

**FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS**  
**MESTRADO PROFISSIONAL EM DIREITO**  
**DIREITO DOS NEGÓCIOS**

**CONFLITO DE INTERESSES NA COMPANHIA ABERTA:** proposta de um novo  
marco regulatório

EDUARDO PORTO CARREIRO COELHO CAVALCANTI

Projeto de pesquisa apresentado ao  
Mestrado profissional da FGV Direito SP  
Orientadora: Prof<sup>a</sup>. Dr<sup>a</sup>. Luciana Dias

**SÃO PAULO**

**2020**

## **1. TEMA, CONTEXTO, DELIMITAÇÃO DE ESCOPO E QUESTÃO CENTRAL DA PESQUISA**

A ideia da ação e do exercício de voto “no melhor interesse da companhia” traz consigo uma série de preocupações para que o acionista e o administrador, conforme o caso, exerçam seus papéis desprovidos de interesses pessoais. A garantia de que a tomada de decisão seja neutra, desprovida de interesses escusos ou individualistas constitui um desafio sensível para o legislador, reguladores e demais atores do mercado.

A previsibilidade das consequências das ações e a expectativa de que tais agentes agirão de acordo com o objetivo social da companhia são elementos que repercutem na atratividade do investimento e, por conseguinte, constituem incentivos para o desenvolvimento do mercado de capitais, seja por meio de investidores institucionais, de grande porte, seja através de outros pulverizados.

Nesse contexto, o tratamento jurídico conferido ao conflito de interesses ganha especial importância como uma ferramenta para mitigar os efeitos da assimetria informacional e riscos de agência, conferindo mais harmonia ao mercado.

No contexto brasileiro, o tema possui contornos bem particulares. Inicialmente, constata-se uma baixa dispersão acionária. Uma fatia considerável das companhias abertas é detida por um único acionista ou por um pequeno grupo, via de regra ligados aos fundadores (ou sendo eles próprios). Estes, por sua vez, não raro, possuem outros negócios, muitas vezes interdependentes ou que se desenvolveram em conjunto com aquele que, por questões específicas, foi a mercado.

Essa característica do mercado de capitais brasileiro reforça a necessidade de um marco normativo apto a abusos pelo controlador e que, ao mesmo tempo, não tolha a sua capacidade de interferir nas decisões estratégicas da companhia.

Outro aspecto a ser avaliado é que, frequentemente, o grupo ou indivíduo controlador é o fundador do negócio ou, quando não, conhece profundamente a companhia, seu histórico e o respectivo setor. Isso significa que, pela regra atual do artigo 115, §1º da lei nº 6.404/76, a companhia não poderá contar com a experiência de um acionista com esse perfil, nas hipóteses em que o conflito de interesses se fizer presente.

Além disso, dada a quantidade inesgotável de situações potencialmente caracterizadoras do conflito de interesses, não se afigura plausível atribuir ao legislador o encargo de prever todas essas hipóteses. Ao mesmo tempo, o controle *ex ante*, a partir da vedação ao voto também não parece ser o tratamento mais adequado para o

desenvolvimento de um mercado sofisticado, dinâmico e, ao mesmo tempo, seguro para investidores e demais partícipes.

A pesquisa focará na caracterização do conflito de interesses e nos efeitos gerados pelas ações e deliberações em um contexto de conflito de interesses. A partir dessa construção, avaliar-se-á se o atual arcabouço normativo atende às necessidades do mercado, à função social da empresa e ao melhor interesse desta. A hipótese é de que a resposta será negativa, de modo que se proporá um marco normativo para o tema.

Nesse contexto de reforma do atual regramento, outra reflexão que se pretende fazer é sobre a possibilidade de estender o tratamento do conflito de interesses conferido às companhias abertas a outros tipos societários. A ideia é a uma cultura empresarial mais profissional, que adote boas práticas de governança, a partir de um tratamento mais objetivo e um estímulo a ações mais embasadas e desinteressadas por parte de administradores e acionistas.

## **2. QUESITOS, FONTES DE PESQUISA E FORMAS DE ACESSO**

O tema da pesquisa comporta um enfrentamento mais intenso por parte da doutrina. No âmbito regulatório, a CVM tampouco se posicionou de maneira inequívoca, oscilando quando decide sobre demandas envolvendo conflito de interesses. Da mesma forma, o judiciário apenas tangencia o assunto, uma vez que a matéria acaba por ser enfrentada na esfera arbitral, que, protegida pelo manto da confidencialidade, não divulga duas decisões de forma ampla.

A ideia central do trabalho é delimitar o conceito do conflito de interesses e explorar propostas de melhoria, também inspirado na experiência de outras jurisdições. O foco será estabelecer um tratamento que garanta um dinamismo para o mercado e seus partícipes, sem relativizar a segurança jurídica e a transparência das ações.

Dessa forma, propõem-se os seguintes quesitos:

- 1) O que caracteriza o conflito de interesses? Quais são os efeitos das deliberações ou da prática de atos com conflitos de interesses?
- 2) O mesmo tratamento pode ser conferido para as S/As de capital fechado e outros tipos societários?
- 3) As normas atuais são claras e permitem uma previsibilidade das consequências das condutas adotadas? Em específico, as regras de

vedação de voto (artigo 115, §1º) e de não intervenção (artigo 156) são apuradas o suficiente para tutelar a complexidade dos atos que regula e as consequência destes?

- 4) Como outros ordenamentos jurídicos tratam o assunto?
- 5) Quais as repercussões jurídicas e econômicas do atual regramento da matéria? Quais distorções ela pode causar? Em que medida as boas práticas de governança podem ser afetadas pela atual redação da lei?
- 6) Para regular conflitos de interesse, é mais recomendável um controle prévio ou *a posteriori*?
- 7) Caso o arcabouço normativo vigente se demonstre insatisfatório, qual é a alternativa à atual redação do §1º do artigo 115, e do artigo 156, ambos da Lei nº 6.404/1976?
- 8) Quais condutas as normas deverão exigir dos agentes (acionistas e administradores, conforme o caso)?
- 9) A proposta de regras (testes e do escrutínio judicial) inspiradas nos precedentes norte-americanos pode ser uma alternativa para o regramento do assunto no Brasil?

Com relação às fontes de pesquisa, estudaremos as normas vigentes no Brasil, em especial a lei nº 6.404/76 e pronunciamentos da CVM, tais como o Parecer de Orientação nº 35/2008. Sob o ponto de vista internacional, pretendemos avaliar a matriz europeia e as diretrizes da OCDE sobre o assunto.

A pesquisa também se apoiará na abordagem jurisprudencial nacional e estrangeira. No Brasil, tendo em vista a submissão de conflitos societários das companhias abertas à arbitragem, o caráter sigiloso desta (e a limitação daí decorrente) será uma limitação a ser superada. No âmbito internacional, focaremos na experiência norte-americana, em especial nos precedentes de Delaware e da Suprema Corte dos Estados Unidos.

Quanto à doutrina, acessaremos obras e trabalhos acadêmicos nacionais e estrangeiros. Não pretendemos realizar entrevistas, mas, caso haja a oportunidade, buscaremos fazer conversas informais com pessoas envolvidas com o tema, de modo a robustecer o direcionamento do trabalho para enfrentar as necessidades da sociedade.

O trabalho tem, portanto, o objetivo de explorar a prática jurídica a respeito do conflito de interesses no Brasil e estimulará uma reflexão sobre um novo regramento

para o assunto, a partir das práticas de mercado em conjunto com a experiência de outras jurisdições. Por fim, as características do Poder Judiciário no Brasil e a aptidão deste para regular eficazmente litígios dessa natureza serão considerados na proposta a ser formulada.

### **3.RELEVÂNCIA PRÁTICA, CARÁTER INOVADOR E POTENCIAL DE IMPACTO**

Conforme explanado nos tópicos anteriores, o trabalho dissecará as normas vigentes sobre o tratamento do conflito de interesses e, a partir das experiências de outras jurisdições e das necessidades identificadas, proporá uma nova diretriz para atender às necessidades do mercado e, de uma forma mais ampla, da sociedade.

O tema ganhou mais evidência por ocasião da edição da Medida Provisória nº 881, em cujo trâmite legislativo se buscou reformar a regulação a esse respeito, mas que acabou não entrando no texto final, convertido na lei nº 13.874/2019 (Lei de Liberdade Econômica). Desde então, os debates sobre o assunto intensificaram-se, abrindo mais espaço para uma discussão acadêmica e legislativa sobre o tema.

A relevância prática justifica-se pela necessidade de se fomentar um ambiente propício para o bom funcionamento do mercado, estimulando o investimento e garantindo segurança e transparência para os partícipes. Nesse contexto, a preservação da boa-fé objetiva e a segurança jurídica são elementos essenciais para a previsibilidade das consequências de determinados atos. O tratamento das situações que potencialmente ensejem conflito de interesses e os instrumentos para remediar quando este for constatado possuem papel central para esta finalidade.

Seu caráter inovador reside na proposta de um novo marco normativo para o tema, bem como a ampliação da sistemática para outros tipos societários. A ideia subjacente é a de proporcionar uma cultura empresarial mais desenvolvida para mais setores da sociedade, a partir de princípios de governança corporativa e reforçando a observância da boa-fé objetiva.

O potencial impacto guarda relação direta com o caráter inovador da pesquisa. Uma regulamentação legal e regulatória para tratar deliberações assembleares e condutas dos administradores em contextos de conflito de interesses é bem-vinda e trará previsibilidade e mais transparência para o mercado de capitais. A questão que se pretende definir não é se o voto ou uma determinada conduta são proibidos, mas como

deverão ser conduzidos para maximizar os benefícios da companhia, acionistas, gestores e da sociedade em geral.

O ensaio para expandir a regulação do assunto para além das fronteiras das sociedades anônimas de capital aberto importará numa maior quantidade de empresas atingidas, contribuindo para a formação empreendedora da população e consolidação de uma cultura empresarial pautada na transparência e em regras de governança claras.

Uma vez consolidadas e difundidas no meio empresarial e, de forma mais ampla, na sociedade, a hipótese é que o ambiente de negócios ganhe mais credibilidade, atraindo investimentos e garantindo conforto aos investidores. O objetivo é proporcionar mais dinamismo, sem retirar a segurança jurídica. Para tanto, é imperioso não apenas um ordenamento jurídico claro, mas uma cultura de cumprimento das normas.

Por fim, trazer o regramento para outros tipos societários também significará um desafio para o poder judiciário, que, até hoje, foi pouco testado e tem ficado à margem desta discussão, em razão da concentração destas no juízo arbitral, conforme ilustrado anteriormente.

#### **4. FAMILIARIDADE DO PESQUISADOR COM O OBJETO DA PESQUISA**

Iniciei minha vida profissional em empresa de auditoria e consultoria (*Big Four*) trabalhando com consultoria tributária e contabilidade. Por ser advogado de formação, sempre era envolvido em questões societárias, não raro em trabalhos envolvendo companhias abertas.

Após fazer o movimento para o escritório de advocacia, deixei aos poucos a área tributária e há mais de dez anos venho me concentrando exclusivamente na área societária e fusões e aquisições, para a qual a base contábil-tributária construída anteriormente é muito importante.

Como advogado militante na área empresarial, operações que envolvem estruturação de acordos de acionistas, políticas de contratação de partes relacionadas e temas correlatos fazem parte da nossa rotina. Também tivemos a oportunidade de participar de alguns conselhos de administração, inclusive em grupo econômico de companhia lista em bolsa.

Também atuamos representando fundos de *private equity* em diversas frentes, em especial no suporte às gestoras e na relação destas com os quotistas,

administradoras e comitês de investimentos, instâncias em que o tema do conflito de interesses também aparecem, embora em outro viés.

Por outro lado, especificamente no contexto de companhias abertas, de processos no âmbito da CVM e de arbitragens sobre a matéria, nossa experiência é bastante limitada. A familiaridade deriva da experiência descrita nos parágrafos anteriores e da curiosidade, sendo exatamente a ausência dela que nos levou a optar pelo mestrado profissional e, mais precisamente, pelo tema em questão.

Se, na minha formação, tive uma base acadêmica mais sólida na área tributária, a expertise empresarial veio da prática e de iniciativas autodidatas. Faltava-me essa experiência acadêmica e um estudo mais direcionado como o que pretendo fazer na pesquisa.

Por fim, apesar de atuarmos com relativa intensidade na região Sudeste, sinto que o mercado do Nordeste, onde nossa presença é mais sólida, é carente de profissionais e acadêmicos dedicados ao mercado de capitais. Se realizadas por mais operadores do direito, iniciativas como a desta pesquisa produzirão profissionais mais capacitados e empresas mais preparadas para se relacionarem com o mercado, podendo contribuir mais assertivamente para sociedade. Com a tendência de uma busca mais intensa das empresas pelo mercado de capitais, principalmente em um cenário de juros baixos, estar pronto para este movimento é um imperativo.

## **5. BIBLIOGRAFIA PRELIMINAR**

ALLEN, William T.; KRAAKMAN, Reinier. **Commentaries and cases on the law of business organization**. 5. ed. Nova York: Wolters Kluwer, 2016.

BAINBRIDGE, Stephen M.; HENDERSON, M. Todd. **Outsourcing the Board: How Board Service Providers Can Improve Corporate Governance (English Edition)**. Nova York: Cambridge University Press, 2018.

BARRETO, Julio. **O Conflito de Interesses Entre a Companhia e Seus Administradores**. Rio de Janeiro: Renovar, 2009.

BULGARELLI, Waldírio. **Regime jurídico da proteção às minorias nas S/A**. Rio de Janeiro: Renovar, 1998.

CÂMARA, Paulo; GOMES, José Ferreira; GIÃO, João Sousa; *et al.* **Conflito de Interesses no Direito Societário e Financeiro: um Balanço a Partir da Crise Financeira**. 1. ed. São Paulo: Almedina, 2010.

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de sociedades anônimas**. Volume 2 -

6. ed. São Paulo: Saraiva, 2014.

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de sociedades anônimas**. Volume 2 - 6. ed. São Paulo: Saraiva, 2014.

COHN, Stuart R. The Shifting Sands of Conflict of Interest Standards: The Duty of Loyalty Meets the Real World with Questions of Process and Fairness. **The Business Lawyer**, v. 74, p. 1077–1104, 2019.

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

COMPARATO, Fábio Konder; FILHO, Calixto Salomão. **O Poder de Controle na Sociedade Anônima**. 6. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2014.

DALLAS, Lynne L. The Control and Conflict of Interest Voting Systems. **North Carolina Law Review**, v. 71, n. 1, p. 1–80, 1992.

DIAS, Luciana P.; TRONCOSO, Maria Clara. O Jurídico Corporativo e o Dever Informacional das Companhias de Capital Aberto. *In*: LUCON, Marcelo e JACOB, Eduardo A.A., **Papéis e Responsabilidades do Jurídico Corporativo**. 1. ed. São Paulo: IASP, 2016, p. 107–136.

EASTERBROOK, Frank H.; FISCHER, Daniel R. Voting in corporate Law. *In*: **Foundations of corporate law**. 2. ed. Nova York: Foundation Press, 2010, p. 62–76.

EIZIRIK, Nelson. **A lei das S/A comentada**. Volume II - Artigos 80 a 137. São Paulo: Quartier Latin, 2016.

EIZIRIK, Nelson. **A lei das S/A comentada**. Volume III - Artigos 138 a 205. São Paulo: Quartier Latin, 2016.

FILHO, Calixto Salomão. **O Novo Direito Societário**. 4. ed. São Paulo: Malheiros, 2015.

GERSICK, Kelin E.; DAVIS, John A.; HAMPTON, Marion McCollom; *et al.* **Generation to generation: life cycles of the family business**. Boston: Harvard Business School Press, 1997.

GOSHEN, Zohar. The Efficiency of Controlling Corporate Self-Dealing: Theory Meets Reality. **California Law Review**, v. 91, p. 393–438, 2003.

KENNEDY, Duncan. Three Globalizations of Legal Thought: 1850-2000. *In*: TRUBEK, David; SANTOS, Alvaro. (Org.). **The New Law and Economic Development: A Critical Appraisal**. Cambridge University Press., p. 19-73., 2006.

MARTIN, Shaun; PARTNOY, Frank. Encumbered Shares. **University of Illinois Law Review**, v. 3, p. 775–814, 2005.

MARTINS-COSTA, Judith. Os regimes do dolo civil no direito brasileiro: dolo



antecedente, vício informativo por omissão e por comissão, dolo acidental e dever de indenizar. **Revista dos Tribunais**, v. 923, p. 115–144, 2012.

NOVAES FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e. **Conflito de interesses nas assembleias de S. A. (E outros escritos sobre conflito de interesses)**. 2. ed. São Paulo: Malheiros, 2014.

NUSDEO, Fabio. **Curso de Economia. Introdução ao Direito Econômico**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2008.

OCDE, **Guide on Fighting Abusive Related Party Transactions in Asia**, Corporate Governance Series, September 2009, disponível em <http://www.oecd.org/dataoecd/39/57/43626507.pdf>.

OCDE, **Related Party Transactions and Minority Shareholder Rights**, OECD Publishing, 2012, disponível em <http://www.oecd.org/daf/ca/50089215.pdf>.

POSNER, Richard. Values and Consequences: An Introduction to Economic Analysis of Law. **Coase- Sandor Institute for Law & Economics Working Paper No. 53**, 1998.

PRADO, Viviane Muller. **Conflito de Interesses nos Grupos Societários**. São Paulo: Quartier Latin, 2006.

RODRIGUES, Usha R. Do Conflicts of Interest Require Outside Boards? Yes. BSPs? Maybe. **Business Lawyer**, v. 74, p. 307–311, 2019.

SALVATORI, Laura Ayub. As Teorias Diferenciadoras do Dolo Eventual e da Culpa Consciente. **Revista Brasileira de Ciências Criminais**, v. 166/2020, p. 19–61, 2020.

SPINELLI, Luis Felipe. **Administração das Sociedades Anônimas: Lealdade e Conflito de Interesses**. São Paulo: Almedina, 2020.

VARIAN, Hal R. **Microeconomia: Uma abordagem moderna**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2015.

VEASEY, E. Norman; DI GUGLIELMO, Christine T. **Indispensable counsel: the chief legal officer in the new reality**. Nova York: Oxford University Press, 2012.

## **6. REFERÊNCIAS LEGAIS**

### **Brasil**

CVM. Instrução CVM nº 627, de 22 de junho de 2020

CVM. Parecer de Orientação nº 35/2008

CVM. Inquérito Administrativo nº 23/99, Rel. Diretor Joubert Rovai, Rio de Janeiro, 26 de outubro de 2000

CVM. Inquérito Administrativo nº TA/RJ2001/4977, Rel. Diretora Norma Jonssen Parente

CVM. Inquérito Administrativo nº TA/RJ2002/1153, Rel. Diretora Norma Jonssen Parente

CVM. Processo Administrativo nº RJ 2004/5494, Rel. Diretor Wladimir Castelo Branco, Rio de Janeiro, 14 de dezembro de 2004

CVM. Processo Administrativo Sancionador nº SP 2007/0118, Rel. Marcos Barbosa Pinto, Rio de Janeiro, 26 de fevereiro de 2008

CVM. Processo Administrativo Sancionador nº SP 2007/0117, Rel. Marcos Barbosa Pinto, Rio de Janeiro, 26 de fevereiro de 2008

CVM. Processo Administrativo nº 2009/13179, Rel. Diretor Aleksandro Broedel Lopes, Rio de Janeiro, 09 de setembro de 2010

CVM. Processo Administrativo Sancionador nº RJ2013/1063, Rel. Diretor Diretor Otavio Yazbek, Rio de Janeiro, 22 de junho de 2010

CVM. Processo Administrativo Sancionador nº 03/07, Rel. Diretor Eli Loria, Rio de Janeiro, 03 de dezembro de 2013

CVM. Processo Administrativo Sancionador nº 17/2006, Rel. Diretor Leonardo P. Gomes Pereira, Rio de Janeiro, 22 de outubro de 2013

CVM. Processo Administrativo Sancionador nº RJ2013/2400, Rel. Diretora Luciana Dias, Rio de Janeiro, 18 de março de 2015

CVM. Processo Administrativo nº 19957.005749/2017-29, Rio de Janeiro, 26 de setembro de 2017

CVM. Processo Administrativo nº Processo 19957.000658/2017-05, Rio de Janeiro, 09 de maio de 2017

CVM. Processo Administrativo nº RJ 2014/4077, Rel. Diretor Henrique Machado, Rio de Janeiro, 26 de fevereiro de 2019

### **Estados Unidos**

DELAWARE. *Schreiber v. Carney*.

DELAWARE. *Schnell v. Chris-Craft Industries*

DELAWARE. *Sinclair Oil Corp. v. Levin*

DELAWARE. *Smith v. Van Gorkom*

DELAWARE. *Weinberger v. UOP, Inc.*

DELAWARE. *Lewis v. Vogelstein*

DELAWARE. *In re Goldman Sachs*

DELAWARE. *Kahn v. Lynch Communications Systems, Inc.*

MAINE. *Northeast Harbor Golf Club, Inc. v. Harris*

NEW JERSEY. *Francis v. United Jersey Bank*

SECOND CIRCUIT. *SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.*

SUPREMA CORTE DOS ESTADOS UNIDOS. *Virginia Bankshares, Inc. v. Sandberg*

SUPREMA CORTE DOS ESTADOS UNIDOS. *Cookies Food v. Lakes Warehouse*

SUPREMA CORTE DOS ESTADOS UNIDOS. *Santa Fe Industries Inc v. Green*

SUPREMA CORTE DOS ESTADOS UNIDOS. *Chiarella v. United States*

SUPREMA CORTE DOS ESTADOS UNIDOS. *Dirks v. SEC*

SUPREMA CORTE DOS ESTADOS UNIDOS. *United States v. O'Hagan*

WASHINGTON. *State Ex Rel. Hayes Oyster Co. v. Keypoint Oyster Co.*

## **7. SUMÁRIO PRELIMINAR**

### **1. Introdução**

- 1.1 O conflito de interesses no contexto brasileiro
- 1.2 A concentração do controle no âmbito das companhias abertas
- 1.3 Modelo de pesquisa e objeto do trabalho
- 1.4 Apresentação dos capítulos

### **2. Definição e caracterização do conflito de interesses.**

- 2.1 Conflito de interesses em razão da pessoa envolvida
- 2.2 Conflito de interesses em razão do ato praticado ou do negócio celebrado
- 2.3 Conflito formal x conflito substancial

### **3. Regime jurídico aplicável aos acionistas**

- 3.1 Artigos 115, 116 e 117 da Lei nº 6.404/76
- 3.2 Visão da CVM
- 3.3 Experiência estrangeira

### **4. Regime jurídico aplicável aos administradores**

- 4.1 Artigos 153, 154, 155, 156 e 245 da Lei nº 6.404/76
- 4.2 Visão da CVM
- 4.3 Experiência estrangeira

