se não só com a aprovação da operação por acionistas não controladores, mas também com o processo de negociação dos termos e condições das entre a administração das companhias controladora e controlada. Assim, o referido parecer estabelece algumas regras que, no entendimento da CVM, devem ser obedecidas pelos administradores das companhias para assegurar o cumprimento de seu dever fiduciário. Além de normas referentes à conduta dos administradores<sup>23</sup>, o Parecer de Orientação CVM nº 35/2008

---

<sup>22</sup> Conforme o artigo 45, §1º, o estatuto social pode determinar o valor do reembolso, que nunca poderá ser inferior ao valor de patrimônio líquido constante do último balanço aprovado pela assembleia geral, exceto se estipulado a determinação do valor de reembolso com base no valor econômico da companhia.

<sup>23</sup> O Parecer de Orientação CVM nº 35/2008 recomenda que os administradores adotem os seguintes procedimentos: “i) a relação de troca e demais termos e condições da operação devem ser objeto de negociações efetivas entre as partes na operação; ii) o início das negociações deve ser divulgado ao mercado imediatamente, como fato relevante, a menos que o interesse social exija que a operação seja mantida em sigilo; iii) os administradores devem buscar negociar a melhor relação de troca e os melhores termos e condições possíveis para os acionistas da companhia; iv) os administradores devem obter todas as informações necessárias para desempenhar sua função; v) os administradores devem ter tempo suficiente para desempenhar sua função; vi) as deliberações e negociações devem ser devidamente documentadas, para posterior averiguação; vii) os administradores devem considerar a necessidade ou conveniência de contratar assessores jurídicos e financeiros; viii) os administradores devem se assegurar de que os assessores contratados sejam independentes em relação ao controlador e remunerados adequadamente, pela companhia; ix) os trabalhos dos assessores contratados devem ser devidamente supervisionados; x) eventuais avaliações produzidas pelos assessores devem ser devidamente

estabelece a sugestão de que seja formado um comitê especial independente<sup>24</sup> para negociar a operação e submeter suas recomendações ao conselho de administração e que a operação seja condicionada à aprovação da maioria dos acionistas não controladores, inclusive aqueles que detenham ações sem voto ou com voto restrito.

Apesar de o Parecer de Orientação CVM nº 35/2008 dispor sobre a proibição de voto do acionista controlador no caso de incorporações de companhia controlada por sua controladora, a questão é tratada de forma mais específica no Parecer de Orientação CVM nº 34/2006, razão pela qual o foco do presente estudo está voltado para este último.

O impedimento do acionista controlador nas operações de incorporação envolvendo companhia controlada e controladora, disposto no Parecer de Orientação CVM nº 34/2006, tem fundamento na visão da autarquia de que a relação de substituição de troca desigual caracteriza benefício particular, que seria uma hipótese de impedimento de voto<sup>25</sup> (e não de conflito substancial de interesses, que não impede o voto do acionista).

Não obstante, o Parecer de Orientação CVM nº 34/2006 deixa claro que suas recomendações não se aplicam a qualquer operação entre controlada e controladora; neste sentido, são descritas quatro situações com relação às quais o parecer seria aplicável (FRANÇA, 2014, pp. 244-246).

A primeira situação refere-se à hipótese de incorporação com relação de troca desigual na qual (a) a operação tenha como objetivo de unificar as diferentes espécies de ações da companhia ou migrar para segmentos especiais de listagem e (b) a companhia

---

fundamentadas e os respectivos critérios, especificados; xi) os administradores devem considerar a possibilidade de adoção de formas alternativas para conclusão da operação, como ofertas de aquisição ou de permuta de ações; xii) os administradores devem rejeitar a operação caso a relação de troca e os demais termos e condições propostos sejam insatisfatórios; xiii) a decisão final dos administradores sobre a matéria, depois de analisá-la com lealdade à companhia e com a diligência exigida pela lei, deve ser devidamente fundamentada e documentada; e xiv) todos os documentos que embasaram a decisão dos administradores devem ser colocados à disposição dos acionistas, na forma do art. 3º da Instrução CVM nº 319, de 3 de dezembro de 1999”.

<sup>24</sup> O comitê especial independente, segundo o Parecer de Orientação CVM nº 35/2008, deve ter uma das seguintes formações: “i) comitê composto exclusivamente por administradores da companhia, em sua maioria independentes; ii) comitê composto por não-administradores da companhia, todos independentes e com notória capacidade técnica, desde que o comitê esteja previsto no estatuto, para os fins do art. 160 da Lei nº 6.404, de 1976; ou iii) comitê composto por: (a) um administrador escolhido pela maioria do conselho de administração; (b) um conselheiro eleito pelos acionistas não-controladores; e (c) um terceiro, administrador ou não, escolhido em conjunto pelos outros dois membros”.

<sup>25</sup> Segundo o Parecer de Orientação CVM nº 34/2006, “[é] esta relação de troca mais favorecida para a Sociedade Holding, sem que ela tenha ativos outros que justifiquem essa diferenciação de tratamento, que pode ser considerada como o benefício particular de que trata o § 1º do art. 115 da Lei 6.404/76”.

controladora ou proponente da operação seja uma sociedade holding cujo único ativo relevante sejam as ações da companhia controlada<sup>26</sup>.

A segunda situação refere-se à hipótese na qual a diferença de valor resultante da relação de troca desigual da incorporação não se baseie em laudo de avaliação que justifique, por meio de critérios objetivamente verificáveis, tal diferença<sup>27</sup>.

A terceira situação, por sua vez, refere-se à hipótese na qual a relação de troca não é desigual, mas o número de ações emitidas pela companhia incorporadora antes da operação for proporcionalmente superior ao número de ações de sua propriedade antes do negócio, o que resultaria no mesmo benefício particular disposto no Parecer de Orientação CVM nº 34/2006<sup>28</sup>. Interessante notar que, caso a relação de troca seja igual, em tese qualquer desproporcionalidade no número de ações emitidas pela companhia controlada e controladora será equacionada, pois o artigo 264, *caput*, da Lei nº 6.404/1976 determina que o patrimônio da controlada e controladora seja avaliado “segundo os mesmos critérios e na mesma data, a preços de mercado, ou com base em outro critério aceito pela Comissão de Valores Mobiliários, no caso de companhias abertas”. O relevante, nestes casos, não é o número de ações emitidas por controlada ou controladora antes da operação, mas sim o critério de avaliação do patrimônio das companhias envolvidas para fins da operação<sup>29</sup>.

---

<sup>26</sup> “Em situações em que se vise à unificação das espécies de ações da companhia ou à migração para segmentos especiais de listagem em que as ações do acionista controlador, ou do proponente da operação, sejam detidas por sociedade cujo único ativo, ou único ativo relevante, sejam essas mesmas ações (Sociedade Holding), e seja submetida à aprovação da assembléia a deliberação de incorporação (ou incorporação reversa) da Companhia, ou de suas ações, na Sociedade Holding, a Sociedade Holding e os seus acionistas (caso detenham participação direta na Companhia) estarão impedidos de votar, na forma do art. 115, § 1º, da Lei 6.404/76, caso a proposta de incorporação (ou incorporação reversa) da Companhia, ou de suas ações, considere uma relação de troca que atribua valor diferente às ações de emissão da Companhia que sejam de propriedade da Sociedade Holding, e às demais ações da mesma espécie e classe de emissão da Companhia”.

<sup>27</sup> “Da mesma forma, a Sociedade Holding e os seus acionistas (caso detenham participação direta na Companhia) estarão impedidos de votar, na forma do art. 115, § 1º, da Lei 6.404/76, caso a proposta de incorporação (ou incorporação reversa) da Companhia, ou de suas ações, considere uma relação de troca que atribua valor diferente às ações de emissão da Companhia que sejam de propriedade da Sociedade Holding, e às demais ações de emissão da Companhia, ainda que de espécie ou classe diversas, caso a diferença de valor não se baseie em laudo que considere os diferentes valores econômicos de cada uma das ações com base em critérios objetivamente verificáveis (como o fluxo futuro de dividendos descontado, ou as diversas cotações em mercados organizados)”.

<sup>28</sup> “O mesmo impedimento de voto deve incidir se a operação for realizada de modo a conferir o mesmo número de ações da Sociedade Holding a todas as espécies e classes de ações de emissão da Companhia, mas o número de ações emitidas pela Sociedade Holding antes da operação for proporcionalmente superior ao número de ações da Companhia de que ela seja titular antes do negócio, resultando, na prática, na mesma desproporção que determina a existência do benefício particular para a Sociedade Holding e seus acionistas de que trata este Parecer de Orientação”.

<sup>29</sup> “Constituindo-se, em última análise, a incorporação na penetração do patrimônio de uma sociedade em outra, com a consequente substituição das ações dos acionistas da sociedade incorporanda, torna-se imperioso cotejarem-se os patrimônios da incorporanda e da incorporadora, avaliados sob um mesmo

Por fim, a quarta situação refere-se à hipótese na qual a relação de troca promova diferenciação no valor de ações com direito a voto e sem direito a voto. Nestes casos, o Parecer de Orientação CVM nº 34/2006 estabelece que acionistas com direito a voto, ainda que não sejam controladores, sejam impedidos de votar na deliberação acerca da operação, exceto se a diferença for fundamentada em critérios objetivamente verificáveis<sup>30</sup>.

Percebe-se, portanto, que o Parecer de Orientação CVM nº 34/2006 não representa a adoção da teoria do conflito de interesses formal. A determinação do parecer é de que a relação de troca desigual representa um benefício particular aos acionistas cujas ações tenham sido atribuídas com valor maior que as demais, sem que tal diferença seja fundamentada em critérios objetivamente verificáveis.

Assim, cumpre verificar se: (i) a relação de troca desigual representa, efetivamente, benefício particular; e (ii) o impedimento de voto é solução mais adequada para a incorporação envolvendo companhia controlada e controladora.

Conforme visto, o entendimento doutrinário majoritário entende que o benefício particular seria a vantagem lícita, concedida a um ou alguns acionistas, em rompimento do princípio da igualdade, que tem natureza aleatória e caracteriza ato de liberalidade da companhia.

Excetuados, talvez, os casos nos quais a relação de troca desigual não tiver absolutamente nenhum fundamento, será difícil associá-la a suposto benefício particular.

Na hipótese mais comum, na qual a avaliação atribui valor superior às ações do bloco de controle, o fundamento da relação de troca desigual reside, justamente, no poder de controle. Apesar de tal justificativa ser rechaçada pelo Parecer de Orientação CVM nº 34/2006<sup>31</sup>, fato é que a Lei nº 6.404/1976 efetivamente reconheceu o maior

---

critério, a fim de que se estabeleça uma relação de troca de ações através da qual os acionistas da incorporada recebam ações da incorporante, numa proporção correta, à cavaleiro do arbítrio em que pode incorrer o controlador comum. Portanto, de um lado, a avaliação; de outro, a chamada paridade” (LEAES, 1994, p. 94).

<sup>30</sup> “Adicionalmente, caso a proposta de incorporação (ou incorporação reversa) da Companhia, ou de suas ações, contemple diferentes relações de troca considerando as diferentes espécies de ações detidas pelos acionistas que não sejam acionistas da Sociedade Holding, atribuindo, assim, por exemplo, diferentes valores para as demais ações com voto e as ações sem voto, os acionistas titulares de ações com voto, ainda que não sejam acionistas da Sociedade Holding, também estarão impedidos de votar, salvo se a diferença de relação de troca basear-se em critérios objetivamente verificáveis”.

<sup>31</sup> “O fundamento utilizado para justificar a relação mais vantajosa tem sido o reconhecimento, pelo art. 254-A da Lei 6.404/76, de que as ações detidas pelo acionista controlador têm valor maior que as ações não integrantes do bloco de controle, na medida em que a alienação de controle não obriga a realização de uma oferta pública de aquisição para os titulares de ações da espécie preferencial sem voto,

valor das ações do bloco de controle em seu artigo 254-A<sup>32</sup>, pois “toda economia de mercado atribui valor econômico ao controle da companhia, independentemente do valor das ações que o asseguram” (LAMY FILHO; BULHÕES PEDREIRA, 1997, p. 255). Deve-se ressaltar, neste contexto, que não se trata aqui de sobrevalor das ações do bloco de controle em razão de eventual ágio pago na aquisição do controle acionário, cuja contabilização para fins da determinação da relação de troca é caracterizada como abuso do poder de controle pelo artigo 15, I, da Instrução CVM nº 319/1999<sup>33</sup>, mas sim do sobrevalor inerente a tais ações, em razão dos direitos e responsabilidades que são atribuídos ao seu titular.

Ademais, não só o poder de controle, mas também outros fatores, como direitos diferenciados de determinadas classes ou espécies de ações, devem ser levados em consideração no cálculo da relação de troca, conforme disposto no artigo 15, III, da Instrução CVM nº 319/1999<sup>34</sup>.

Possivelmente por esta razão, Erasmo Valladão configura a incorporação de companhia controlada por sua controladora como hipótese de conflito de interesses formal<sup>35</sup>, mas com relação à qual o voto do acionista em conflito é expressamente permitido pelo artigo 264 da Lei nº 6.404/1976.

Portanto, não resta claro se a relação de troca desigual na incorporação de companhia controlada por controladora configura benefício particular. Não obstante,

---

e obriga uma oferta pública de aquisição para os acionistas titulares de ações com direito a voto com desconto de 20% em relação ao preço pago ao acionista controlador. A CVM entende que tal justificativa é válida no âmbito de uma OPA por alienação de controle, porque a lei assim o determina, mas não é suficiente para afastar o impedimento de voto por benefício particular quando, ao invés de uma parte independente (como é o terceiro adquirente do controle), quem confirma o sobre-preço às ações de titularidade da Sociedade Holding é o próprio acionista beneficiado, ao votar na assembléia de incorporação”.

<sup>32</sup> “Art. 254-A. A alienação, direta ou indireta, do controle de companhia aberta somente poderá ser contratada sob a condição, suspensiva ou resolutiva, de que o adquirente se obrigue a fazer oferta pública de aquisição das ações com direito a voto de propriedade dos demais acionistas da companhia, de modo a lhes assegurar o preço no mínimo igual a 80% (oitenta por cento) do valor pago por ação com direito a voto, integrante do bloco de controle”.

<sup>33</sup> Nos termos do artigo 15, I, da Instrução nº 319/1999, configura exercício abusivo do poder de controle “o aproveitamento direto ou indireto, pelo controlador, do valor do ágio pago na aquisição do controle de companhia aberta no cálculo da relação de substituição das ações dos acionistas não controladores, quando de sua incorporação pela controladora, ou nas operações de incorporação de controladora por companhia aberta controlada, ou de fusão de controladora com controlada”.

<sup>34</sup> “Art. 15. Sem prejuízo de outras disposições legais ou regulamentares, são hipóteses de exercício abusivo do poder de controle: [...] III - o não reconhecimento, no cálculo das relações de substituição das ações dos acionistas não controladores estabelecidas no protocolo da operação, da existência de espécies e classes de ações com direitos diferenciados, com a atribuição de ações, com direitos reduzidos, em substituição àquelas que se extinguirão, de modo a favorecer, direta ou indiretamente, uma outra espécie ou classe de ações”.

<sup>35</sup> “Na incorporação de companhia controlada, a maioria controladora é que decide a operação por ambas as companhias. E, no entanto, mesmo assim, nessa situação de evidente conflito formal de interesses, a lei permite que a acionista controladora exerça o direito de voto” (FRANÇA, 2014, p. 304).

mesmo que se considere ser hipótese de benefício particular ou, ainda, de conflito de interesse formal, cumpre indagar se a CVM poderia ter disposto o impedimento de voto no caso da incorporação de companhia controlada por controladora.

Conforme ressalta Daniel Kalansky, a doutrina identifica três soluções distintas para endereçar problemas de agência: estratégia de proibição, estratégia de saída e estratégia de legitimação. Citando o voto de Pedro Oliva Marcílio de Souza nos Processos CVM nº 2006/7204 e RJ 2006/7213<sup>36</sup>, o autor assim define as referidas estratégias (KALANSKY, 2012, pp. 92 e 93):

(i) proibição consistiria na proibição de realização de determinadas operações ou na estipulação de termos e condições obrigatórios ou proibidos para certos negócios estratégicos; (ii) saída consistiria no oferecimento de um direito de saída ao acionista não controlador em face de uma decisão unilateral do acionista controlador; e (iii) legitimação consistiria em conferir aos afetados o direito de aprovar ou rejeitar a operação.

Uma das principais críticas direcionadas ao Parecer de Orientação CVM nº 34/2006 é de que, enquanto o artigo 264 da Lei nº 6.404/1976 adotou a estratégia de saída para os casos de incorporação de companhia controlada por controladora com relação de troca desigual, conferindo aos acionistas dissidentes o direito de retirada, o Parecer de Orientação CVM nº 34/2006 adotou estratégia de legitimação, submetendo a operação ao voto de acionistas não controladores.

Daniel Kalansky defende que a CVM extravasou seus poderes regulamentares, pois “[a] mudança de estratégia deveria ter ocorrido por meio de alteração na Lei das S.A., e não mediante a edição de um Parecer de Orientação, que certamente traz insegurança jurídica a todos os participantes do mercado” (KALANSKY, 2012, p. 114). Erasmo Valladão, por sua vez, também destaca a aparente contradição, ressaltando que a alteração de estratégia, caso considerada necessária, deveria ter sido efetivada por mudança da lei e não pela regulamentação da CVM. Conforme o autor, “o art. 264 não prevê qualquer impedimento de voto, seja do controlador, seja dos acionistas titulares

---

<sup>36</sup> CVM, processo RJ2006/7204, relator Diretor Pedro Oliva Marcilio de Sousa, julgado em 17 de outubro de 2006; e CVM, processo RJ2006/7213, relator Diretor Pedro Oliva Marcilio de Sousa, julgado em 17 de outubro de 2006.

de ações ordinárias, e nem outorga voto aos titulares de ações preferenciais – pelo que se nos afigura que o Parecer 34 extravasa dos lindes da lei” (FRANÇA, 2014, p. 255).

Por outro lado, o Diretor Pedro Oliva Marcílio de Souza, em seu já mencionado voto nos Processos CVM nº 2006/7204 e RJ 2006/7213, justifica as conclusões do Parecer de Orientação CVM nº 34/2006 no fato de as operações ali descritas terem sido consideradas negócios indiretos, e não como hipóteses de abuso de direito<sup>37</sup>. Assim, ao invés de se utilizar a estratégia de proibição, optou-se por adotar a regra da legitimação.

Como se pode perceber, há diversas questões controversas com relação ao Parecer de Orientação CVM nº 34/2006. A doutrina é cética com relação à configuração de benefício particular nas situações descritas no referido parecer; além disso, há respeitáveis opiniões que contestam a possibilidade de a CVM estabelecer o impedimento de voto, em aparente contradição com a solução adotada pelo artigo 264 da Lei nº 6.404/1976.

Estas são questões importantíssimas, mas há uma que também merece atenção: impedido o controlador de votar acerca da incorporação da companhia controlada pela controladora com relações de troca desiguais, a operação deverá ser aprovada por acionistas minoritários. Além do problema referente à insuficiência de quórum<sup>38</sup>, situado fora do escopo do presente trabalho, deve-se analisar a possibilidade de conflito de interesses (substancial) no exercício do voto, por acionistas minoritários, acerca da aprovação da operação.

---

<sup>37</sup> Conforme aponta o diretor em seu voto, “pode-se considerar a utilização de incorporação nesses casos como abuso de direito por parte do acionista controlador (que tem o poder de aprovar as operações em seu benefício) e, conseqüentemente, proibi-los. Pode-se, entretanto, considerá-los como ‘negócios jurídicos indiretos’, que não são considerados ilícitos, e permiti-los. O Parecer de Orientação 34/06 preferiu o segundo caminho, pois a tentação de determinar ‘o comportamento do mercado’, embora sedutora, tem se comprovada ilusória para a CVM (ver itens 24 e 25 acima). Procurou-se, então, legitimar o processo decisório da incorporação, de modo que ao invés de abuso de direito enfrentemos um simples negócio jurídico indireto, que não viola o ordenamento jurídico”.

<sup>38</sup> Segundo Erasmo Valladão, caso se considere que o acionista controlador está impedido de votar acerca da aprovação da incorporação da companhia controlada pela controladora, “não se atingiria o quórum qualificado previsto para a incorporação (‘metade, no mínimo, das ações com direito a voto’, cf. art. 136, caput, da LSA) e não se justificaria, minimamente, o direito de recesso concedido aos acionistas minoritários no §3º, do art. 264, supracitado” (FRANÇA, 2014, pp. 304-305).

#### 4. CONFLITO DE INTERESSES NA APROVAÇÃO DA OPERAÇÃO POR ACIONISTAS MINORITÁRIOS E O RISCO MORAL

O impedimento de voto do acionista controlador nas incorporações de companhia controlada por controladora resulta em uma das seguintes hipóteses: (i) a decisão fica inteiramente a critério de acionistas não controladores; ou (ii) o acionista controlador negocia previamente minoritários as bases da operação, abstendo-se de votar na assembleia geral posteriormente<sup>39</sup>.

Em ambos os casos, a aprovação ou rejeição da operação estará nas mãos de acionistas minoritários, que – excetuando-se eventuais hipóteses nas quais o minoritário detenha relevante número de ações preferenciais – contribuiu com menos recursos financeiros para o empreendimento e, portanto, está exposto a um risco menor. Conseqüentemente, seu interesse está menos alinhado ao da companhia do que no caso do acionista controlador. Portanto, o impedimento do voto do acionista controlador pode mitigar o risco de seleção adversa, destacado pelo Diretor Alexandro Broedel Lopes em seu voto no processo administrativo nº RJ 2009-13179, mas não resolve – e até mesmo acentua – os problemas associados ao risco moral.

O risco moral na tomada de decisão do agente econômico, seja pelos seus incentivos aos quais está sujeito ou pela falta de informações suficientes, gera um compartilhamento de risco ineficiente do ponto de vista do ótimo de Pareto, além de evitar a consecução do melhor resultado possível, possibilitando, na melhor das hipóteses, uma “*second-best solution*”<sup>40</sup>. Neste contexto, é importante analisar dois aspectos da tomada de decisão por acionistas não controladores a respeito de incorporação de companhia controlada por sua controladora: (i) o acionista não controlador não possui os mesmos incentivos para decidir de acordo com o melhor

---

<sup>39</sup> “Na prática, várias operações entre partes relacionadas têm seguido o seguinte procedimento: o acionista controlador negocia as condições da operação com os minoritários que possuem maior participação acionária e, depois, não vota na deliberação da assembleia geral. É mais simples e menos burocratizado do que constituir um comitê, aguardar suas reuniões e deliberações, para depois colocar o assunto em discussão no conselho de administração e posteriormente submetê-lo à deliberação da assembleia geral” (EIZIRIK, 2011, p. 513).

<sup>40</sup> “It has long been recognized that a problem of moral hazard may arise when individuals engage in risk sharing under conditions such that their privately taken actions affect the probability distribution of the outcome. This situation is common in insurance, labor contracting, and the delegation of decision making responsibility, to give a few examples. In these instances Pareto-optimal risk sharing is generally precluded, because it will not induce proper incentives for taking correct actions. Instead, only a second-best solution, which trades off some of the risk-sharing benefits for provision of incentives, can be achieved” (HOLMSTRÖM, 1979, p. 74).

interesse da sociedade; e (ii) o acionista não controlador não possui todas as informações suficientes para uma tomada de decisão adequada.

Apesar de não coincidirem, os interesses dos acionistas controladores tendem a estar mais alinhados com o interesse da companhia do que os interesses dos acionistas não controladores. Em primeiro lugar, o controlador está sujeito a penalidades no caso de descumprimento de seus deveres<sup>41</sup>; em segundo lugar, o controlador, via de regra, contribuiu com mais bens para a formação do capital social da companhia<sup>42</sup>. Por esta razão, “[o] princípio majoritário é uma exigência do interesse social, que não pode ser prejudicado pelos egoísmos individuais; e é natural e lógico que a vontade do maior número (especialmente dos interessados, segundo o critério objetivo do interesse real) venha a prevalecer”. Logo, “se uma vontade deve decidir, e a unanimidade não é possível, é melhor a de muitos do que a da minoria” (LAMY FILHO; BULHÕES PEDREIRA, 2009, p. 810).

Estabelecer o impedimento do voto do acionista controlador, deste modo, resulta na distorção do alinhamento de interesses que a legislação societária buscou obter. Em outras palavras, impedido o acionista controlador, “teríamos que entregar, absurdamente, as decisões à minoria – subvertendo o princípio majoritário que preside ao funcionamento das anônimas” (LAMY FILHO, 2007, p. 356). Seguindo esta sistemática, é inevitável concluir que a Lei nº 6.404/1976 reservou o impedimento de voto (estratégia de proibição) somente aos casos nos quais o interesse do acionista está claramente desalinhado com o interesse social (como, por exemplo, no caso do benefício particular).

Adicionalmente ao desalinhamento de interesses, deve-se ressaltar também que os acionistas não controladores provavelmente possuem menos informações sobre os negócios da companhia do que os acionistas controladores e, conseqüentemente, têm menos condições de avaliar se a operação será benéfica para a companhia ou não. A questão da assimetria de informações é ainda mais relevante se considerarmos que os acionistas não controladores possivelmente não possuirão informações suficientes sobre a companhia incorporadora (controladora). Portanto, a decisão dos acionistas não controladores acerca da aprovação ou rejeição da incorporação da companhia por sua controladora será adotada em meio a considerável grau de incerteza.

---

<sup>41</sup> Vide artigo 117 da Lei nº 6.404/1976.

<sup>42</sup> Excetua-se, porém, os casos nos quais acionistas minoritários detêm uma quantidade de ações preferenciais relevantes ou que tenham pago um preço de emissão maior.

Ao analisar o processo de tomada de decisão em situações de incerteza, Herbert A. Simon identificou a probabilidade de que o objetivo de maximização dos ganhos – premissa básica do comportamento racional do agente econômico – seja substituído por um desejo de minimizar o “arrependimento”, este entendido como a diferença entre o ganho obtido e o ganho que seria esperado caso o agente tivesse agido com informações suficientes<sup>43</sup>. Neste contexto, ao se deparar com a decisão acerca da aprovação de uma operação sobre a qual tem poucas informações, o acionista não controlador pode exercer seu direito de voto com o direito de minimizar as suas possíveis perdas, em lugar de levar em consideração o potencial de ganho da companhia.

Uma última questão a ser considerada diz respeito ao remédio aplicável em caso de prejuízo. No caso de impedimento de voto do acionista controlador e, conseqüentemente, atribuição do poder de decisão a acionistas não controladores, eventual deliberação prejudicial à companhia dificilmente poderá ser corrigida.

Como ressaltado pelo Diretor Luiz Antonio de Sampaio Campos no inquérito administrativo CVM nº TA/RJ2002/1153, no caso de conflito de interesses do minoritário na aprovação da operação, eventual decisão judicial se limitaria a desconsiderar o voto, mas não aprovar a matéria de interesse social, pois o juiz não pode suprir a manifestação de vontade dos acionistas. À companhia restará apenas o direito de ser indenizada por perdas e danos, com base no artigo 115, §4º, da Lei nº 6.404/1976, caso consiga cumprir a (árdua) tarefa de quantificar os prejuízos sofridos.

Por outro lado, no caso de manifestação de voto pelo acionista controlador em conflito (substancial) de interesses, a tutela judicial a ser requerida pelo acionista não controlador será, justamente, a desconsideração do voto proferido contra o interesse social da companhia e conseqüente anulação da deliberação. Além disso, independentemente da questão do conflito de interesses, os acionistas não controladores que não votarem favoravelmente à incorporação terão direito de retirada, conforme artigo 264, §3º, da Lei nº 6.404/1976.

Assim, enquanto o risco moral decorrente do voto proferido com conflito de interesses pelo acionista minoritário não possui remédio adequado no ordenamento jurídico brasileiro, o problema referente à manifestação de voto pelo acionista

---

<sup>43</sup> “However, it has been suggested by Savage and others that people are not as interested in maximizing utility as they are in minimizing regret. ‘Regret’ means the difference between the reward actually obtained and the reward that could have been obtained with perfect foresight (actually, with perfect foresight!)” (SIMON, 1959, p. 267).

controlador, cujo interesse seja conflitante com o da companhia, encontra solução adequada e suficiente na anulação do voto, conforme permitido pelo artigo 115, §4º, da Lei nº 6.404/1976.

## 5. CONCLUSÃO

Embora a evolução da jurisprudência da CVM tenha indicado, em certo momento, que a autarquia caminhava a passos firmes em direção à tese do conflito de interesses substancial, manifestações recentes indicaram o contrário. Atualmente, há decisões (mais antigas) no sentido da aplicação da teoria do conflito formal, outras pregando a teoria do conflito substancial e, ainda, outras que defendem a aplicação de um critério intermediário.

No caso específico da incorporação de companhia controlada por sua controladora com relações de troca desproporcionais, os Pareceres de Orientação da CVM nº 34/2006 e nº 35/2008 recomendaram a abstenção de voto do acionista controlador na assembleia geral, considerando-o impedido. Neste sentido, o Parecer de Orientação da CVM nº 34/2006 não representou um retorno à teoria do conflito formal; ao contrário, referido parecer manteve a tese do conflito substancial, mas interpretou a relação de troca desproporcional como um benefício particular do acionista controlador.

Por todo o exposto, conclui-se que: (i) a relação de troca desproporcional não configura benefício particular, pois a legislação societária brasileira atribuiu valor ao poder de controle; (ii) o impedimento de voto pregado pelo Parecer de Orientação CVM nº 34/2006 mitiga os problemas de seleção adversa e risco moral com relação ao acionista controlador, mas não elimina (e até mesmo acentua) a possibilidade de risco moral em decorrência de eventual conflito de interesses do acionista não controlador; (iii) o impedimento de voto do acionista controlador desvirtua o princípio majoritário e causa desalinhamento de incentivos; e (iv) os acionistas não controladores provavelmente não possuem informações suficientes para tomar uma decisão ponderada e informada acerca da operação.

## REFERÊNCIAS

ARMOUR, John; HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reiner. **Agency problems, legal strategies and enforcement**. Disponível em <<http://ssrn.com/abstract=1436555>>. Acesso em 20 de abril de 2015.

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à lei de sociedades anônimas**. São Paulo: Saraiva, 2011. v. 2.

EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**. São Paulo: Quartier Latin, 2011. v. 1.

\_\_\_\_\_. **A Lei das S/A Comentada**. São Paulo: Quartier Latin, 2011. v. 3.

FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. **Conflito de interesses nas assembleias de S.A.** 2. ed. São Paulo: Malheiros Editores, 2014.

\_\_\_\_\_. Conflito de interesses: formal ou substancial? Nova decisão da CVM sobre a questão. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, vol. 128, pp. 225-261, 2002.

HOLMSTRÖM, Bengt. Moral Hazard and Observability. **The Bell Journal of Economics**, Santa Monica, vol. 10, pp. 74-91, 1979.

KALANSKY, Daniel. **Incorporação de ações: estudo de casos e precedentes**. São Paulo: Saraiva, 2012.

LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **Direito das companhias**. Rio de Janeiro: Forense, 2009. v. 1.

\_\_\_\_\_; \_\_\_\_\_. **A Lei das S.A.** 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1997. v. 1.

LAMY FILHO, Alfredo. Abuso do direito de voto e conflito de interesses – Interpretação do art. 115 e seu §1º – O voto do controlador. In: LAMY FILHO, Alfredo. **Temas de S.A.** Rio de Janeiro: Renovar, 2007.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. **Pareceres**. São Paulo: Editora Singular, 2004. v. 1.

\_\_\_\_\_. Incorporação de companhia controlada. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, vol. 94, pp. 88-96, 1994.

VALVERDE, Trajano de Miranda. **Sociedades por Ações**. 2. ed. Rio de Janeiro: Editora Forense, 1953. v. 2.

SIMON, Herbert A. Theories of Decision-Making in Economics and Behavioral Science. **The American Economic Review**, Pittsburgh, vol. 49, pp. 253-283, 1959.