

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
CENTRO DE CIÊNCIAS JURÍDICAS E ECONÔMICAS
FACULDADE DE DIREITO**

**OS DESAFIOS NA REGULAÇÃO DE TRANSAÇÕES ENTRE PARTES
RELACIONADAS EM COMPANHIAS DE CAPITAL ABERTO COM CONTROLE
DEFINIDO**

MATHEUS ALVES DIAS GENTIL

RIO DE JANEIRO

2022

MATHEUS ALVES DIAS GENTIL

**OS DESAFIOS NA REGULAÇÃO DE TRANSAÇÕES ENTRE PARTES
RELACIONADAS EM COMPANHIAS DE CAPITAL ABERTO COM CONTROLE
DEFINIDO**

Monografia de final de curso, elaborada no âmbito da graduação em Direito da Universidade Federal do Rio de Janeiro, como pré-requisito para obtenção do grau de Bacharel em Direito, **sob orientação do Professor Dr. Vinícius Chaves.**

RIO DE JANEIRO

2022

FICHA CATALOGRÁFICA

CIP - Catalogação na Publicação

G338d Gentil, Matheus Alves Dias
Os Desafios na Regulação da Transação entre Partes
Relacionadas em Companhias de Capital Aberto com
Controle Definido / Matheus Alves Dias Gentil. --
Rio de Janeiro, 2022.
59 f.

Orientador: Vinicius Chaves.
Trabalho de conclusão de curso (graduação) -
Universidade Federal do Rio de Janeiro, Faculdade
Nacional de Direito, Bacharel em Direito, 2022.

1. Transação entre Partes Relacionadas. 2.
Mercado de Capitais. 3. Sociedades Anônimas com
Capital Aberto e Controlador. 4. Desafios
Regulatórios. I. Chaves, Vinicius, orient. II. Título.

Elaborado pelo Sistema de Geração Automática da UFRJ com os dados fornecidos pelo(a) autor(a), sob a responsabilidade de Miguel Romeu Amorim Neto - CRB-7/6283.

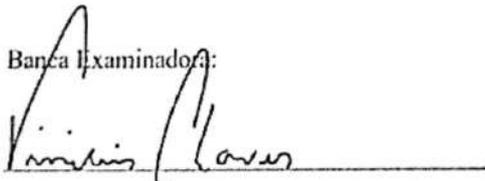
MATHEUS ALVES DIAS GENTIL.

OS DESAFIOS NA REGULAÇÃO DE TRANSAÇÕES ENTRE PARTES
RELACIONADAS EM COMPANHIAS DE CAPITAL ABERTO COM CONTROLE
DEFINIDO

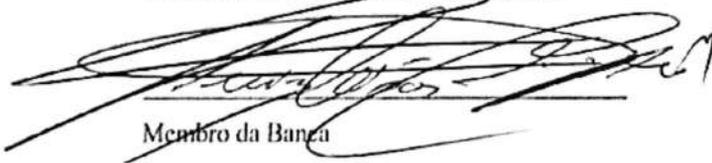
Monografia de final de curso, elaborada no âmbito da graduação em Direito da Universidade Federal do Rio de Janeiro, como pré-requisito para obtenção do grau de Bacharel em Direito, sob orientação do Professor Dr. Vinicius Chaves.

Data da Aprovação: 13 /07 /2022

Banca Examinadora:



Prof. Dr. Vinicius Chaves – Orientador



Membro da Banca

Marcus Seixas

Assinado de forma digital por
Marcus Seixas
Dados: 2022.07.19 20:35:49 -03'00'

Membro da Banca

RIO DE JANEIRO

2022

RESUMO

A presente pesquisa tem por objetivo a análise da regulação de transações entre partes relacionadas em companhias de capital aberto com controle definido, identificando os desafios encontrados pelos órgãos reguladores e de que forma a atuação dos agentes de mercado envolvidos contribui ou torna mais difícil a referida regulação. Nesse sentido, a partir de um estudo exploratório do tipo levantamento bibliográfico e documental, foi possível verificar que o grande desafio se encontra na atuação, em tempo adequado, da CVM frente às mudanças que ocorrem no mercado. Além disso, foi constatado que as disposições da LSA são suficientes para o tratamento de casos envolvendo transações entre partes relacionadas.

Palavras-chave: Mercado de Capitais; Bolsa de valores; Transação entre partes relacionadas; Companhia Aberta; Controle definido.

ABSTRACT

The present research aims to analyze the regulation of related party transaction in publicly traded companies with defined control, identifying the challenges encountered by regulatory agents and how the performance of the market agents involved contributes to or makes this regulation more difficult. In this sense, through an exploratory study of the bibliographic and documentary type, it was possible to verify that the great challenge lies in the performance, in timely manner, of the CVM in the face of changes that occur in the market. In addition, It was found that the provision of the LSA are sufficient for the handling of cases involving transactions with related parties.

Keywords: Capital Market; Stock exchange; Related party transaction; Publicly traded companies; Defined control.

LISTA DE ABREVIATURA E SIGLAS

B3	B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
LSA	Lei 6.404, de 15 de Dezembro de 1976.
ON	Ações Ordinárias
SEP	Superintendência de Relações com Empresas

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	10
CAPÍTULO I – O MERCADO DE CAPITAIS, SEUS AGENTES E AS TRANSAÇÕES COM PARTES RELACIONADAS	14
1.1 O mercado de capitais no Brasil	15
1.2 Comissão de Valores Mobiliários	17
1.3 A bolsa de valores e a preponderância da B3 no Brasil	18
1.4 Sociedades por Ações negociadas em bolsa	20
1.5 O acionista controlador e o minoritário	21
1.6 A figura da companhia com controle definido	24
CAPÍTULO II – A TRAJETÓRIA DA LEGISLAÇÃO CONCERNENTE ÀS TRANSAÇÕES COM PARTES RELACIONADAS NO BRASIL	26
2.1 Lei das S.A.	26
2.1.1 <i>O voto abusivo</i>	26
2.1.2 <i>O administrador</i>	28
2.1.3 <i>Algumas notas acerca da constatação do conflito de interesses</i>	30
2.1.4 <i>Sociedades coligadas</i>	32
2.1.5 <i>Da divulgação dos resultados</i>	33
2.2 Comissão de Valores Imobiliários	34
2.3 B3 – Bolsa, Brasil, Balcão	38
CAPÍTULO III – CASO CONCRETO E A ATUAÇÃO DA CVM	43
3.1 Processo Administrativo Sancionador CVM nº 19957.010686/2017-22	43
3.2 Notas acerca do Processo Administrativo Sancionador CVM nº 19957.010686/2017-22	51
CONSIDERAÇÕES FINAIS	55
REFERÊNCIAS	58

INTRODUÇÃO

O tema do presente estudo, os desafios na regulação das transações com partes relacionadas em companhias de capital aberto e controle definido, será analisado a partir da análise da legislação nacional, da Lei nº 6.404/76 até as regulamentações da CVM e das regras impostas pela própria B3, bem como a partir da jurisprudência da CVM, doutrina, entre outras obras e conteúdos acadêmicos.

Como será demonstrado no capítulo I, nos últimos anos a B3 – Brasil, Bolsa, Balcão foi o veículo através do qual diversas sociedades anônimas realizaram ofertas de ações com o objetivo de captar recursos em busca de expandir suas atividades¹. O investimento alocado por novos acionistas se mostra um importante instrumento para o desenvolvimento das companhias, pois possibilita o acesso ao capital sem que seja necessário qualquer endividamento, além de contribuir com o desenvolvimento econômico do Brasil.²

O acesso ao capital de terceiros, no entanto, traz contrapartidas, especialmente no que diz respeito a obrigações regulatórias. Nessa seara, destacam-se as diretrizes trazidas (i) pela Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, (ii) pelas políticas de governança exigidas pela B3, além (iii) das regulamentações da CVM. Dentre as exigências, verifica-se especial atenção da CVM a respeito das negociações entre partes relacionadas em companhias de capital aberto, ou seja, cujos valores mobiliários de sua emissão são negociados no mercado de capitais, tendo sido registrada previamente suas respectivas distribuições públicas perante a CVM, conforme dispõe o artigo 4^a da LSA.

¹ROSA, Sílvia. **Número de IPOs em 2021 já é o maior desde 2007**. Veja as ações que subiram na estreia e entenda o que é o bookbuilding. Disponível em: <https://conteudos.xpi.com.br/aprenda-a-investir/relatorios/numero-de-ipos-em-2021-ja-e-o-maior-desde-2007-veja-as-acoes-que-mais-subiram-na-estrela-e-entenda-o-que-e-bookbuilding/>. Acesso em: 9 maio 2022.

² Sobre o tema e a contribuição que o Mercado de Capitais pode significar para a economia, confira-se comentário de Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pereira: “Observa-se finalmente que na luta para obter mais capital, para montar sua EMPRESA, adquirir máquinas, competir com seu produto, divulga-lo, pagar empregados, realizar pesquisas, o comerciante, agora industrial, encontra no mercado de capitais o instrumento insuperável para atrair poupança, a limitação de responsabilidade da empresa e do investidor, a dispersão do risco empresarial entre os muitos acionistas, o atrativo do jogo de bolsa, que abria ao investidor a possibilidade de realizar lucro (ou prejuízo) quando desejasse, e, do ângulo de empresa, um dinheiro a custo zero, sem data de devolução, ou de resgate, sem pagamento de juros, e – mais ainda – a desimportância para a empresa de troca ou substituição de acionistas, nas vendas ou compras que a Bolsa realizasse. LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **Direito das Companhias**. Volume I. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 4.

A Comissão de Valores Mobiliários, através da Deliberação nº 642, de 07 de outubro de 2010, aprovou e tornou obrigatório que as companhias abertas observassem o Pronunciamento Técnico CPC 05(R1), que trata das divulgações sobre partes Relacionadas, sendo “parte relacionada” assim definida:

Parte relacionada é a pessoa ou entidade que está relacionada com a entidade que está elaborando suas demonstrações contábeis (neste Pronunciamento Técnico, tratada como ‘entidade que reporta a informação’). (a) Uma pessoa, ou um membro próximo de sua família, está relacionada com a entidade que reporta a informação se: (i) tiver o controle pleno ou compartilhado da entidade que reporta a informação; (ii) tiver influência significativa sobre a entidade que reporta a informação; ou (iii) for membro do pessoal chave da administração da entidade que reporta a informação ou da controladora da entidade que reporta a informação. (b) Uma entidade está relacionada com a entidade que reporta a informação se qualquer das condições abaixo for observada: (i) a entidade e a entidade que reporta a informação são membros do mesmo grupo econômico (o que significa dizer que a controladora e cada controlada são inter-relacionadas, bem como as entidades sob controle comum são relacionadas entre si); (ii) a entidade é coligada ou controlada em conjunto (joint venture) de outra entidade (ou coligada ou controlada em conjunto de entidade membro de grupo econômico do qual a outra entidade é membro); (iii) ambas as entidades estão sob o controle conjunto (joint ventures) de uma terceira entidade; (iv) uma entidade está sob o controle conjunto (joint venture) de uma terceira entidade e a outra entidade for coligada dessa terceira entidade; (v) a entidade é um plano de benefício pós-emprego cujos beneficiários são os empregados de ambas as entidades, a que reporta a informação e a que está relacionada com a que reporta a informação. Se a entidade que reporta a informação for ela própria um plano de benefício DELIBERAÇÃO CVM Nº 642, DE 7 DE OUTUBRO DE 2010 5 pós-emprego, os empregados que contribuem com a mesma serão também considerados partes relacionadas com a entidade que reporta a informação; (vi) a entidade é controlada, de modo pleno ou sob controle conjunto, por uma pessoa identificada na letra (a); (vii) uma pessoa identificada na letra (a)(i) tem influência significativa sobre a entidade, ou for membro do pessoal chave da administração da entidade (ou de controladora da entidade).³

Em seguida, na mesma Deliberação, definiu-se transação com parte relacionada como “a transferência de recursos, serviços ou obrigações entre uma entidade que reporta a informação e uma parte relacionada, independentemente de ser cobrado preço em contrapartida”⁴. Resta claro, pela relação que detém com a companhia, que a parte relacionada possui, em geral, capacidade de influência, direta ou através de terceiros, que o investidor minoritário não tem acesso ou, quando tem, o acesso ocorre após tempo considerável, o que faz com que os órgãos reguladores dispensem especial atenção a essas operações.

³ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Deliberação CVM nº 642, de 7 de outubro de 2010**. Aprova o Pronunciamento Técnico CPC 05(R1) do Comitê de Pronunciamentos Contábeis – CPC sobre divulgação de partes relacionadas. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/deliberacoes/anexos/0600/deli642.pdf>. Acesso em: 9 maio 2022.

⁴Ibid.

Tal atenção dispensada às transações entre partes relacionadas em companhias de capital aberto se justifica por conta da repercussão negativa que as referidas negociações podem alcançar no capital de investidores, quando realizadas de maneira indevida. Isso pois companhias de capital aberto possuem valores mobiliários de sua emissão negociados no mercado de capitais, podendo estes ser adquiridos por pessoa física através de corretores ou até mesmo diretamente. Tais indivíduos possuem, muitas vezes, tratando-se de ações, participação minoritária, tendo conhecimento limitado do dia-a-dia da sociedade empresária, ficando, portanto, expostos a inúmeras situações que podem lhes proporcionar relevantes prejuízos.

Ainda, há pessoas jurídicas, os chamados investidores institucionais, que, não raro, possuem vultuosas quantias aplicadas em ações de companhias listadas na bolsa de valores, cujo prejuízo, a depender da escala, pode gerar um efeito adverso na economia como um todo. Embora as pessoas jurídicas tenham, em geral, maior conhecimento a respeito da companhia investida, além de participação de maior relevância, muita das vezes os investimentos realizados não tem por objeto a interferência no dia-a-dia da companhia, o que faz com que estas pessoas jurídicas também estejam suscetíveis a eventuais arbitrariedades da administração das sociedades anônimas.

Verifica-se que boa parte das sociedades empresárias que fizeram sua oferta pública de capital nos últimos tempos possuem controle definido, isto é, um acionista majoritário capaz de tomar decisões independente das escolhas dos demais acionistas. Nesses casos, verifica-se ainda mais difícil o acompanhamento dos sócios minoritários, uma vez que tais controladores não encontram grandes incentivos para fundamentar suas tomadas de decisão, ao menos não na mesma medida que os administradores de *corporations* (companhias com capital pulverizado). Vejamos:

[...] Por outro lado, as companhias constituídas por iniciativa de capitalistas brasileiros costumam reproduzir a cultura empresarial centralizadora e assumem, muitas vezes, a forma de empresas familiares, em que se sobrepõem laços de parentesco e relações societárias.⁵

⁵ COELHO, Fábio Ulhoa. **Curso de Direito Comercial: direito de empresa**. 23. ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2019, p. 277.

A figura do acionista controlador tem conhecimento de um número ainda maior de informações e tem maior concentração de poder para fazer valer suas decisões estejam elas alinhadas ou não com os interesses da companhia. Não há, no entanto, nada de irregular no exercício do poder de controle como posto, desde que não haja abuso deste poder, conforme destaca Fabio Ulhôa Coelho:

A lei, contudo, reconhecendo a importância de acionistas dos mais variados perfis para o pleno desenvolvimento da empresa, e preocupada com o equilíbrio das relações de poder no interior da companhia, imputa ao controlador responsabilidade por danos causados com abuso de poder (art. 117). Se o detentor do controle contrata com a companhia em condições não equitativas, valendo-se de sua condição privilegiada para obter vantagens negociais não existentes no mercado, está abusando de seu poder.⁶

Percebe-se, então, a relevância da análise dos desafios envolvendo transações entre partes relacionadas, uma vez que é através desta prática que se faz possível encontrar soluções que equilibrem o interesse dos diferentes agentes participam da sociedade empresária. Sobretudo as transações entre partes relacionadas que envolvem companhias abertas com controlador, característica que, como será demonstrado, potencializa os desafios.

Assim, este trabalho terá por objetivo identificar os desafios enfrentados na regulação de transações entre partes relacionadas, levando-se em conta tanto o respeito à liberdade dos acionistas controladores quanto a proteção dos acionistas minoritários no mercado de capitais brasileiro. Além disso, a presente monografia examinará as respostas a tal problemática presentes na legislação brasileira, no intuito de verificar eventuais lacunas e indicar complementações necessárias.

Para tanto, será realizado um estudo exploratório do tipo levantamento bibliográfico e documental. Nesse sentido, serão utilizadas diversas fontes, a saber: legislação, relatórios técnicos, artigos científicos, matérias veiculadas na internet, dissertações, entre outras.

Por fim, cabe a menção de algumas questões a serem investigadas e respondidas, quais sejam: (i) Historicamente, qual o perfil das empresas em geral que buscam se capitalizar através da oferta de ações na B3?; (ii) Qual a influência deste perfil no tema objeto de estudo?; (iii) A legislação aplicável é suficiente para coibir transações com partes relacionadas que possam

⁶ COELHO, Fábio Ulhoa. Op. cit., p. 282.

gerar prejuízo aos investidores?; (iv) Quais as dificuldades enfrentadas pelos controladores das companhias em se adequar à legislação?; e (v) Quais são as dificuldades enfrentadas pelos órgãos reguladores em balancear a liberdade do controlador com os direitos dos acionistas minoritários?

Para responder a tais perguntas, o presente trabalho foi dividido em três capítulos: (i) o mercado de capitais, seus agentes e as transações entre partes relacionadas; (ii) a trajetória da legislação concernente às transações entre partes relacionadas; (iii) caso concreto e a atuação da CVM. O primeiro capítulo apresenta os principais agentes envolvidos nas transações entre partes relacionadas no mercado brasileiro e suas características predominantes. Adiante, no segundo capítulo foi realizada uma análise da legislação brasileira acerca do tema. Já no capítulo III, a pesquisa voltou-se para investigação de um caso concreto, o qual retrata o que foi discutido nos capítulos antecedentes. Ao final, as considerações finais trazem as conclusões acerca dos desafios enfrentados na regulação de transações entre partes relacionadas, expondo o papel da LSA e das instruções e orientações da CVM.

CAPÍTULO I – O MERCADO DE CAPITAIS, SEUS AGENTES E AS TRANSAÇÕES COM PARTES RELACIONADAS

1.1 O mercado de capitais no Brasil

O mercado de capitais é o ambiente no qual investidor e companhia se relacionam através da transferência de recursos daquele para este em forma de investimento. Nesse sentido, o investidor terá direito a um título, podendo ser título de dívidas ou patrimoniais. No caso do título de dívida, o investidor empresta determinada quantia para a empresa e recebe no futuro com acréscimo de juros. De outro lado, no caso do título patrimonial, o investidor se torna sócio da companhia, passando a fazer jus a todos os direitos e deveres referentes a tal condição. Nesse sentido, a CVM, em sua obra Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro, destaca:

Conceitua-se o mercado de capitais, portanto, como o segmento financeiro em que são criadas as condições para que as empresas captem recursos diretamente dos investidores, através da emissão de instrumentos financeiros, com o objetivo principal de financiar suas atividades ou viabilizar projetos de investimentos.⁷

Essas características fazem com que mercado de capitais configure-se como um instrumento relevante na economia moderna ao passo que propicia um ambiente que pode ser benéfico tanto aos investidores quanto ao desenvolvimento das companhias. Tal desenvolvimento pode, potencialmente, produzir benefícios não apenas entre as partes (companhia e investidor), mas para a sociedade como um todo através, por exemplo, da geração de empregos e oferta de serviços. No caso brasileiro, possui potencial para se constituir como uma fonte alternativa e complementar aos recursos empregados pelo Estado no desenvolvimento nacional, já que este é historicamente o maior responsável pelo emprego de recursos para fomentação das atividades empresariais no Brasil.⁸

Cabe destacar que o mercado valores mobiliários tinha pouco espaço no ambiente de negócios brasileiro até a década de 1960. Diversos mecanismos e regulamentos eram ultrapassados dificultavam o acesso à bolsa de valores, seja pelos corretores que possuíam cargos vitalícios e eram nomeados pelo governo, seja pela dificuldade no acesso a informações ligadas aos respectivos valores mobiliários – demonstrações financeiras, por exemplo, não eram

⁷ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro**. 4. ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2019, p. 35.

⁸ TORRES FILHO, Ernani Teixeira; COSTA, Fernando Nogueira. **Economia e Sociedade**, v. 21, n. especial, 2012, p. 975-1009.

obrigatórias. Assim, os brasileiros buscavam, quase que exclusivamente, concentrar seus investimentos em ativos reais.⁹

A partir da década de 1960, houve um esforço do governo para desenvolver o mercado de capitais. Esse esforço deu origem a diversos dispositivos legais que dispunham desde incentivos fiscais que favoreciam os investidores até a criação do Banco Central do Brasil. Ocorre que a combinação dos incentivos legais com a falta de educação financeira, especialmente a respeito do mercado de capitais, teve um efeito desastroso. A procura de pequenos investidores na bolsa pela especulação e fuga de impostos fez com que uma bolha fosse formada, que acabou por gerar grandes prejuízos na década de 1970 – especialmente aos pequenos investidores, conforme bem observou Ana Carolina Rodrigues:

Assim, até o início dos anos de 1970, o mercado de valores mobiliários vivenciou dois momentos antagônicos, quais sejam, um estado de dormência até a metade da década de 1960 e um *boom* no início da década seguinte. Em outras palavras, quando finalmente o pequeno investidor passou a mobilizar sua poupança para a aplicação no mercado de capitais, o resultado foi desastroso. Nitidamente, essa trajetória do mercado de capitais brasileiro abalou de forma negativa sua credibilidade perante o público investidor, sobretudo, os investidores não profissionais.¹⁰

Buscando dar uma resposta à crise, foram desenvolvidos mecanismos no sentido de (i) regular as atividades exercidas pelas companhias, especialmente as que precisam de grandes quantidades de capital para desenvolver suas atividades e (ii) centralizar a regulação e fiscalização do mercado de capitais como um todo. Para tanto, foram promulgadas a lei das Sociedades Anônimas (Lei nº 6.404/1976) e a Lei nº 6.385/1976, esta que teve por objeto a criação da CVM e as disposições acerca do funcionamento do mercado de capitais. Nessa mesma década também foi fundada a ABRASCA – Associação Brasileira das Companhias Abertas.

Não obstante os esforços regulatórios para dar maior segurança aos investidores através de regras e informações mais claras e precisas, o mercado de capitais não avançou nos anos seguintes, de modo que, em 1990, a soma do valor das ações das empresas listadas na bolsa de valores representava 3,3% do Produto Interno Bruto brasileiro. Pode-se dizer que o principal

⁹RODRIGUES, Ana Carolina. A evolução do mercado de capitais brasileiro e o perfil do acionista minoritário no Brasil. **Revista Jurídica da Presidência**, v.14, n. 13, 2012, p. 405.

¹⁰Ibid., p. 405.

motivo dessa estagnação tenha sido o cenário econômico desafiador, com hiperinflação e o fracasso de diversos planos econômicos.¹¹

A década de 90, no entanto, a economia melhorou significativamente com o plano real e o consequente controle da inflação. Foram realizadas diversas privatizações em múltiplos setores, acarretando uma abertura econômica sem precedentes. O resultado, embora tenham sido observadas também medidas adversas, como a exacerbação do poder do controlador através de alteração na Lei das Sociedades Anônimas e de um imposto (CPMF) sobre transações, foi um crescimento de 3000% em dólares do mercado de capitais brasileiro entre 1991 e 1997.¹²

Nos anos seguintes, houve uma fuga de investidores estrangeiros por conta do cenário macroeconômico e das referidas alterações legislativas que retiravam determinados direitos dos minoritários e implementavam um custo fiscal mais elevado. Para recuperar esse capital, a década de 2000 foi marcada pela volta dos direitos dos minoritários aos dispositivos da Lei das S.A. e da exclusão da CPMF sobre operações no mercado de capitais, bem como pela criação dos níveis 1 e 2 de governança da B3. Cabe destacar que recentemente foi criado o mercado como o nível de governança mais alto da B3 que, dentre outras características, impõe que as empresas que desejam ser listadas nele possuam apenas ações ordinárias.¹³

1.2 Comissão de Valores Mobiliários

A Comissão de Valores Mobiliários, nos termos da Lei nº 6.385/1976, conforme alterada pela Lei nº 10.411/2002, configura-se como uma autarquia em regime especial que, embora vinculada ao ministério da fazenda, possui independência, tendo por finalidade a fiscalização e o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro. Nesse sentido, seus dirigentes gozam estabilidade em seus mandatos, bem como a própria autarquia possui autonomia financeira e orçamento próprio.¹⁴

¹¹A História do Mercado de Capitais do Brasil. **CODEMEC**. Disponível em: <http://codemec.org.br/historia-mercado-de-capitais-brasil/>. Acesso em: 31 maio 2022.

¹²Ibid.

¹³Ibid.

¹⁴COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro**. 4. ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2019, p. 60.

Ainda, a administração da CVM possui uma estrutura com cinco diretores, sendo um deles o diretor presidente. Como mencionado, tais diretores possuem mandato, o qual dura um período de cinco anos, sendo vedada a recondução. Além disso, a estabilidade de tais diretores é garantida ao passo que os mesmos só perderão seus mandatos em virtude de (i) renúncia, (ii) condenação judicial transitada em julgado ou (iii) processo administrativo disciplinar.

A CVM, dessa maneira, pode ser entendida como um agente imprescindível para garantir que os investidores como um todo tenham as informações e condições necessárias para que possam participar do mercado de capitais em condições de paridade entre si. Essa percepção se dá ao passo que a referida autarquia possui, por determinação legal, o poder de regular e também o de fiscalizar, conforme passagem da obra publicada pela própria autarquia:

Ao lado das atribuições, a Lei ofereceu à CVM os meios materiais e institucionais necessários ao cumprimento de sua missão, notadamente: o poder nominativo, através do qual a CVM regula a atuação dos diversos agentes do mercado; e o poder punitivo, através do qual, assegurado o direito de ampla defesa, permite a penalização de quem descumpra as normas baixadas pelo órgão ou de quem pratica atos fraudulentos no mercado.¹⁵

Dessa forma, a CVM possui participação decisiva na regulação e fiscalização das transações com partes relacionadas que ocorrem nas companhias abertas, inclusive nas com controle definido. A atuação ocorre, conforme passagem acima, através da elaboração de normas, da fiscalização e, em última instância, da aplicação de punições.

Cabe destacar que tais normas e instruções são desenvolvidas em conjunto com outros agentes que participam do mercado e contribuem, especialmente através de sugestões em audiências públicas realizadas pela CVM, para a elaboração de um regulamento que seja positivo para o desenvolvimento do mercado de capitais como um todo.

1.3 A bolsa de valores e a preponderância da B3 no Brasil

No que pese os mercados regulamentados de valores mobiliários também compreenderem as modalidades de mercado de balcão e o mercado de balcão não-organizado, conforme Instrução CVM nº 461, o presente estudo se limitará à análise de empresas listadas e negociadas na bolsa de valores. A bolsa de valores pode ser entendida, na prática, como o local no qual os

¹⁵Ibid., p. 60.

investidores realizam operações com valores mobiliários, podendo ser compra, venda, subscrição, entre tantas outras existentes na atualidade. Nesse sentido, tem o objetivo primordial de oferecer soluções adequadas às necessidades que os investidores possuem para a realização de negócios envolvendo valores mobiliários.

Conforme determinação do artigo 16 da Lei nº 6.385/1976, a atividade desenvolvida pela bolsa de valores depende de autorização prévia da CVM. Também compete à CVM, conforme artigo 18 da referida lei, entre outras atribuições, elaborar normas acerca do exercício de poder disciplinar que a bolsa de valores poderá exercer sobre aqueles que nela negociam seus valores mobiliários.

Em síntese, a definição de bolsa de valores, no Brasil, segundo Carlos Eduardo Vergueiro, é a seguinte:

São Bolsas de Valores no Brasil as entidades privadas (1) que, detentoras de direitos e deveres (2), atuam sob a supervisão e autorização da Comissão de Valores Mobiliários (3), facilitando o encontro de pessoas interessadas em comprar ou vender valores mobiliários, a partir da manutenção de mercados para tanto (4), nos quais coexiste o poder de fiscalização das próprias Bolsas de Valores com a Comissão de Valores Mobiliários.¹⁶

No Brasil, a BOVESPA, atualmente B3 – Bolsa, Brasil, Balcão – há aproximadamente duas décadas é o ambiente que concentra todas as negociações – relacionadas à bolsa de valores – envolvendo a negociação de valores mobiliários. Nesse sentido, possui, dentre outras, as seguintes obrigações: (i) aprovação de regras pertinentes à organização e funcionamentos dos mercados por ela administrados (art. 15, Instrução CVM nº 461/2007); e (ii) Auto-Regulação dos mercados de valores mobiliários sob sua responsabilidade (art. 42, Instrução CVM nº 461/2007). Tais normas e funções se mostram oportunas no tratamento e regulação das transações envolvendo partes relacionadas e serão tema de análise no capítulo II deste estudo.

Nos últimos anos, a B3 recebeu um número sem precedentes de novos investidores pessoas físicas. Em dezembro de 2017, a B3 contava com 700.000 pessoas físicas negociando ações; em dezembro de 2021, esse número saltou para 4.200.000 de investidores pessoas físicas, sendo 1.500.000 de novos investidores apenas no ano de 2021. Para se ter uma ideia, de 2011

¹⁶VERGUEIRO, Carlos Eduardo. As Bolsas de Valores como um fenômeno comercial. **Revista da Faculdade de Direito**, v. 98, p. 209-220, 2003, p. 209-220.

até dezembro de 2017, o número de pessoas físicas passou de 500.000 para 700.000, ou seja um crescimento 17,5 vezes menor.¹⁷

Ainda de acordo com os dados disponibilizados pela B3, os investidores pessoas físicas possuíam um total de R\$ 501 bilhões, sendo que 66% desse valor era de titularidade de pessoas físicas que estavam na bolsa antes de 2016. Outro dado que chama a atenção é a representatividade das pessoas físicas no volume de negociações da b3: 1,5 milhão de investidores realizaram pelo menos uma operação envolvendo ações por mês, o que representa 35,7% do total contra 20% do que representava em 2011.¹⁸

Do exposto, extrai-se que muitos dos novos investidores na bolsa possuem um capital menor e negociam de forma ativa. Esse perfil costuma estar menos preparado para avaliar quais investimentos são adequados para seus objetivos e, em geral, mostra-se mais exposto às especulações. Dessa maneira, a B3 e a própria CVM têm, através desse perfil de investidor, desafio e responsabilidade ainda maiores na regulamentação e fiscalização do mercado, o que inclui de forma destacada a transação com partes relacionadas em companhias com controle definido.

1.4 Sociedades por Ações negociadas em bolsa

As sociedades anônimas se caracterizam por ser a forma de organização societárias mais apropriada para o desenvolvimento de atividades que demandam investimentos de grande magnitude. Isso pois, além de possibilitar aos seus sócios a composição do valor necessário para desenvolver determinado empreendimento, viabiliza a divisão dos riscos. Sobre a viabilização de captar vultuosas quantias e as características das Sociedade por ações:

O poder de concentração financeira das s.a. não encontra paralelo em nenhuma outra instituição. Sua força expansiva decorre de peculiaridades, já referidas, e ausentes em qualquer outro tipo societário, ou sejam: 1 °) a limitação da responsabilidade de todos os sócios e da própria sociedade - o que torna possível prefixar os riscos do empreendimento e mobilizar pessoas que nunca se viram, sem nenhuma "affectio societatis", e das quais a sociedade também não precisa tomar conhecimento porque não é alcançada por execuções ou responsabilidades em que incidam os partícipes (diversamente do que ocorre com os demais tipos societários); 2 °) as participações

¹⁷UMA análise da evolução dos investidores na B3. **B3**. Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/5fd7b7d8-54a1-472d-8426-eb896ad8a3c4/0f17d78c-2ac4-4092-7f1e-55870f190067?origin=1>. Acesso em: 06 de junho de 2022.

¹⁸Ibid.

sociais são incorporadas em documentos ou contas ("coisificadas", como já foi dito) livremente transferíveis, e que circulam com as características dos títulos de crédito, os conhecidos valores mobiliários ou ações, que gozam da autonomia e literalidade das obrigações cambiais; 3º) os valores mobiliários instrumentam a dispersão do risco empresarial, entre milhares e mesmo milhões de pessoas, tomando possível a mobilização ilimitada de capitais e a realização de tarefas e objetivos antes impensáveis (a não ser por via estatal); 4º) de par com a livre disponibilidade do investimento, é oferecido ao investidor o atrativo lúdico do jogo de bolsa.¹⁹

A criação desse modelo de organização societária remonta ao século 16, que inicialmente teve por objeto a viabilização e financiamento de grandes projetos estatais, tanto bélicos quanto comerciais. No Brasil, assim como nos demais países em geral, houve 3 fases históricas a respeito da possibilidade de se constituir uma sociedade anônima, conforme verificado por Fabio Ulhoa:

A doutrina divide a trajetória histórica das sociedades anônimas em três períodos: outorga, autorização e regulamentação. No primeiro, a personalização e a limitação da responsabilidade dos acionistas eram privilégios concedidos pelo monarca e, em geral, ligavam-se a monopólios colonialistas. No segundo período, elas decorriam de autorização governamental. No último, bastavam o registro, no órgão próprio, e a observância do regime legal específico.²⁰

O artigo 1º da LSA define as sociedades anônimas como aquela que possui (i) o capital social dividido em ações e (ii) a responsabilidade dos referidos sócios limitada ao preço de emissão das ações subscritas ou adquiridas. Essas duas características são adequadas às finalidades de concentrar uma quantidade elevada de capital e limitar os riscos patrimoniais. Ainda, as companhias podem ser abertas ou fechadas, de acordo com a habilitação ou não de seus papéis para negociação no mercado de bolsa ou balcão.

1.5 O acionista controlador e o minoritário

No que diz respeito aos títulos que o investidor pode acessar através do mercado de capitais, o mais relevante para o presente estudo é o título patrimonial, a ação, que nada mais é que uma parcela do capital social da sociedade. Nesse sentido, o indivíduo que detém mesmo que apenas uma ação de determinada sociedade também é sócio da mesma e possuirá todos os direitos a ela conferidos, embora tais direitos não signifiquem que o acionista possa efetivamente influir no rumo da companhia. A influência na administração da companhia está ligada, em geral, à quantidade e à espécie de ações possuídas.

¹⁹LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Op. cit., p. 15.

²⁰COELHO, Fábio Ulhoa. Op. cit., p. 81.

Dentre as espécies de ações, destacam-se as ordinárias e as preferenciais. Conforme disposto na LSA, no caso da primeira, o acionista não terá direitos adicionais e nem poderá ter seus direitos limitados. Nas preferenciais, no entanto, há a possibilidade de extensão dos direitos, através de determinadas medidas que beneficiem o investidor por meio de dividendos, mas também da limitação, como das companhias que restringem o direito a voto nas assembleias aos ordinaristas.

O fato de as ações preferenciais serem costumeiramente negociadas sem direito a voto tem feito com que elas tenham sido preteridas por investidores minoritários que temem ficar sem possibilidade de defesa frente a eventuais abusos do poder controle pelo acionista controlador. Senão vejamos:

As ações preferenciais sem direito a voto representam, cada vez mais, um instrumento ineficiente de captação de recursos pela sociedade anônima. Desde o início do século, normalmente só tem conseguido captar recursos no mercado de valores mobiliários a companhia aberta que oferece aos investidores ações ordinárias (votantes) de sua emissão.²¹

Aliás, acionista controlador é aquele que detém, de forma permanente, quantidade suficiente de ações votantes para deliberar sem a necessidade da anuência dos demais, além da capacidade de eleger a maioria da administração, o que, em geral, ocorre quando da titularidade de uma quantidade superior a 50% das ações com direito a voto. Por fim, há a necessidade de o acionista utilizar a suas ações para efetivamente exercer o poder de controle. Nesse sentido, Nelson Eizirik pontua:

Como se verifica, a identificação do acionista controlador pressupõe a presença cumulativa de três requisitos: a) a predominância de votos nas assembleias gerais, com a eleição da maioria dos administradores; b) a permanência dessa predominância; e c) o uso do efetivo poder de dominação.²²

Por conseguinte, como minoritários podem ser classificados os demais acionistas. Deve-se destacar que o acionista que possui mais de 50% das ações e não exerce o poder de controle não pode ser considerado controlador. Para tanto, faz-se necessário o efetivo exercício do poder de controle. Pense-se, por exemplo, na hipótese de um fundo de investimentos adquirir mais de 50% das ações votantes sem, no entanto, utilizá-las para eleger a administração e influir no dia a dia da companhia. Nesse caso, tal fundo não poderá, nos termos da LSA, ser considerado acionista controlador.

²¹ COELHO, Fábio Ulhoa. Op. cit., p. 117.

²²EIZERIK, Nelson et al. **Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais**. São Paulo: Editora Quartier Latin do Brasil, 2010..

Possuir o controle da companhia, no entanto, não legitima os controladores a tomarem quaisquer medidas. Serão legítimas as ações tomadas em consonância com o objeto social da companhia, com o objetivo de atender aos interesses dos acionistas e colaboradores como um todo e, portanto, da própria sociedade. Além disso, os atos devem buscar atender à função social da sociedade, conforme parágrafo único do art. 116 da LSA. De outra forma, o controlador estará abusando de seu poder de controle e poderá responder pelos seus atos, conforme preceitua o art. 117 da LSA e Instrução CVM nº 491, de 22 de fevereiro de 2011.

Pode-se dizer, então, que o abuso do poder de controle tem duas possíveis origens, conforme será aprofundado no capítulo II do presente estudo. A primeira delas é a transgressão à função social através de medidas tomadas pelo controlador. A função social diz respeito ao relacionamento da companhia com a sociedade e a função que ela deve exercer, qual seja, desempenhar suas atividades em harmonia e de forma colaborativa com a sociedade na qual se insere, conforme observado por Comparato:

No Brasil, a lei de sociedade por ações de 1976 veio consagrar, ao que parece definitivamente, o abandono da teoria do exclusivo atendimento dos interesses acionários e, até mesmo, dos interesses intra-empresariais em seu conjunto, como objetivo da atuação de controladores e administradores. Na forma do parágrafo único do art. 116, assim como na expressão de uma modalidade de abuso de poder, constante da alínea *a* do art. 117, §1º, vem imposto o respeito aos interesses da “comunidade”, ou da “economia nacional”. No art. 154, definindo-se a finalidade das atribuições administrativas, assinalam-se “as exigências do bem público e da função social da empresa.”²³

A segunda maneira de abuso de poder de controle, que tem até maior relevância para o presente estudo, diz respeito justamente ao interesse da companhia. O interesse da companhia é o desenvolvimento do seu objeto social de modo a promover a geração de lucros, de acordo com a função social e demais obrigações legais, a serem repartidos pelos sócios. Nesse sentido, o controlador que atuar em benefício próprio ou de terceiro em detrimento do interesse da companhia estará abusando de seu poder de controle. Nesse sentido, cabe destacar mais uma passagem de Comparato:

Mas o interesse social não é redutível a qualquer interesse dos sócios e sim, unicamente, ao interesse comum de realização do escopo social. A comunhão de interesse existe tanto na sociedade quanto na comunidade. A especificidade da sociedade resulta do fato de ser ela uma comunhão voluntária de interesses distinta, portanto, não só da meramente incidente (ou acidental) que ocorre, por exemplo, na

²³COMPARATO, Fábio Konder; FILHO SALOMÃO, Calixto. **O Poder de Controle na Sociedade Anônima**. 5. ed. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2008, p. 371.

avaria comum, como também comunhão necessária. Ora, quem diz comunhão voluntária, refere-se, implicitamente, a um escopo ou objetivo. Os sócios reúnem-se para a realização de um objetivo comum. O interesse social consiste, pois, no interesse dos sócios à realização desse escopo. Daí a possibilidade de existência de um conflito entre sócio e sociedade, na medida que aquele persegue, enquanto sócio, objetivos diversos desse escopo comum.²⁴

Desse modo, verifica-se que as transações com partes relacionadas em companhias com controle definido podem – e estão – muitas vezes relacionadas ao (abuso do) poder de controle. Isso se deve, em muito, pelo perfil das companhias abertas no Brasil que, embora tenha apresentado uma evolução nos últimos anos, ainda carecem de uma governança adequada para oferecer maior transparência aos investidores minoritários.

Antes de mapear melhor o perfil das companhias no Brasil, cabe destacar que a figura do acionista controlador não é, a princípio, um mau sinal. Pelo contrário, como será demonstrado no decorrer deste trabalho, companhias com controle definido possuem, em muitos casos, vantagens que levam a uma performance maior, oferecendo um retorno superior aos investidores – inclusive aos minoritários. Senão vejamos:

O titular do controle exerce a soberania societária. Não vai nisto nenhuma aberração. Ao contrário, a existência de um direito de controle representa um elemento indispensável na economia social, embora ele não tenha sido sublinhado, como deveria, na estrutura do modelo legal, até o advento da Lei nº 6.404/76. Não há sociedade sem poder, e sem organização do poder – ou seja, sem direito – como salientamos desde as páginas introdutórias.²⁵

Dessa forma, a legislação que será discutida no capítulo II a respeito de transações com partes relacionadas, especialmente em companhias com controle definido, também não deve ser entendida como uma barreira e um combate ao exercício das referidas transações. São, na verdade, resultado de uma busca por medidas que possam promover um ambiente de negócios saudável aos investidores.

1.6 A figura da companhia com controle definido

A despeito de países como Reino Unido e Estados Unidos, no Brasil, a regra é que as companhias possuam um controlador definido com mais de 50% do capital votante, ou seja, um controlador majoritário. São duas modalidades de poder de controle que englobam a grande

²⁴ COMPARATO, Fábio Konder; FILHO SALOMÃO, Calixto. Op. cit., p. 381-382.

²⁵ ²⁵ COMPARATO, Fábio Konder; FILHO, Calixto Salomão. **O Poder de Controle na Sociedade Anônima**. 5. Ed. 2ª tiragem. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2008. P. 363.

maioria das companhias listada: (i) totalitário e (ii) majoritário. Nesse sentido, explana Fábio Ulhôa Coelho:

No Brasil, as companhias sempre foram, e ainda são, muito diferentes das dos Estados Unidos no que diz respeito ao poder de controle. De um lado, é significativa a presença de subsidiárias de empresas sediadas nos países centrais do sistema capitalista. O seu capital social representa, basicamente, o investimento da multinacional no país, e, assim, encontra-se sob o controle totalitário da matriz. Por outro lado, as companhias constituídas por iniciativa de capitalistas brasileiros costumam reproduzir a cultura empresarial centralizadora e assumem, muitas vezes, a forma de empresas familiares, em que se sobrepõem laços de parentesco e relações societárias.²⁶

Diz-se a despeito de países como Reino Unido e Estados Unidos, pois nestes países o comum é o oposto do que ocorre em território brasileiro. Ou seja, há mais companhias com capital difuso ou até mesmo pulverizado do que companhias com capital votante concentrado de forma majoritária ou totalitária.²⁷

²⁶COELHO, Fábio Ulhoa. *Op. cit.*, p. 277.

²⁷BERLE, Adolf; MEANS, Gardiner. **The modern corporation and private property** New York: MacMillan, 1932.

CAPÍTULO II – EVOLUÇÃO DA LEGISLAÇÃO CONCERNENTE ÀS TRANSAÇÕES COM PARTES RELACIONADAS NO BRASIL

2.1 Lei das S.A

As sociedades anônimas, por força do artigo 1089 do Código Civil de 2002, são regidas por lei especial – a LSA – e apenas subsidiariamente pelo Código Civil. A LSA, por sua vez, possui diversos artigos que tratam direta ou indiretamente das transações com partes relacionadas. Tais artigos definem princípios, obrigações e responsabilidades de administradores, controladores, sociedades do mesmo grupo e demais partes relacionadas em eventuais transações que possam realizar com a companhia.

Uma vez mais, destaca-se que tais agentes – as partes relacionadas – não estão proibidos de realizar transações com a companhia. Pense-se, por exemplo, no caso de uma companhia que desenvolve produtos exclusivos para indivíduos com alto poder aquisitivo. É natural, nesse caso, que o próprio controlador, administrador ou outra parte relacionada – pessoa física ou através de sociedade empresária que utilize para exercer o controle – possa vir a comprar uma unidade do produto. Trata-se de um sinal positivo e que pode passar confiança para os clientes e até mesmo para o mercado. No entanto, a contratação deverá ser realizada em condições equitativas em relação aos demais clientes, para que não haja prejuízo à companhia.

2.1.1 *O voto abusivo*

Inicialmente, de forma genérica, o artigo 115 da LSA dispõe que abusivo é o voto que tem por objetivo o prejuízo dos demais acionistas ou da companhia. Assim, conforme pontua Marcelo Lamy Rego, o norte para o voto deve ser sempre o interesse da companhia.²⁸

O §1º do artigo em questão traz hipóteses em que o acionista está proibido de votar. Notabiliza-se a proibição do acionista em votar a aprovação de suas contas como administrador. Além disso, o acionista não poderá votar quaisquer deliberações que possam lhe auferir benefícios – que não serão estendidos aos demais acionistas, ou nas que seus interesses estejam

²⁸LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **Direito das Companhias**. Volume I. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 402.

em conflito com os interesses da companhia. O acionista também não poderá votar sobre o laudo que avalia os bens que têm contribuem para o capital.

Adiante, os §§3º e 4º tratam da responsabilização do acionista que agir em desacordo com o caput e o §1º do artigo 115 da LSA. O §3º prevê que o acionista deverá arcar com os danos que tiverem sido originados através do exercício abusivo do voto, mesmo que o voto tenha sido vencido. Já o §4º dispõe que o voto do acionista que possui conflito de interesses na matéria em relação à companhia é anulável e o acionista deverá transmitir para companhia as vantagens que tiver acesso em decorrência do voto, além de responder por eventuais danos.

Também importantes são as disposições sobre abuso de poder de controle e conflito de interesses no âmbito da companhia que se encontram nos artigos 116 e 117 da LSA. O artigo 116, em seu parágrafo único, trata do dever do acionista controlador em desenvolver a companhia de acordo com seu objeto social, sempre com respeito aos colaboradores, acionistas e comunidade.

O artigo 117, em seguida, traz um rol exemplificativo de atos que são considerados abuso de poder por parte do acionista controlador. No que diz respeito a transações entre partes relacionadas, deve-se dar especial atenção ao disposto no seu §1º, alínea f:

Art. 117. O acionista controlador responde pelos 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.²⁹

Por fim, há que se destacar, não obstante a influência que o controlador pode exercer, a responsabilidade dos demais órgãos da companhia ao anuírem com os atos ilícitos do controlador. Nesse sentido, o artigo 117, §3º, prevê a responsabilidade solidária do administrador ou fiscal que atuarem em conjunto com o controlador.

No que concerne o Poder de Controle, o §1º do artigo 117, traz outras modalidades que se relacionam com as transações entre partes relacionadas. Nessa seara, a alínea trata da orientação da companhia com o objetivo de lesar interesses nacionais, ou que tenha por objeto

²⁹BRASIL. **Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976.** Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/16404consol.htm. Acesso em: 9 maio 2022.

o benefício de outra sociedade e que prejudique os acionistas minoritários na participação nos lucros. Uma leitura desta alínea combinada com a alínea f pode ser produtiva para se pensar na incompatibilidade de contratos de fachada – entre a companhia e uma sociedade ligada ao controlador, que tenham por único objeto a transferência de lucros da companhia para o controlador – com a LSA.

Destacam-se também as alíneas c e e, que tratam, respectivamente, de alterações estatutárias indevidas e da indução do administrador ou fiscal à prática de ato ilegal, contrário ao interesse da companhia. Por fim, a alínea b que prevê o abuso de controle nos casos de transformação, incorporação, fusão ou cisão da companhia próspera, com o objetivo de obter vantagem indevida, e que prejudique a própria companhia e os acionistas minoritário.

Estas previsões se conectam com as transações entre partes relacionadas, pois, não raro, também estão presentes no contexto dessas transações. Em síntese, as transações entre partes relacionadas realizadas de forma indevida em companhias abertas com controle definido, como será demonstrado no caso concreto objeto de análise do capítulo III, geralmente estão relacionadas com outras práticas de abuso de poder.

2.1.2 O administrador

Verifica-se oportuno expor o que diz a legislação acerca do administrador, uma vez que, como será demonstrado, o administrador possui responsabilidade intimamente relacionadas à fiscalização e à viabilização de transações entre partes relacionadas envolvendo companhias abertas. Além disso, o administrador é um dos meios pelos quais o controlador exerce seu poder de controle. Nesse sentido, Marcelo Lamy Rego ensina:

O poder de controle, embora tenha por fundamento a maioria dos votos nas deliberações da Assembleia Geral, é exercido de modo permanente, independente da realização de assembleia, e não somente através do voto. É também exercido mediante atos de administração (se o controlador é administrador da companhia) e ordens, ainda que indiretas, aos administradores e fiscais (ainda que o controlador não exerça o cargo de administrador eleito).³⁰

³⁰LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Op. cit., p. 427-428.

O artigo 156³¹, que impede a atuação do administrador nos casos em que seu interesse não estiver alinhado com o da companhia, diferencia-se do artigo 120 do Decreto-Lei 2.627, o qual tinha caráter mais proibitivo. Além disso, a própria doutrina e jurisprudência à época atuavam de forma mais proibitiva em relação a este tipo de transação envolvendo partes relacionadas. Sobre a evolução legislativa, Modesto Carvalhosa observa:

O preceito vigente de 1976, ainda que reproduza o princípio contido no diploma de 1940, filia-se a escola inteiramente diversa e deve ser interpretado não mais como proibitivo dos negócios entre companhia e seus administradores, mas permissivo, desde que cumpridos determinados rituais.³²

Objetivamente, Carvalhosa traz quatro requisitos que devem ser constatados para a transação entre partes relacionadas envolvendo administrador (que pode ou não ser também o controlador) estar de acordo com os dispositivos da LSA. São eles: (i) a não intervenção do administrador na deliberação acerca da transação; (ii) a comunicação do seu interesse, nos termos do artigo 156; (iii) a demonstração de que o benefício que irá auferir não prejudicará os negócios da companhia; e (iv) o preço e condições compatíveis com o que é praticado no mercado.³³

Os requisitos iii e iv, na verdade, estão ligados. Isso porque a prática de preços diferenciados seria consequentemente prejudicial à companhia. De forma análoga, se tal transação permitir que o administrador possa realizar o pagamento do preço em condições favoráveis em relação às praticadas no mercado, haverá também prejuízo para a companhia. Em ambos os casos o prejuízo está ligado à possibilidade que a empresa teria de realizar a transação com um terceiro auferindo valor ou condições melhores para companhia como um todo e para os minoritários.

³¹ Art. 156. É vedado ao administrador intervir em qualquer operação social em que tiver interesse conflitante com o da companhia, bem como na deliberação que a respeito tomarem os demais administradores, cumprindo-lhe cientificá-los do seu impedimento e fazer consignar, em ata de reunião do Conselho de Administração ou da diretoria, a natureza e extensão do seu interesse.

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

§2º. O negócio contratado com infração do disposto no §1º é anulável, e o administrador interessado será obrigado a transferir para a companhia as vantagens que dele tiver auferido.

³²CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**. Volume 3. 4 ed. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 316.

³³Ibid., p. 323-324.

Depreende-se, assim, que a parte relacionada que, conforme disposto no artigo supracitado, contrata com a companhia deve ter acesso a condições equitativas em relação aos demais clientes. Caso contrário, fica constatado o prejuízo à sociedade empresária, uma vez que tal serviço ou produto poderia estar lhe rendendo contrapartidas mais interessantes se negociadas com um terceiro “não relacionado”. Ademais, o art. 156 traz também a obrigação do administrador impedido de informar os demais membros do Conselho de Administração e/ou diretoria acerca do seu interesse, de modo a fornecer informações suficientes para que estes possam tomar as medidas cabíveis.

2.1.3 Alguns comentários acerca da constatação do conflito de interesses

Deve-se atentar para a diferença entre o abuso do direito ao voto, o conflito de interesses e o benefício próprio. Começando pelo último, trata-se do desequilíbrio de benefícios que um acionista poderá se fazer valer em relação aos demais acionistas. O exercício abuso do voto ocorre quando o acionista vota com o objetivo de causar dano à companhia ou quando atua no intuito de obter vantagens para si ou para outrem, de modo a causar prejuízo, mesmo que apenas potencialmente, à companhia. Já o conflito de interesses ocorre nos casos em que os interesses do sócio não estão alinhados com os interesses dos demais acionistas e, portanto, da própria companhia.³⁴

Ressalta-se que a avaliação acerca da conveniência do ato do acionista/administrador, ou seja, se há ou não o conflito de interesses, nos termos dos artigos 115 e 156, respectivamente, deve ser realizada caso a caso. No caso concreto, não obstante a limitação imposta pelas regras supracitadas à ação dos acionistas, exceto pelo laudo de avaliação referente à formação do capital e a aprovação de suas próprias contas, a análise ocorre *a posteriori*. Só após o voto do acionista, então, será feita a análise. Compartilha deste entendimento André Camargo:

A ideia por trás dessas regras é limitar a atuação dos acionistas e administradores, em dois planos distintos de disciplina jurídica. Doutrina e jurisprudência têm se inclinado no sentido de que tais conflitos só sejam verificados em cada caso concreto, não em abstrato. Tal conflito, para ser passível de anulação em uma decisão de um acionista ou administrador, teria que ser substancial, efetivo e irreconciliável, com prejuízo ao menos em potencial à sociedade ou a terceiros (demais sócios ou credores) devidamente comprovado. Invalidação de decisões tomadas por acionistas ou administradores, quando vantajosas à companhia, não deveriam ser decretadas.³⁵

³⁴LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Op. cit., p. 412-421.

³⁵CAMARGO, André Antunes Soares de. **Transações entre Partes Relacionadas**: um desafio regulatório complexo e multidisciplinar. São Paulo: Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 2012.

Compartilha do mesmo entendimento Marcelo Lamy Rego:

No entanto, o conflito de interesses na lei brasileira, assim como nas doutrinas alemãs e italiana, é hipótese distinta das demais, apesar de estar relacionada juntamente com as proibições objetivas de voto. Da leitura conjunta do §1º e do §4º do artigo 115, e da interpretação da legislação comparada, entendemos que o conflito de interesses é o caso em que a tutela do interesse social se dá a posteriori, com a análise do caso concreto. Seu resultado é, portanto, a possível anulação do voto (conforme discutido no §107 adiante), e não a nulidade automática, como nos demais casos discutidos nesse §105.³⁶

Daí, o entendimento de que o voto do acionista que possui interesses conflitantes não pode ser considerado nulo no primeiro momento. Trata-se, na verdade, de voto anulável, a depender de análise substancial do voto do acionista, que pressupõe o exercício do mesmo. A mesma interpretação deve ser dada ao artigo 156. Esse entendimento reforça a liberdade da sociedade em contratar com seus administradores e acionistas, desde que em igualdade com as condições de mercado.³⁷

Dito isto, verifica-se que a doutrina é pacífica no que diz respeito à necessidade da análise material do conflito de interesses. No campo jurisprudencial, não é encontrado entendimento distinto. Conforme já pacificado no STJ, o direito ao voto só deve ser afastado em casos de extrema incongruência entre os interesses da companhia e do acionista. Confira-se:

Na verdade, na sociedade comercial há conflitos de interesses e de força, prevalecendo a força do capital, porque isso é inerente à natureza da sociedade. Não existindo um interesse estritamente colidente de um acionista em relação à própria empresa, não há razão para se afastar da votação o acionista, no caso, o majoritário, ficando muito difícil gerir uma sociedade, porque a todo momento se poderia interpretar que tal atitude deste acionista estaria ou não colidindo com o interesse daquela, quando é ele, por ter a maioria do capital, quem toma as decisões.³⁸

Nos casos envolvendo transações entre partes relacionadas, constatado o dano, deve-se, ainda, levar em conta a intenção do controlador ou administrador, que, em muitos casos, não têm por objetivo lesar a companhia. Ocorre que na atividade empresarial os agentes que atuam no âmbito da companhia, sobretudo administradores, diretores e controladores ocupam posições de grande responsabilidade e que estão suscetíveis a erros.³⁹

³⁶LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Op. cit., p. 411.

³⁷Ibid., p. 421-424.

³⁸BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. **REsp nº 131.300/RS**. Relator: Min. Cesar Asfor Rocha – Quarta Turma. Julgamento em: 20 nov. 2020.

³⁹ Conforme entendimento de Luiz Antonio de Sampaio Campos, “a obrigação da administração é de meios, não de resultados. Esse deve ser o padrão de revisão”. Disponível em: < BMA Advogados - Barbosa Müssnich Aragão | Lei 14.195/2021 e os embates entre acionistas minoritários e controladores (bmalaw.com.br)>

Além disso, a dinâmica dos negócios pode fazer com que uma avaliação considerada coerente no passado possa parecer incoerente na atualidade e, por envolver partes relacionadas, gerar conclusões que não condizem com a realidade. Portanto, caso não seja um ato que tenha transgredido uma obrigação objetiva e, ainda, tenha causado danos, deve-se levar em conta fundamentalmente a intenção e a razoabilidade dos atos do administrador ou acionista, e não apenas o resultado.

2.1.4 Sociedades coligadas

A LSA trata, em seus artigos 245 e 246, do conflito de interesses envolvendo sociedades coligadas. Nesse sentido, dispõe o artigo 245 que os administradores não podem tomar decisões que favoreçam uma sociedade coligada, controladora ou controlada, em detrimento da companhia, sob pena de responderem por perdas e danos que ocorram por conta dos atos praticados.

Já os parágrafos 1º e 2º do artigo 246, definem quem possui legitimidade passiva para propor ação de reparação contra danos da sociedade controladora, sendo aptos acionistas titulares de mais de 5% do capital social ou todos os demais acionistas, sendo estes condicionados à prestação de caução pelas custas e honorários do advogado, o qual será devido em casa de improcedência da ação.

Aqui, fala-se no conceito de grupo que, por conta da complexidade que envolve o tema, possui definições diversas pela doutrina. De fato, o conceito de grupo, bem como a forma com a qual costumam se estruturar, guarda relevante complexidade. Contudo, para o presente trabalho, será utilizada a definição dada por Andre Antunes Soares de Camargo, a saber:

[...] ‘Grupo’ será usado como a forma de estruturação econômica, formal ou informal, entre pessoas dotadas ou não de personalidade jurídica, independente da atividade a que se dedicam, podendo se manifestar por meio de participações societárias entrelaçadas das mais variadas formas e desenhos organizacionais, pela realização de negócios jurídicos entre si gratuitos ou onerosos ou até mesmo pela participação de pessoas naturais para exercer cargos administrativos na estrutura alheia, sempre com o intuito de ter, em comum, direção, unidade econômica e objetivos comum. Tal conceito abarca, portanto, relações de coligação, controle e influência na tomada de decisões que envolvem todos os participantes do grupo.⁴⁰

⁴⁰ CAMARGO, André Antunes Soares de. Op. cit., p. 58.

A opção pelo uso desta definição se mostra oportuna uma vez que o autor a desenvolveu a partir de estudo histórico com o objetivo de investigar justamente transações com partes relacionadas com foco nas relações dos chamados grupos. Como se observa, o conceito traz um sentido de unidade para um conjunto de sociedades que, de alguma forma, relacionam-se através de determinada forma de organização societária.

Ademais, não há como deixar de destacar a complexidade que se observa em determinados grupos que possuem desde participações cruzadas até organização em camadas dos veículos de controle. Esse fato dificulta ainda mais a percepção de abusos pelos minoritários de eventuais questões atípicas presentes nos resultados financeiros da sociedade empresária.

Aqui, verifica-se que a LSA buscou tratar de forma mais genérica as questões envolvendo grupos e deixou para a CVM e eventualmente outro agente de mercado a função de definir melhor as questões objetivas e detalhes mais específicos. Tal decisão se mostra adequada ao passo que definições mais aprofundadas na própria LSA poderiam fazer com que alterações futuras – muito comuns e que acontecem com frequência por conta da dinâmica dos mercados – fizessem com que fossem necessárias alterações constantes. Essa característica *per si* faz com que seja mais adequada a delegação da elaboração de regras mais detalhadas pela CVM, uma vez que esta possui maior viabilidade em oferecer uma pronta resposta.

Por fim, a conversão da Medida Provisória nº 1.040, de 2021 (“MP do Doing Business”) na Lei 1.040, de 2021, alterou a LSA, dispondo que a deliberação que trate de transação entre partes relacionadas, a alienação ou a contribuição para outra sociedade empresária de ativos, cujo valor seja superior a 50% (cinquenta por cento) dos ativos totais da companhia, conforme demonstrado no último balanço financeiro, compete privativamente à assembleia geral.

2.1.5 Da divulgação dos resultados

Finalmente, com o advento da Lei 11.638/07, houve significativa alteração na divulgação de resultados das companhias. Isso porque foi incluído o artigo 5º no artigo 177 da LSA, prevendo que as normas sobre demonstrações financeiras expedidas pela CVM deverão seguir os padrões internacionais adotados nos mercados de valores mobiliários de maior destaque.

O objeto da referida Lei já vinha sendo fomentado há algum tempo no Brasil. A CVM, por exemplo, em seu Ofício Circular/CVM/SNC/SEP N° 01/2006 já tratava da importância da compatibilização das normas contábeis praticadas no Brasil com os padrões internacionais.

2.2 Comissão de Valores Imobiliários

No que diz respeito à atuação da CVM, cumpre abordar, inicialmente, a Deliberação CVM n. 26, de 05 de fevereiro de 1986. Conforme mencionado na introdução esta deliberação se insere no contexto de criação de regras e mecanismos em defesa dos investidores minoritários frente aos abusos dos controladores na década de 1980.

A referida deliberação teve por objeto definir critérios mais claros e objetivos acerca da divulgação de informações de transações entre partes relacionadas, sobretudo através das demonstrações financeiras. Percebe-se, assim, o reconhecimento da CVM da necessidade de oferecer aos minoritários informações transparentes e precisas acerca de transações entre partes relacionadas realizadas pela companhia. Aliás, a CVM definiu, na referida instrução normativa, de forma abrangente partes relacionadas, bem como deu a “transações” um rol meramente exemplificativo, conforme abaixo:

Partes relacionadas podem ser definidas, de um modo amplo, como entidades, físicas ou jurídicas, com as quais uma companhia tenha possibilidade de contratar, no sentido lato deste termo, em condições que não sejam as de comutatividade e independência que caracterizam as transações com terceiros alheios à companhia, ao seu controle gerencial ou a qualquer outra área de influência. Os termos ‘contrato’ e ‘transações’ referem-se, neste contexto, a operações tais como: comprar, vender, emprestar, tomar emprestado, remunerar, prestar ou receber serviços, condições de operações, dar ou receber em consignação, integralizar capital, exercer opções, distribuir lucros etc.⁴¹

Em seguida, a deliberação seguiu tratando da definição de parte relacionada, com ênfase na relação econômica que confere a um indivíduo ou sociedade coligada ingerência nas decisões da companhia. Além disso, a deliberação destacou que a divulgação deverá ter maior ou menor destaque a depender dos seguintes fatores:

- (i) Se a transação foi efetuada em condições semelhantes às que seriam aplicadas entre partes não relacionadas (quanto a preços, prazos, encargos, qualidade etc.) que contratassem com base em sua vontade e em seu melhor interesse, e (ii) se as

⁴¹COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Deliberação CVM 560, de 11 de dezembro de 2008**. Aprova o Pronunciamento Técnico CPC 05 do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, que trata das Divulgações sobre Partes Relacionadas. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/deliberacoes/anexos/0500/deli560.pdf>. Acesso em: 9 maio 2022.

transações por si ou por seus efeitos afetam ou possam vir a afetar, de forma significativa, a situação financeira e/ou os resultados e sua correspondente demonstração, das empresas intervenientes na operação.

Percebe-se que os critérios tiveram por objeto a análise da paridade de contratação entre partes relacionadas em relação a terceiros. Além disso, buscou-se avaliar o impacto que a transação teria nos resultados da companhia a serem refletidos na demonstração financeira.

Em 2002, a CVM elaborou uma cartilha contendo suas recomendações sobre governança corporativa. No item III.4, encontravam-se as transações entre partes relacionadas. Dentre as recomendações, destacam-se as seguintes: (i) importância do conselho de administração certificar-se de que as informações acerca da transação constam de forma transparente nas demonstrações financeiras; (ii) que a transação foi formalizada de forma escrita; (iii) o respeito às condições de mercado; (iv) a proibição através do estatuto da companhia de transações entre partes relacionadas de contratos de prestação de serviços com remuneração baseada em faturamento/receita, bem como contratos de mútuo.⁴²

Observa-se, conforme indicado pela CVM, que as medidas tiveram o intuito de fomentar o desenvolvimento de boas práticas reconhecidas internacionalmente no mercado brasileiro. Para tanto, conforme destacado pela própria CVM, foi necessária uma adaptação para o contexto brasileiro, que é representado pela predominância das companhias com controle definido. Tais práticas objetivaram proteger o acionista minoritário de eventuais abusos de administradores e/ou controladores, reconhecendo, uma vez mais, sua posição de fragilidade.

No ano de 2006, Ofício circular n. 1 foi editado com o objetivo de alertar e orientar o mercado acerca das normas de contabilidade que devem ser observadas pelas companhias abertas. O referido ofício, assim como a cartilha supracitada, insere-se no contexto de adaptação e inserção de padrões internacionais ao mercado brasileiro. As regras internacionais consideradas pela CVM foram aquelas emitidas pelo IAS (*Internacional Financial Reporting Standards*) – IFRS.

O item 19 do referido Ofício tratou das divulgações de partes relacionadas, reconhecendo a complexidade que envolve as transações realizadas neste contexto, sobretudo no que diz

⁴²COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa, de junho de 2002**. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0001/3935.pdf>. Acesso em: 9 maio 2022.

respeito à disponibilidade de informações aos minoritário e a dificuldade dessas operações contribuírem tanto quanto as demais para a criação de valor para companhia.

Nesse sentido, o Ofício n. 1, além de reforçar as disposições previstas na deliberação CVM nº 26/86 e na cartilha de recomendações sobre governança corporativa de 2002, indicou algumas tomadas de decisões que, no entender da CVM, mostraram-se equivocadas nas companhias. Ressaltou, assim, que as companhias estavam dando atenção maior aos valores envolvidos em transações com partes relacionadas, mas se esquecendo de dar igual importância ao contexto no qual as transações foram realizadas, bem como à precificação e à descrição do relacionamento existente entre companhia e a parte envolvida. Ainda, o ofício indicou que notas explicativas genéricas não satisfazem a obrigação de esclarecimento acerca do preço e condições deste tipo de transação.⁴³

Na mesma toada do Ofício n. 1 e da cartilha contendo recomendações sobre governança corporativa, que buscaram aproximar as práticas de governança no Brasil com as que são praticadas internacionalmente, através da Lei n. 11.638/07, o Brasil passou a adotar oficialmente o IFRS. Para melhor adequação, a Lei n. 11.638 alterou a Lei do Mercado de Valores Mobiliários para inclusão do artigo 10-A, que dispõe:

Art. 10-A. A Comissão de Valores Mobiliários, o Banco Central do Brasil e agências reguladoras poderão celebrar convênio com entidade que tenha por objeto o estudo e a divulgação de princípios, normas e padrões de contabilidade e auditoria, podendo, no exercício de suas atribuições regulamentares, adotar, no todo ou em parte, os pronunciamentos e demais orientações técnicas emitidas.⁴⁴

O órgão escolhido foi o Comitê de Pronunciamentos Contábeis, o qual elaborou o Pronunciamento Técnico CPC n. 05. O referido Pronunciamento foi integralmente aprovado pela Deliberação CVM nº 560/08, tornando-se obrigatório para as companhias e revogando integralmente as disposições da Deliberação CVM nº 26/86.

O item 6 é o que melhor exprime as mudanças trazidas, pois destaca que na divulgação de transações entre partes relacionadas “a atenção deve ser dirigida para a substância e não,

⁴³COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Ofício-circular/CVM/SNC/SEP Nº 01/2006, de 22 de fevereiro de 2006.** Disponível em: https://sistemas.cvm.gov.br/port/atos/oficios/OFICIO-CIRCULAR-CVM-SNC-SEP-01_2006.asp. Acesso em: 9 maio 2022.

⁴⁴COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Op. cit., 2006.

meramente, para sua forma”⁴⁵. Aqui, em continuidade ao Ofício Circular n. 01, busca-se chamar a atenção das companhias para a necessidade de, no momento da divulgação, contextualizar a transação entre partes relacionadas, bem como expor as condições que possam comprovar que a transação foi realizada em termos equitativos aos praticados no mercado.

A Deliberação CVM 560/08 foi revogada e substituída pela Deliberação CVM 642/10. Todavia, esta não realizou mudanças da magnitude das que foram percebidas naquela, prevalecendo a preponderância da substância sobre a forma. Na verdade, trata-se de uma revisão, por meio de aprovação de um novo Pronunciamento Técnico, o Pronunciamento Técnico CPC 05 (R1), que aprimorou o anterior.

Por fim, quanto à responsabilidade dos administradores especificamente nas operações de fusão, incorporação e incorporação de ações, deve-se observar as disposições contidas no Parecer de Orientação CVM nº 35, de 1 de setembro de 2008. Conforme falado, as disposições presentes na LSA aplicáveis às relações entre partes relacionadas são, por vezes, genéricas. Desse modo, reconhecendo o risco de estas operações não ocorrerem de forma comutativa, o Parecer de Orientação nº 35 tem por finalidade trazer concretude a tais disposições.⁴⁶ O referido Parecer, portanto, traz os seguintes procedimentos que devem ser observados pelos administradores:

- 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 fundamentadas e os respectivos

⁴⁵ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Deliberação CVM 560, de 11 de dezembro de 2008.** Aprova o Pronunciamento Técnico CPC 05 do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, que trata das Divulgações sobre Partes Relacionadas. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/deliberacoes/anexos/0500/deli560.pdf>. Acesso em: 9 maio 2022.

⁴⁶ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Parecer de Orientação CVM nº 35, de 1ª de setembro de 2008.** Deveres fiduciários dos administradores nas operações de fusão, incorporação e incorporação de ações envolvendo a sociedade controladora e suas controladas ou sociedades sob controle comum.

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. Além disso, seguindo a experiência internacional acerca da interpretação dos deveres fiduciários dos administradores, a CVM recomenda que: i) um comitê especial independente seja constituído para negociar a operação e submeter suas recomendações ao conselho de administração, observando as orientações contidas no parágrafo anterior; ou ii) a operação seja condicionada à aprovação da maioria dos acionistas não-controladores, inclusive os titulares de ações sem direito a voto ou com voto restrito. Na formação do comitê especial independente acima referido, a CVM recomenda a adoção de uma das seguintes alternativas: 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.⁴⁷

Pelo exposto, e conforme falado anteriormente, a LSA trata das transações entre partes relacionadas através de normas mais abstratas; a CVM, por sua vez, tem o papel de trazer concretude para tais normas. Essa é uma maneira de fazer com que a regulação deste tipo de transação possa ser mais dinâmica, uma vez que é possível encontrar maior agilidade em mudanças e aperfeiçoamentos trazidos pela CVM do que no caso de alteração da LSA.

2.3 B3 – Bolsa, Brasil, Balcão

No Brasil, por força §1º do artigo 17 da Lei do Mercado de Valores Mobiliários, as bolsas de valores, as bolsas de mercadorias e futuros, as entidades do mercado de balcão organizados e as entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários estão obrigadas, como órgãos auxiliares da Comissão de Valores Mobiliários, a fiscalizar os membros do mercado de capitais e as operações que estes realizam com valores mobiliários através da respectiva bolsa. A B3, que se configura basicamente como um monopólio, tem a tarefa de aplicar esse poder de autorregulação.⁴⁸

⁴⁷ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Parecer de Orientação CVM nº 35, de 1ª de setembro de 2008.** Deveres fiduciários dos administradores nas operações de fusão, incorporação e incorporação de ações envolvendo a sociedade controladora e suas controladas ou sociedades sob controle comum.

⁴⁸BRASIL. **Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976.** Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/16385.htm. Acesso em: 9 maio 2022.

A B3 atua tanto na regulação das companhias que possuem o interesse ter o seu papel negociado por ela por ela, como na fiscalização das práticas das companhias que já possuem autorização e nela são negociadas. Aqui, vamos dar maior atenção às disposições referentes às regras aplicáveis e a fiscalização realizada pela B3 em relação às companhias que já são negociadas em bolsa.

Nesse contexto, a B3 possui atualmente três principais níveis de governança nos quais as companhias estão listadas, quais sejam: (i) Nível 1; (ii) Nível 2; e (iii) Novo Mercado. O Novo Mercado é o nível mais recente da B3 e o que possui regras de governança mais rígidas. Além disso, a B3 possui índices de governança que, a partir de critérios objetivos, destaca as companhias que possuem boas práticas das demais, o que pode influenciar a análise de investidores.

Em cada um dos níveis, a B3 realiza exigências adicionais às exigências legais, sendo que o maior número delas, como dito, concentra-se no novo mercado. Dentre as exigências, há a disposição determinando que as ações que compõem o capital social, no referido nível de governança, podem ser apenas ações ordinárias. Assim, todos os acionistas que investirem em empresa listada no novo mercado terão direito a voto.

Além disso, no segmento do novo mercado é obrigatória a instalação de comitê de auditoria, bem como a realização de auditoria interna e a implementação de funções de *compliance*, com a vedação do acúmulo de atividades operacionais. Deve-se mencionar, ainda, a obrigatoriedade de divulgação, dentre diversas outras, da política de transação com partes relacionadas. Por fim, deve haver, no mínimo, 2 ou 20% (o que for maior) de conselheiros independentes no conselho de administração da companhia listada no novo mercado.

Essas são algumas características que diferenciam o novo mercado dos demais níveis de governança, fazendo com que ofereça direitos mais brandos e igualitários aos investidores minoritários. Sendo que em todos os níveis supracitados o contrato firmado entre partes relacionadas que envolva valor superior a 1% do patrimônio líquido da companhia ou R\$ 200.000,00 (duzentos mil reais) deve ser ter determinadas informações divulgadas à bolsa e ao mercado.

Para melhor ilustração das diferenças entre os níveis de governança encontrados na B3, a tabela abaixo traz uma comparação entre os níveis 1, 2 e novo mercado. Sendo que o nível 1 é o que possui a governança menos rígida e, por outro lado, o novo mercado o que possui a governança mais desenvolvida.⁴⁹

Tabela 1: Comparação entre os níveis 1,2 e novo mercado

	Novo Mercado (a partir de 02/01/2018)	Nível 2	Nível 1
Capital Social	Somente ações ON	Ações ON e PN (com direitos adicionais)	Ações ON e PN (conforme legislação)
Percentual mínimo de ações em circulação (<i>free float</i>)	25% ou 15%, caso o ADTV (<i>average daily trading volume</i>) seja superior a R\$ 25 milhões	25%	25%
Ofertas Públicas de Distribuição de ações	Esforços de dispersão acionária, exceto para ofertas ICVM 476	Esforços de dispersão acionária	Esforços de dispersão acionária
Vedação a disposições estatutárias	Limitação de voto inferior a 5% do capital, quórum qualificado e "cláusulas pétreas"	Limitação de voto inferior a 5% do capital, quórum qualificado e "cláusulas pétreas"	Não há regra específica
Composição do conselho de administração	Mínimo de 3 membros (conforme legislação), dos quais, pelo menos, 2 ou 20% (o que for maior) devem ser independentes, com mandato unificado de até 2 anos	Mínimo de 5 membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes com mandato unificado de até 2 anos	Mínimo de 3 membros (conforme legislação), com mandato unificado de até 2 anos
Vedação à acumulação de cargos	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa. Em caso de vacância que culmine em acumulação de cargos, são obrigatórias determinadas divulgações.	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa (carência de 3	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa

⁴⁹ B3. **Comparativo dos segmentos de listagem.** Disponível em: <
<https://www.b3.com.br/data/files/18/82/03/C7/964EE5109A67ACE5790D8AA8/Comparativo%20dos%20Segmentos%20de%20Listagem.pdf>>.

	Novo Mercado (a partir de 02/01/2018)	Nível 2	Nível 1
		anos a partir da adesão)	(carência de 3 anos a partir da adesão)
Obrigação do Conselho de Administração	Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações de emissão da companhia (com conteúdo mínimo, incluindo alternativas à aceitação da OPA disponíveis no mercado)	Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações de emissão da companhia (com conteúdo mínimo)	Não há regra específica
Demonstrações financeiras	Conforme legislação	Traduzidas para o inglês	Conforme legislação
Informações em inglês, simultâneas à divulgação em português	Fatos relevantes, informações sobre proventos (aviso aos acionistas ou comunicado ao mercado) e <i>press release</i> de resultados	Não há regra específica, além das DFs (vide item acima)	Não há regra específica
Reunião pública anual	Realização, em até 5 dias úteis após a divulgação de resultados trimestrais ou das demonstrações financeiras, de apresentação pública (presencial, por meio de teleconferência, videoconferência ou outro meio que permita a participação a distância) sobre as informações divulgadas	Obrigatória (presencial)	Obrigatória (presencial)
Calendário de eventos corporativos	Obrigatório	Obrigatório	Obrigatório
Divulgação adicional de informações	Regimentos do Conselho de Administração, de seus comitês de assessoramento e do Conselho Fiscal, quando instalado Código de conduta (com conteúdo mínimo) Políticas de (i) remuneração; (ii) indicação de membros do Conselho de Administração, seus comitês de assessoramento e diretoria estatutária; (iii) gerenciamento de riscos; (iv) transação com partes relacionadas; e (v) negociação	Política de negociação de valores mobiliários e código de conduta	Política de negociação de valores mobiliários e código de conduta

	Novo Mercado (a partir de 02/01/2018)	Nível 2	Nível 1
	de valores mobiliários, com conteúdo mínimo, exceto a de remuneração		
	Divulgação (i) anual de relatório resumido do comitê de auditoria estatutário contemplando os pontos indicados no regulamento; ou (ii) trimestral de ata de reunião do Conselho de Administração, informando o reporte do comitê de auditoria não estatutário		
Concessão de <i>Tag Along</i>	100% para ações ON	100% para ações ON e PN	80% para ações ON (conforme legislação)
Saída do segmento / Oferta Pública de Aquisição de Ações (OPA)	Realização de OPA por preço justo, com quórum de aceitação ou concordância com a saída do segmento de mais de 1/3 dos titulares das ações em circulação (ou percentual maior previsto no Estatuto Social)	Realização de OPA, no mínimo, pelo valor econômico em caso de cancelamento de registro ou saída do segmento, exceto se houver migração para Novo Mercado	Não aplicável
Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado	Obrigatória	Obrigatória	Facultativa
Comitê de Auditoria	Obrigatória a instalação de comitê de auditoria, estatutário ou não estatutário, que deve atender aos requisitos indicados no regulamento: composição e atribuições	Facultativo	Facultativo
Auditoria interna	Obrigatória a existência de área de auditoria interna que deve atender aos requisitos indicados no regulamento	Facultativa	Facultativa
<i>Compliance</i>	Obrigatória a implementação de funções de <i>compliance</i> , controles internos e riscos corporativos, sendo vedada a acumulação com atividades operacionais	Facultativo	Facultativo

Fonte: B3, 2020.

CAPÍTULO III – ALGUNS CASOS E O ENTENDIMENTO JURISPRUDENCIAL

3.1 Processo Administrativo Sancionador CVM nº 19957.010686/2017-22⁵⁰

O Processo Administrativo em questão teve por objeto a apuração de eventual conduta ilícita de diretor presidente, administrador/controlador e diretor de relações com investidores, todos da companhia Springer S.A., na contratação de empresa de titularidade de parte relacionada. A empresa contratada, no caso, foi a Afam Consultoria Empresarial Ltda., cujas quotas sociais eram de titularidade do diretor presidente, e acionista relevante da companhia, e seus familiares.

O caso em questão contribui para esclarecer, através de uma situação prática, o tema do presente trabalho. Isso porque se trata de um caso envolvendo (i) transação entre partes relacionadas, (ii) companhia aberta com controle definido, (iii) prestadora de serviço – que possui participação relevante na Springer – de titularidade diretor presidente da companhia, (iv) administrador e controlador da companhia que participou das transações, (v) constatação de que a transação foi aprovada por partes relacionadas detentoras de 80% do capital da companhia, (vi) origem a partir de reclamação de acionista minoritário, (vii) análise responsabilidade de administradores e diretores, (viii) a divulgação indevida através do formulário de referência e das demonstrações financeiras.

Conforme mencionado, o Processo Administrativo Sancionador trazido à baila teve origem a partir de reclamações de acionista minoritário. Tais reclamações eram referentes à remuneração dos administradores e a inconsistências nas demonstrações financeiras da Springer. Quanto à questão da remuneração dos administradores a SEP identificou indícios de irregularidade, que, no entanto, não entendeu suficientes para comprovar infração às disposições da LSA, em vista das orientações do Colegiado recomendarem a atuação conservadora nas punições ao mercado.

⁵⁰COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. PAS CVM Nº 19957.010686/2017-22 (RJ2017/5122). Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2020/SEI_19957010686_2017_22.pdf. Acesso em: 9 maio 2022.

Sobre as despesas administrativas, a SEP apurou que boa parte da quantia referente às despesas gerais e administrativas apontadas pelo minoritário nas demonstrações financeiras era referente a pagamentos realizados pela Springer à Afam. Os contratos que justificariam tal repasse de valor, entretanto, não haviam sido divulgados nas demonstrações financeiras.

Na intenção de apurar de forma diligente os fatos, a SEP envio ofício à Springer solicitando maiores informações. Mais especificamente, foram solicitadas informações (i) acerca das despesas gerais administrativas, (ii) na identificação do que eram consideradas como despesa administrativas e gerais, e (iii) se havia partes relacionadas recebendo parcela desta quantia.

Em resposta a questionamentos da SEP, a Springer tentou omitir a contratação de parte relacionada, que, no entanto, constava em seu formulário de referência. Nesse sentido, a SEP pôde constatar que foram realizadas transações entre partes relacionadas sem a devida publicidade capaz de informar ao mercado acerca de matéria relevante. As transações envolviam a Companhia e a Afam, sociedade de propriedade do diretor presidente e seus familiares. Assim, a SEP entendeu pela incompatibilidade de tais atos com as disposições do art. 177, §3º, da LSA e do item 18 do CPC 05(R01).

Foi verificado que as contratações omitidas tinham por objeto dois contratos com a Afam, sendo um de consultoria e outro de prospecção de compradores. O primeiro deles tinha o objetivo genérico de melhoria da produtividade e performance. O contrato foi assinado pelo diretor presidente e pelo diretor de relações com investidores, sem a aprovação de quaisquer órgãos da empresa. Após o término o seu término, um novo contrato de igual teor foi assinado pelo diretor de relação com investidores, com previsão de mais dois anos de vigência.

Já o segundo contrato previa que a Afam, em contrapartida aos pagamentos realizados pela Springer, deveria encontrar um comprador para uma participação detida pela Springer S.A. em outra sociedade empresária. Aqui, também houve a previsão genérica de atuação nas providencias ligadas à documentação, diligência legal, entre outros.

Ainda no âmbito da investigação, a Superintendência de Relações com Empresas realizou questionamentos aos administradores para entender a escolha da Afam a despeito da presença

de outros concorrentes no mercado, além de questionar quanto ao histórico da Afam na prestação destes serviços a terceiros e seu quadro de funcionários. A Springer, através de seus administradores, de forma genérica, justificou a contratação da Afam por conta da experiência desta no mercado, sem, no entanto, apresentar qualquer documentação que comprovasse a prestação de serviços a qualquer outra sociedade empresária que não fosse a própria Springer.

A SEP, em vista dos documentos e justificativas apresentados pela companhia, entendeu pelo prosseguimento da acusação dos três investigados na medida em que atuaram em atos lesivos à companhia. Sendo que o diretor presidente e o de relações com investidores deveriam responder tanto pela omissão das informações quanto pelo benefício indevido obtido pela Afam. Já o administrador, deveria responder apenas pelos benefícios indevidos obtidos pela Afam.

Adicionalmente, a SEP entendeu que Walter Sacca e os demais investigados atuaram com desvio de finalidade, infringindo o art. 154, caput da LSA. Essa percepção foi justificada pela incoerência na justificativa dos contratos, uma vez que a Afam não se mostrou apta e nem mais capaz que as demais empresas de mercado, bem como não foi comprovado que os valores seriam compatíveis. Por fim, a empresa estaria prestando serviços que já seriam de competência do próprio cargo exercido pelo investigado na Springer e, por ser prestada pelo próprio administrador, não há que se falar em consultoria ou coisa do tipo, mas sim em pagamento indevido.

A defesa apresentada pelos acusados, em síntese, alegou a licitude de transações entre partes relacionadas, que não poderiam ocorrer apenas quando fossem entre administrador de instituição financeira. Além disso, alegou que a contratação da Afam se caracterizava como uma oportunidade única para a Springer e que a contratação contou com a concordância de 80% do capital votante da companhia. Alegaram, ainda, que o volume de documentos a serem revisados fizeram com que as informações não fossem devidamente divulgadas nas demonstrações financeiras e no formulário de referência.

Ademais, os acusados informaram que Walter Sacca teria acordado com a Afam a devolução dos valores referentes aos contratos que foram objeto de investigação. Além disso,

ressaltaram que as demonstrações financeiras e o formulário de referência haviam sido retificados, pelo que a acusação teria perdido o objeto.

Amparados pela alegação de que os atos objeto do PAS já haviam sido reparados e que não haveria mais irregularidades, os acusados decidiram propor um termo de compromisso. O Comitê de Termo de Compromisso entendeu que, em vista dos bons antecedentes dos acusados, seria possível as partes acordarem um termo de compromisso, mas os acusados, além de corrigir as demonstrações financeiras e o formulário de referência, precisariam arcar com o pagamento em parcela única de indenização à Springer, além de assumirem obrigações pecuniárias.

Os proponentes não aceitaram a proposta do CTC e decidiram apresentar uma proposta final. Propuseram a compensação à Springer no valor de R\$ 1.300.000,00 (um milhão e trezentos mil reais) referentes aos contratos questionados, a ser pago em doze parcelas bimestrais. Além disso as obrigações pecuniárias deveriam estar entre R\$20.000,00 (vinte mil reais) e R\$ 80.000,00 (oitenta mil reais). O Colegiado, por recomendação do CTC, decidiu pela rejeição.

Passa-se à exposição do voto do Diretor Relator Gustavo Machado Gonzales, que em muito contribuem para elucidação do entendimento da CVM sobre o objeto de estudo do presente trabalho. Em seu relatório, o referido Diretor reconheceu que Afam e Springer eram partes relacionadas e buscou analisar as duas questões apresentadas em separado, quais sejam, (i) a não divulgação das contratações envolvendo partes relacionadas, através das demonstrações financeiras e do formulário de referência, e (ii) o desvio de finalidade nestes contratos.

Em relação à não divulgação, o relator constatou que os contratos de consultoria e prospecção de compradores deveriam ter sido publicados nas demonstrações financeiras, nos termos do artigo 177, §3º da LSA e do item 18 do CPC 05(R1), aprovado pela Deliberação CVM nº 642/2010. Vale destacar o grau de gravidade das condutas dos administradores na avaliação do relator ao alcançar, em seu voto, a constatação de que deixar de publicar uma informação de tamanha relevância equipara-se com a não elaboração das próprias demonstrações financeiras, pois possui o objetivo de ludibriar o mercado.

O Diretor concordou com a SEP no tocante à responsabilidade solidária pela divulgação. Isso, pois no estatuto social da Springer não havia previsão expressa quanto ao diretor responsável pela elaboração das demonstrações financeiras. Dessa forma, Gonzalez entendeu que todos os diretores deveriam responder pela omissão das informações, conforme dispõe o artigo 176 da LSA.⁵¹

Ainda em relação à divulgação das informações envolvendo as transações em questão, o relator entendeu que Walter Sacca e Manuel Varanda, na qualidade de diretor presidente e diretor de relações com investidores, respectivamente, violaram os artigos 14 e 24 da instrução CVM nº 480/2009⁵². Isso porque não elaboraram o Formulário de Referência nos termos da citada instrução da CVM. Especificamente acerca de tais dispositivos, apenas o presidente e o diretor de relações com investidores responderiam por conta do item 1.1 do anexo 24 da instrução em questão⁵³.

Ao analisar o desvio de finalidade à luz do artigo 154 da LSA⁵⁴, o relator destacou que não é vedada a contratação de administrador pela companhia, desde que seja de seu interesse e que não haja conflito de interesse – conforme disposto no artigo 156 da LSA. O exercício de atividades que são atribuições de diretor/administrador, portanto, não justifica a contratação, pois os acusados já ocupavam este cargo e eram pagos pela Springer para realizar tais funções

⁵¹ O artigo 176 dispõe que “ao fim de cada exercício social, a diretoria fará elaborar, com base na escrituração mercantil da companhia, as demonstrações financeiras, que deverão exprimir com clareza a situação do patrimônio da companhia e as mutações ocorridas no exercício”. Nesse sentido, como a lei prevê a elaboração das demonstrações financeiras como uma competência genérica da diretoria, caso o estatuto social seja omissivo, toda a companhia responde pelo seu conteúdo.

⁵² Art. 14. O emissor deve divulgar informações verdadeiras, completas, consistentes e que não induzam ao erro. Art. 24. O formulário de referência é documento eletrônico cujo conteúdo reflete o Anexo 24.

⁵³ O item em referência se trata de declaração dos diretores presidente e de relações com investidores atestando que as informações são completas e verídicas e abarcam todos os riscos relativos às atividades desenvolvidas pela Companhia.

⁵⁴ Art. 154. O administrador deve exercer as atribuições que a lei e o estatuto lhe conferem para lograr os fins e no interesse da companhia, satisfeitas as exigências do bem público e da função social da empresa.

§ 1º O administrador eleito por grupo ou classe de acionistas tem, para com a companhia, os mesmos deveres que os demais, não podendo, ainda que para defesa do interesse dos que o elegeram, faltar a esses deveres.

§ 2º É vedado ao administrador:

a) praticar ato de liberalidade à custa da companhia;
b) sem prévia autorização da assembléia-geral ou do conselho de administração, tomar por empréstimo recursos ou bens da companhia, ou usar, em proveito próprio, de sociedade em que tenha interesse, ou de terceiros, os seus bens, serviços ou crédito;
c) receber de terceiros, sem autorização estatutária ou da assembléia-geral, qualquer modalidade de vantagem pessoal, direta ou indireta, em razão do exercício de seu cargo.

§ 3º As importâncias recebidas com infração ao disposto na alínea c do § 2º pertencerão à companhia.

§ 4º O conselho de administração ou a diretoria podem autorizar a prática de atos gratuitos razoáveis em benefício dos empregados ou da comunidade de que participe a empresa, tendo em vista suas responsabilidades sociais.

enquanto seus funcionários da Springer, além de indicar que a LSA já disciplina modos alternativos de remunerar o administrador por tarefas extraordinárias à sua função. Nessa linha, ressaltou que a remuneração devida aos administradores e diretores devem ser aprovadas pela assembleia geral.

Ao tratar das disposições acerca dos deveres do administrador previstos no artigo 154, o relator destacou a necessidade de se analisar as justificativas no caso concreto, em contraposição à análise formal que requer o artigo 153, referente ao poder de diligência. Ou seja, o interesse do administrador deve ser avaliado à luz de suas intenções, e não de maneira estritamente formal.

Nesse sentido, por conta dos atos supracitados, todos os três acusados foram penalizados com a inabilitação temporária para o exercício de cargo de administrador ou membro do conselho fiscal de companhias abertas, além de multas e demais punições aplicadas.

Deve-se ressaltar duas relevantes constatações do relator dos contratos envolvendo a companhia e partes relacionadas: a importância da atuação do conselho de administração e de medidas preventivas a serem tomadas pelas companhias. Tal atuação e prevenção, segundo o autor, devem estar pautadas pelo artigo 156 da LSA, que prevê a necessidade de condições equitativas e que estejam de acordo com o que é praticado no mercado para a contratação que envolva companhia e o próprio administrador.

Inicialmente, o relator constata que o conselho de administração possui grande relevância na garantia dos interesses dos acionistas e, portanto, da própria companhia na execução de seu objeto social de forma lícita. Vejamos:

A jurisprudência da CVM é farta em manifestações que salientam os riscos associados às transações entre partes relacionadas e a responsabilidade dos administradores no contexto dessas operações. Ao contrário de outras leis societárias, a Lei nº 6.404/1976 não condiciona a celebração de transações com partes relacionadas, ainda que relevantes, à aprovação pelo conselho de administração ou pela assembleia geral (salvo, é claro, nas hipóteses de envolver matéria de competência privativa da assembleia). Uma interpretação sistemática da lei indica, contudo, que a proteção dos interesses da companhia e, reflexamente, dos seus acionistas depende em larga medida da atuação do conselho de administração.⁵⁵

⁵⁵ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. PAS CVM Nº 19957.010686/2017-22 (RJ2017/5122). Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2020/SEI_19957010686_2017_22.pdf. Acesso em: 9 maio 2022.

Em complemento, o diretor faz uma interpretação sistemática da lei e conclui que o conselho de administração possui responsabilidade de órgão fiscalizador no âmbito das transações entre partes relacionadas, conforme se observa na seguinte passagem:

Com efeito, embora a lei hoje não atribua ao conselho de administração um papel específico no contexto de transações com partes relacionadas, esse existe em razão da sua responsabilidade de fiscalizar a gestão dos diretores (art. 142, III). Se é verdade que o dever de fiscalização não pode ser interpretado de modo a criar uma obrigação de revisão de cada ato da diretoria – o que não seria justo nem viável, e, portanto, poderia ter como efeito colateral afastar bons profissionais da administração das companhias abertas –, também não se pode negar, à vista do atual porte das companhias e da crescente complexidade de seus negócios, ser responsabilidade dos conselheiros, na concretização desse dever, a adoção de medidas que lhes permitam monitorar, dentre outras matérias, as transações entre as companhias e suas partes relacionadas.⁵⁶

Podem ser extraídas algumas práticas recomendadas pelo relator aos respectivos conselhos de administração de companhias abertas, a saber: (i) constituição de um comitê que possa assessorar o conselho de administração na avaliação destes tipos de transações; (ii) a elaboração de política que regule a contratação entre companhia e parte relacionada; e a (iii) a documentação das transações, formal e escrita. Tais medidas, meramente exemplificativas, segundo o relator, podem contribuir para isentar o conselho de administração de culpa em decorrência da inobservância de seu dever de supervisão.

Além destas, no decorrer de seu voto, o diretor discorreu inúmeras vezes, em complemento ao que já havia sido entendido pela SEP, sobre a importância das condições de mercado para a análise da licitude da transação entre partes relacionadas. Foi pontuado, e é importante destacar, que não há, necessariamente, uma má conduta nos casos envolvendo transações entre partes relacionadas. Pelo contrário, são perfeitamente compatíveis com a legislação.

Acerca do caso concreto, ao analisar as acusações apresentadas pela SEP e as defesas, pelos acusados, o relator destacou as respostas insatisfatórias da Springer à SEP, destacando que a companhia foi evasiva. Chamou a atenção de Gonzalez que tais respostas não foram aperfeiçoadas nos questionamentos complementares no decorrer das investigações.

⁵⁶COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. PAS CVM Nº 19957.010686/2017-22 (RJ2017/5122). Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2020/SEI_19957010686_2017_22.pdf. Acesso em: 9 maio 2022.

O relator relatou indicou não ter encontrado quaisquer indícios de que a Springer possa ter recebido qualquer consultoria da Afam para melhoria de desempenho. Mesmo que tivesse ocorrido, seria difícil justificar uma consultoria para melhora de desempenhos prestada por empresa de titularidade de seu diretor presidente e familiares.

Já no que diz respeito à prospecção de compradores de ações, as respostas da Springer não foram capazes de comprovar a expertise da Afam. Também não houve qualquer demonstração pela Springer de que foi realizada uma pesquisa de mercado que pudesse garantir que a proposta da Afam seria a melhor para atender seus interesses.

Vale dispensar especial atenção ao entendimento do autor de que a maior intervenção da legislação em transações envolvendo partes relacionadas, não faz com que as medidas internas adicionais sejam tomadas a fim de evitar abusos eventuais. O relator assim ressaltou:

Como já disse, a existência na lei societária de regras mais intrusivas para lidar com situações consideradas especialmente sujeitas a abusos não nega importância às soluções organizacionais. Embora não haja, a princípio, nenhuma irregularidade em contratar com partes relacionadas, o negócio deve necessariamente ser realizado em condições equitativas. A exigência legal, como já disse, não nega a importância aos procedimentos; ao contrário, faz com que se torne ainda mais importante a documentação de todo o processo de contratação, passando pela demonstração da necessidade da operação, da seleção da contraparte e do exame da equitatividade dos seus termos. Pelos mesmos motivos, o conselho de administração também tem um papel a desempenhar no acompanhamento de tais contratos, inclusive na confirmação de que os serviços contratados junto às partes relacionadas foram efetivamente prestados. Tudo precisa ser bem documentado, inclusive para coibir condutas desviantes.⁵⁷

Foi enfrentada a alegação de que o fato de 80% dos acionistas com direito a voto aprovaram a transação. Para tanto, o relator indicou que não se tratava de análise vício formal, mas de condições não equitativas praticadas pela companhia. Além disso, não foram oferecidas informações detalhadas e precisas aos acionistas, para que pudessem votar de maneira consciente.

Por fim, prevaleceu o entendimento de que não houve a perda do objeto com a retificação das demonstrações financeiras e com a indenização que a Afam se obrigou para com a companhia. Isso porque, segundo o relator, trata-se de processo sancionador no qual não se

⁵⁷COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. PAS CVM Nº 19957.010686/2017-22 (RJ2017/5122). Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2020/SEI_19957010686_2017_22.pdf. Acesso em: 9 maio 2022.

busca a compensação da parte lesada, mas sim a responsabilização daqueles que cometeram infrações. Além disso, destacou os efeitos que transações ilícitas como esta poderiam causar ao mercado como um todo.

3.2 Notas acerca do Processo Administrativo Sancionador CVM nº 19957.010686/2017-22

O caso da Springer se relaciona intimamente com o presente trabalho, uma vez que, além de tratar de transação entre partes relacionadas, traz a figura de diretor presidente – e acionista relevante da companhia – titular da sociedade com a qual as transações foram realizadas. Além disso, traz a figura do administrador – e controlador – e do diretor de relações com investidores, pormenorizando a participação desses agentes e as responsabilidades que os mesmos possuem para com a companhia.

Assim, cabe a análise mais profunda de alguns pontos que devem ser destacados no voto do relator. O primeiro deles é a importância de que informações envolvendo transações entre partes relacionadas sejam divulgadas nos termos do CPC 05 (R01). No item 18 do CPC 05 (R01) é possível encontrar a justificativa para que essa divulgação seja realizada, qual seja, a compreensão dos investidores do que essa transação pode significar para a companhia, conforme a seguir:

18. Se a entidade tiver realizado transações entre partes relacionadas durante os períodos cobertos pelas demonstrações contábeis, a entidade deve divulgar a natureza do relacionamento entre as partes relacionadas, assim como as informações sobre as transações e saldos existentes, CPC_05(R1) 8 incluindo compromissos, necessárias para a compreensão dos usuários do potencial efeito desse relacionamento nas demonstrações contábeis. Esses requisitos de divulgação são adicionais aos referidos no item 17. No mínimo, as divulgações devem incluir: (a) montante das transações; (b) montante dos saldos existentes, incluindo compromissos, e: (i) seus prazos e condições, incluindo eventuais garantias, e a natureza da contrapartida a ser utilizada na liquidação; e (ii) detalhes de quaisquer garantias dadas ou recebidas; (c) provisão para créditos de liquidação duvidosa relacionada com o montante dos saldos existentes; e (d) despesa reconhecida durante o período relacionada a dívidas incobráveis ou de liquidação duvidosa de partes relacionadas.⁵⁸

Conforme exposto, não houve, por parte da Springer, tal diligência. Essa omissão, por colocar em risco os demais investidores através da desinformação, fez com que a CVM

⁵⁸ Comitê de Pronunciamentos Contábeis. **Pronunciamento Técnico CPC 05 (R1)**. Disponível em: Microsoft Word - CPC_05_R1_rev 06 (aatb.com.br)

entendesse que a Springer e seus diretores e administradores que contribuíram com o fato fossem punidos.

Quanto à perda de objeto pela retificação das demonstrações financeiras, houve um importante apontamento no voto do relator, segundo o qual tal retificação não poderia ser considerada para fins de perda de objeto, mas tão somente para a dosimetria. Esse entendimento levou em conta que tais correções foram realizadas apenas após questionamentos da CVM e, mesmo assim, não sem que antes fossem oferecidas respostas evasivas. Assim entendeu o Gonzalez:

48. No caso das omissões de informações, entendo que correções devem ser consideradas para fins de dosimetria, mas, salvo em situações muito especiais, não expiam as falhas passadas. O acesso tempestivo e equânime a informações completas e corretas é indispensável para o bom funcionamento do mercado de capitais e é inegável que, nesse caso, os investidores foram privados por um período significativo de tempo de informações relevantes acerca de transações entre a Springer e sua parte relacionada, que consumiram recursos expressivos da Companhia sem qualquer real contrapartida. Diante desse quadro, parece-me forçoso reconhecer que qualquer correção futura não exime os administradores de responsabilidade pela reiterada omissão de informações relevantes nas demonstrações financeiras e nos formulários de referência apresentados.⁵⁹

Da passagem, pode-se extrair, ainda, que não há o entendimento de que as correções não podem produzir efeitos na análise da CVM. Na verdade, elas produzem efeito mesmo após os questionamentos e investigações pela autarquia, sendo neste caso para a dosimetria. Daí, é possível dizer que o voto do relator ressalta a importância de que a identificação por conta própria da infração e retificação pela Companhia devem ser realizados o quanto antes. No que diz respeito à retificação, mesmo que já identificada a infração pela CVM, ela deve ser realizada de forma transparente, com o intuito de afastar penas mais graves.

A respeito das transações em si, foram realizadas análises pela CVM das condições de contratação. Não foi, no entanto, verificada a igualdade com os valores praticados no mercado e tampouco a necessidade de contratação, pois tratava-se de atividade inerente ao cargo exercido pelo sócio da contratada enquanto funcionário da contratante. Além disso, a contratada não possui, ou ao menos não demonstrou possuir, expertise para prestação dos serviços. Nesse ponto, foi possível verificar um alinhamento entre a decisão e a doutrina apresentada no capítulo 2.

⁵⁹ Comitê de Pronunciamentos Contábeis. **Pronunciamento Técnico CPC 05 (R1)**. Disponível em: Microsoft Word - CPC_05_R1_rev 06 (aatb.com.br)

De grande importância para o estudo do objeto do presente trabalho é a decisão do relator no que diz respeito à alegação de que os atos da companhia teriam sido legais por haver a concordância de aproximadamente 80% do capital social da Companhia. Ora, se tal entendimento prosperasse, todos os atos de um controlador poderiam ser justificados pelo simples fato dele possuir poder de controle. Além disso, o que se estava questionando era a responsabilidade administrativa, conforme bem pontuou o relator:

43. Por fim, cabe enfrentar o argumento de que os contratos com a Afam teriam sido aprovados por acionistas que representavam cerca de 80% do capital social da Companhia, o que, segundo algumas das manifestações dos acusados, ratificaria a regularidade das contratações. É flagrante a improcedência da tese. Em primeiro lugar, o caso não envolve um vício formal na aprovação de contratos com partes relacionadas, mas a celebração de contratos que não atendiam ao requisito legal de equitatividade e que buscavam, de maneira dissimulada, transferir recursos a uma parte relacionada. Assim, não há que se falar em ratificação pela assembleia geral, especialmente quando se considera que o que se julga aqui é a responsabilidade administrativa. Noto, ademais, que não foram adotados procedimentos hígidos para a revisão por parte da assembleia, como a divulgação de informações detalhadas acerca da utilidade do contrato para a Companhia, e, também, que parte expressiva das ações eram detidas pelos acusados ou por pessoas próximas. 44. Ainda menos pertinentes são os argumentos baseados em uma concordância implícita dos acionistas controladores, o que não tem qualquer suporte no regime da Lei nº 6.404/1976. Com efeito, embora a lei societária tenha, de modo pioneiro, reconhecido o acionista controlador como “categoria jurídica formal”⁹, esse não pode ser considerado órgão apto a validar atos da administração, sobretudo contratos com partes relacionadas. De fato, o argumento em nada socorre a defesa, mas, ao contrário, consiste em mais uma evidência de que os controladores e administradores se consideravam verdadeiros donos da empresa e ignoravam que o seu dever era de administrá-la respeitando os interesses de todos os acionistas, inclusive os minoritários.⁶⁰

Assim, conforme se observa do voto, o controlador que atua também no dia a dia da companhia não pode se valer de seu poder econômico para tirar proveito indevido e lesar os demais acionistas. Aliás, os demais acionistas são seus sócios e possuem interesses econômicos iguais aos seus.

Embora extrapole o que foi analisado através do PAS ora discutido, verifica-se oportuno estudar mais a fundo a tese de defesa segundo a qual a contratação da Afam não apresentaria vícios por ter envolvido a validação de 80% do capital social da Springer, especialmente no que diz respeito ao abuso do poder de controle. Inicialmente, destaca-se o entendimento de Gonzalez, em seu voto, acerca da validação tácita dos controladores às contratações:

⁶⁰ Comitê de Pronunciamentos Contábeis. **Pronunciamento Técnico CPC 05 (R1)**. Disponível em: Microsoft Word - CPC_05_R1_rev 06 (aatb.com.br)

Ainda menos pertinentes são os argumentos baseados em uma concordância implícita dos acionistas controladores, o que não tem qualquer suporte no regime da Lei nº 6.404/1976. Com efeito, embora a lei societária tenha, de modo pioneiro, reconhecido o acionista controlador como “categoria jurídica formal”⁹, esse não pode ser considerado órgão apto a validar atos da administração, sobretudo contratos com partes relacionadas. De fato, o argumento em nada socorre a defesa, mas, ao contrário, consiste em mais uma evidência de que os controladores e administradores se consideravam verdadeiros donos da empresa e ignoravam que o seu dever era de administrá-la respeitando os interesses de todos os acionistas, inclusive os minoritários.⁶¹

Ora, se a justificativa dos acusados é a participação de 80% do capital social da companhia, a constatação de que não observaram seus respectivos deveres, sobretudo o parágrafo único do artigo 116 da LSA no tocante ao controlador, implica no abuso de poder de controle. Isso porque o abuso de poder de controle, conforme já tratado neste estudo, pode se manifestar não só através do voto do controlador na assembleia geral, mas também através do exercício do cargo de administrador, ou ordens a administradores e fiscais da companhia.⁶²

Conforme discutido no capítulo II, as hipóteses previstas no artigo 117 da LSA são exemplificativas e o abuso de poder de controle abarca, além delas, todas as outras nas quais o controlador possa atuar em descompasso com o parágrafo único do artigo 116 da referida Lei. São, no entanto, as situações mais comuns as escolhidas pelo legislador para estarem expressamente previstas.⁶³

Assim, confirmada a participação, mesmo que tácita, do controlador pelos próprios acusados, percebe-se a infração também ao artigo 117, §1º, alínea a da LSA. Isso porque, conforme entendimento do relator, os contratos entre Afam e Springer, buscaram tão somente o favorecimento daquela em detrimento desta e, conseqüentemente, de seus acionistas minoritários.

⁶¹ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. PAS CVM Nº 19957.010686/2017-22 (RJ2017/5122). Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2020/SEI_19957010686_2017_22.pdf. Acesso em: 9 maio 2022.

⁶² LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Op. cit., p. 847.

⁶³ Ibid., p. 846.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Do exposto, percebe-se que a regulação das transações entre partes relacionadas, não apenas, mas especialmente em companhias com controle definido e capital aberto, como um tema que comporta relevante complexidade. Essa percepção está amparada justamente na dificuldade de encontrar a dosagem adequada na legislação, capaz de equilibrar a livre iniciativa, sem que o resultado seja o prejuízo dos acionistas minoritários.⁶⁴

Além disso, o conflito de interesses, que limita a atuação do controlador ou administrador quando estiverem na condição de parte relacionada, além de se configurar como um ponto central a ser observado por acionistas e administradores ao deliberarem a respeito de transações entre partes relacionadas, não tem sua definição disposta expressamente na LSA. Na verdade, conforme observa Luiz Antonio de Sampaio Campos:

A leitura da LSA demonstra que o legislador entendeu – e entendeu corretamente, tendo, inclusive, presente que, no mundo moderno, as estruturas societárias são muito mais complexas, como o grupo de sociedades – ser a contratação entre partes interessadas um fato da vida, que acontece e que, *de per si*, não é nem boa nem má. Boa ou má será em razão dos motivos, das condições e dos efeitos do negócio para a companhia.⁶⁵

Assim, destaca o autor, caso não estejam impedidos de forma objetiva pela LSA, os atos dos administradores, controladores ou diretores que aprovarem uma transação com parte relacionada serão analisados substancialmente, e não formalmente. Isso porque deverá ser avaliado se há um choque de interesses entre os objetivos da companhia e os objetivos do colaborador da companhia que aprovar a referida transação. Esse conflito só poderá ser verificado se os interesses de ambos não puderem, em alguma medida, coexistir. Ainda, o conflito deve significar algum dano, mesmo que em potencial, à companhia; caso contrário, este não poderá ser constatado.⁶⁶

Esse também é o entendimento do STJ no Recurso Especial nº 131.300 – RJ (1997/0032569-5), que entendeu que o direito ao voto só poderá ser afastado quando o conflito

⁶⁴ Nesse sentido, André Camargo observa: “O grande desafio, uma vez que se identifica a necessidade de se regular uma determinada matéria, é justamente encontrar esse ponto de equilíbrio e atingir os valores e objetivos do regulador. Trata-se de uma escolha, repita-se, complexa e invariavelmente atrelada a custos, benefícios e resistências.” CAMARGO, André Antunes Soares de. **Transações entre Partes Relacionadas**: um desafio regulatório complexo e multidisciplinar. São Paulo: Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 2012, p.177,

⁶⁵ LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Op. cit., p. 1156.

⁶⁶ *Ibid.*, p. 1154-1157.

de interesses for indiscutível.⁶⁷ Nos demais casos, portanto, deve-se manter o direito ao voto, sem prejuízo de análise posterior. A atuação dos administradores e diretores também segue a mesma linha de raciocínio, segundo a qual a avaliação do conflito de interesses se não for flagrante e por eles comunicadas, deve ser realizada após a operação.

Por sua complexidade o tema é objeto de atenção de diversos estudos e pesquisas internacionais que medem o ambiente de negócios de diversos países, entre elas a *Doing Business*.⁶⁸ Esta foi, inclusive, uma das causas – ou a única – para a edição da Medida Provisória nº 1.040, de 29 de março de 2021, apelidada de MP do *Doing Business*. A MP teve por objetivo melhorar a avaliação do ambiente de negócios no Brasil, sendo que uma das alterações previstas na lei era justamente a previsão de que determinadas transações entre partes relacionadas – de acordo com regulamentação da CVM – seriam objeto de assembleia geral. Atualmente, tais transações são, em sua maioria, analisadas pelos administradores.

No que pese os comentários a favor da medida, pelo exposto no presente trabalho, notabiliza-se que o melhor entendimento é o de Eizirik, que comentou:

O equívoco da proposta é evidente, e salta aos olhos sua absoluta irrelevância, tantos e tão díspares são os possíveis critérios que poderia a CVM estabelecer. A Lei das S.As. já tem os remédios necessários para proteger os direitos dos minoritários: os deveres fiduciários dos administradores; a responsabilidade do controlador por abuso do poder de controle; a regra de que o voto do acionista — controlador ou minoritário — deve ser exercido no interesse da companhia; e, principalmente, o princípio de que tais operações devem ser realizadas em bases comutativas ou com pagamento compensatório adequado.⁶⁹

Eizirik indicou, ainda, que tais modificações para atender *rankings* internacionais deveriam se debruçar sobre questões estruturantes, destacando que a LSA e as disposições trazidas pela CVM são eficazes e funcionam bem.⁷⁰ Cabe ressaltar, conforme disposto no capítulo II, a Lei 14.195/2021 que converteu a MP do *Doing Business*, inseriu na LSA a previsão da necessidade de assembleia apenas para transações entre partes relacionadas que envolvam valor superior a 50% do capital social da companhia aberta.

⁶⁷BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. **Recurso Especial nº 131.300 /RS (1997/0032569-5)**. Relator: Min. Cesar Asfor Rocha. Julgamento em: 4 dez. 2002.

⁶⁸COMPARING Business in 190 Economies. **Bando Mundial**. Disponível em: <https://documentos.bancomundial.org/es/publication/documents-reports/documentdetail/656491574753427696/doing-business-2020-comparing-business-regulation-in-190-economies-economy-profile-of-botswana>. Acesso em: 12 maio 2022

⁶⁹EIZIRIK, Nelson. Op. cit.

⁷⁰Ibid.

Não há, conforme acima, como seguir entendimento distinto. As responsabilidades impostas aos administradores, controladores e até mesmo aos minoritários através da LSA se mostram atuais à vista do que aqui foi discutido. A título de exemplo, no caso concreto tratado no capítulo III, verificou-se que os dispositivos legais foram plenamente capazes de fundamentar as punições impostas aos diretores e administrador da companhia.

Ora, se as disposições da LSA são eficazes para tratar as transações entre partes relacionadas atualmente, quais seriam então os desafios enfrentados pela regulamentação para além da complexidade que envolve o tema? Os desafios se encontram, na verdade, em regulamentar as disposições da LSA – a fim de dar eficácia a elas – na medida em que a dinâmica do mercado demanda. Nesse sentido, a passagem acerca do artigo 115 da LSA presente na Exposição de Motivos nº 196, de 24 de junho de 1976 dispõe:

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.⁷¹

Trazendo para o campo de transações entre partes relacionadas, tais padrões genéricos dispensados aos acionistas em geral são observados também no que diz respeito ao acionista controlador e do administrador. Embora estes possuam limitações mais detalhadas em outros artigos, a constatação de que a transação entre partes relacionadas foi indevida deverá ocorrer a partir do caso concreto. Extrai-se, portanto, que cabe a CVM, com o auxílio de órgãos autorreguladores, a elaboração de instruções normativas detalhadas e a aplicação das medidas cabíveis contra eventuais abusos por parte das partes relacionadas.

O presente estudo, assim, constatou que (i) as transações entre partes relacionadas são um fenômeno complexo, especialmente em companhias com controlador, (ii) que demanda uma legislação dinâmica, capaz de oferecer a agilidade necessária na elaboração de respostas às demandas do mercado, (iii) sendo a LSA, em conjunto com as regulamentações mais ágeis e detalhadas da CVM, capaz de assegurar a regulação necessária para garantir a proteção dos acionistas minoritários, sem prejuízo da livre iniciativa.

⁷¹BRASIL. Ministério da Fazenda. **Exposição de Motivos Nº 196, de 24 de junho de 1976**. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/aceso-a-informacao-cvm/institucional/sobre-a-cvm/EM196Lei6404.pdf>. Acesso em: 12 maio 2022.

REFERÊNCIAS

A História do Mercado de Capitais do Brasil. **CODEMEC**. Disponível em: <http://codemec.org.br/historia-mercado-de-capitais-brasil/>. Acesso em: 31 maio 2022.

BERLE, Adolf; MEANS, Gardiner. **The modern corporation and private property** New York: MacMillan, 1932.

BRASIL. **Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6385.htm. Acesso em: 9 maio 2022.

BRASIL. **Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm. Acesso em: 9 maio 2022.

BRASIL. Ministério da Fazenda. **Exposição de Motivos Nº 196, de 24 de junho de 1976**. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/acesso-a-informacao-cvm/institucional/sobre-a-cvm/EM196Lei6404.pdf>. Acesso em: 12 maio 2022.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. **REsp nº 131.300/RS**. Relator: Min. Cesar Asfor Rochar – Quarta Turma. Julgamento em: 20 nov. 2020.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. **Recurso Especial nº 131.300 /RS (1997/0032569-5)**. Relator: Min. Cesar Asfor Rocha. Julgamento em: 4 dez. 2002.

CAMARGO, André Antunes Soares de. **Transações entre Partes Relacionadas: um desafio regulatório complexo e multidisciplinar**. São Paulo: Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 2012.

CAMARGO, André Antunes Soares de. **Transações entre partes relacionadas: um desafio regulatório complexo e multidisciplinar**. 4. ed. São Paulo: Almedina, 2019.

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**. Volume 3. 4 ed. São Paulo: Saraiva, 2009.

COELHO, Fábio Ulhoa. **Curso de Direito Comercial: direito de empresa**. 23. ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2019.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Deliberação CVM 560, de 11 de dezembro de 2008**. Aprova o Pronunciamento Técnico CPC 05 do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, que trata das Divulgações sobre Partes Relacionadas. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/deliberacoes/anexos/0500/deli560.pdf>. Acesso em: 9 maio 2022.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Deliberação CVM nº 26, de 05 de fevereiro de 1986**. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/deliberacoes/anexos/0001/deli026.pdf>. Acesso em: 9 maio 2022.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Deliberação CVM nº 642, de 7 de outubro de 2010.** Aprova o Pronunciamento Técnico CPC 05(R1) do Comitê de Pronunciamentos Contábeis – CPC sobre divulgação de partes relacionadas. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/deliberacoes/anexos/0600/deli642.pdf>. Acesso em: 9 maio 2022.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro.** 4. ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2019.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Ofício-circular/CVM/SNC/SEP Nº 01/2006, de 22 de fevereiro de 2006.** Disponível em: https://sistemas.cvm.gov.br/port/atos/oficios/OFFICIO-CIRCULAR-CVM-SNC-SEP-01_2006.asp. Acesso em: 9 maio 2022.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **PAS CVM Nº 19957.010686/2017-22 (RJ2017/5122).** Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2020/SEI_19957010686_2017_22.pdf. Acesso em: 9 maio 2022.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa, de junho de 2002.** Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisooes/anexos/0001/3935.pdf>. Acesso em: 9 maio 2022.

COMPARATIVO dos segmentos de listagem. **B3.** Disponível em: <https://www.b3.com.br/data/files/18/82/03/C7/964EE5109A67ACE5790D8AA8/Comparativ%20dos%20Segmentos%20de%20Listagem.pdf>. Acesso em: 9 maio 2022.

COMPARATO, Fábio Konder; FILHO SALOMÃO, Calixto. **O Poder de Controle na Sociedade Anônima.** 5. ed. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2008.

COMPARING Business in 190 Economies. **Bando Mundial.** Disponível em: <https://documentos.bancomundial.org/es/publication/documents-reports/documentdetail/656491574753427696/doing-business-2020-comparing-business-regulation-in-190-economies-economy-profile-of-botswana>. Acesso em: 12 maio 2022.

EIZERIK, Nelson et al. **Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais.** São Paulo: Editora Quartier Latin do Brasil, 2010.

LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **Direito das Companhias.** Volume I. Rio de Janeiro: Forense, 2009.

RODRIGUES, Ana Carolina. A evolução do mercado de capitais brasileiro e o perfil do acionista minoritário no Brasil. **Revista Jurídica da Presidência**, v.14, n. 13, 2012.

ROSA, Sílvia. **Número de IPOs em 2021 já é o maior desde 2007.** Veja as ações que subiram na estreia e entenda o que é o bookbuilding. Disponível em: <https://conteudos.xpi.com.br/aprenda-a-investir/relatorios/numero-de-ipos-em-2021-ja-e-o-maior-desde-2007-veja-as-acoes-que-mais-subiram-na-estrela-e-entenda-o-que-e-bookbuilding/>. Acesso em: 9 maio 2022.

TORRES FILHO, Ernani Teixeira; COSTA, Fernando Nogueira. **Economia e Sociedade**, v. 21, n. especial, 2012.

Uma análise da evolução dos investidores na B3. **B3**. Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/5fd7b7d8-54a1-472d-8426-eb896ad8a3c4/0f17d78c-2ac4-4092-7f1e-55870f190067?origin=1>. Acesso em: 06 de junho de 2022.

VERGUEIRO, Carlos Eduardo. As Bolsas de Valores como um fenômeno comercial. **Revista da Faculdade de Direito**, v. 98, p. 209-220, 2003.