

A RESPONSABILIZAÇÃO DOS CONTROLADORES E ADMINISTRADORES DE SOCIEDADES ANÔNIMAS DE CAPITAL ABERTO COMO INSTRUMENTO FOMENTADOR DE DISPERSÃO ACIONÁRIA¹

Lucas Griebeler da Motta²

RESUMO

O presente estudo tem como objetivo expor que a efetiva responsabilização de controladores e administradores de sociedades anônimas de capital aberto, pela Comissão de Valores Mobiliários, pode servir como instrumento fomentador de dispersão acionária e de segurança jurídica no mercado acionário brasileiro. Para tal, lança-se mão de dois recentíssimos e emblemáticos casos julgados pela Autarquia (“Caso Tractebel” e “Caso Oi & Portugal Telecom”), em que esta teve a oportunidade de manifestar-se acerca de duas situações semelhantes envolvendo conflito de interesses e abuso de direito de voto, porém proferiu dois julgamentos completamente distintos, constituindo o último deles, conforme nosso entendimento, retrocesso e insegurança jurídica aos acionistas minoritários.

Palavras-chave: Responsabilização de controladores e administradores. Deveres fiduciários. Dispersão acionária. Comissão de Valores Mobiliários. Conflito de interesses. Caso Tractebel. Caso Oi & Portugal Telecom. Proteção aos acionistas minoritários.

1. INTRODUÇÃO

Como o título informa, este trabalho procura relacionar a responsabilização de controladores e administradores de sociedades anônimas

¹ Artigo extraído de Trabalho de Conclusão de Curso como requisito parcial para a obtenção de grau de Bacharel em Ciências Jurídicas e Sociais pela Pontifícia Universidade Católica do Rio Grande do Sul. Aprovação com grau máximo pela banca examinadora composta pelo Prof. Dr. João Pedro de Souza Scalzilli (Orientador), pela Prof. Laís Machado Lucas e pela Prof. Gabriela Wallau Rodrigues, em 21 de novembro de 2014.

² Acadêmico do Curso de Ciências Jurídicas e Sociais pela Pontifícia Universidade Católica do Rio Grande do Sul. E-mail: lucas.griebeler@acad.pucrs.br

de capital aberto como instrumento fomentador de dispersão acionária no mercado de capitais brasileiro. No entanto, para que sejam compreendidas as premissas sobre as quais se firmam essa resenha, necessário sejam tecidas algumas considerações.

Neste ínterim, apresentamos em linhas gerais o instituto da relação fiduciária havida pelos controladores e administradores em face do restante da Companhia, passando brevemente por seus deveres e responsabilidades decorrentes da posição que ocupam, bem como situações envolvendo conflito de interesses, nas suas modalidades formal e material, advindo de transações entre partes relacionadas.

Vencidos os institutos acima, examinamos a importância da Comissão dos Valores Mobiliários e seu papel como poder de polícia sobre as Companhias abertas, surgindo ela como agente regulador e sancionador de abusos perpetrados em face do acionista minoritário brasileiro. Para maior elucidação do assunto, optamos pela análise de dois casos concretos, bastante recentes, em que instada a Autarquia a manifestar-se sobre duas questões que guardavam certas similitudes nos "Caso Tractebel" e "Caso Oi & Portugal Telecom", foram proferidas duas decisões distintas, gerando grave insegurança jurídica e desincentivando investimentos em Companhias brasileiras.

2. RELAÇÃO FIDUCIÁRIA E DEVERES CORRELATOS

2.1. Relação fiduciária: conceito e deveres

Os deveres impostos aos controladores e administradores das sociedades anônimas emergem de uma relação dita fiduciária, a qual pode ser constituída objetivamente, através de lei (como ocorre no âmbito do Fundo de Investimento Imobiliário, Lei nº 8.668/1993), ou subjetivamente, através da vontade entre dois particulares, os quais depositam, um no outro, confiança mútua.

Segundo Luís Felipe Spinelli, as relações fiduciárias podem ser formadas para o atendimento de dois objetivos diferentes: a primeira função seria de garantia, criando-se uma relação com escopo de garantir determinada operação econômica, a exemplo da alienação fiduciária em garantia, enquanto

a segunda função teria escopo de gestão de patrimônio e interesses alheios, a exemplo de uma relação de *trust* e da própria administração das sociedades anônimas³.

Seja qual for o objetivo específico da relação fiduciária, a ela dois elementos são comuns: (i) a posição de poder e de gerência atribuída a uma das partes sobre o interesse patrimonial da outra ou de um terceiro; (ii) a confiança depositada pelo fiduciante sobre o fiduciário, quem irá agir, por sua vez, no interesse do primeiro, tratando seus negócios de forma ética, proba e honesta.

Como não pode ser diferente, a função de administrador ou gestor pressupõe, necessariamente, liberdade e discricionariedade de ação, de modo a permitir razoável flexibilidade e margem de decisão ao fiduciário, portador de poder de direção e controle, enquanto estiver exposto aos interesses do fiduciante, quem nele confia e a favor de quem deve atuar.

Todavia, os laços de confiança entre fiduciante e fiduciário vão muito além da típica confiança e da boa-fé que se esperam da parte contrária em contratos bilaterais. Como leciona o já citado Luís Felipe Spinelli, no instituto em comento inexistente proteção completa oferecida pelo ordenamento jurídico aos interesses do fiduciante. Porém isso não significa que não existam sanções jurídicas, mas sim, que elas nem sempre podem ser adequadas, por ser impossível prever o que ocorrerá com tal relação jurídica no futuro⁴.

Nas palavras do mesmo autor, é característico da fidúcia que o Direito não dá e nem pode dar uma proteção completa para o fiduciante. Assim, não obstante a proteção insuficiente, o fiduciante entrega o seu bem porque confia na lealdade e na honestidade do fiduciário, constituindo isso o aspecto fascinante da fidúcia⁵, já que como o fiduciário pode dispor do bem, o fiduciante crê em seu comportamento ético e fiel, por mais que o Direito não coaja o fiduciário.

Deste modo, haja vista a impossibilidade de monitorar de maneira constante as condutas do sujeito sobre o qual recaem as responsabilidades de administrar e gerir patrimônio alheio com vistas aos melhores resultados,

³ SPINELLI, Luís Felipe. Conflito de interesses na administração da sociedade anônima. São Paulo: Malheiros, 2012, p. 43.

⁴ Idem, p. 49-50.

⁵ Ibidem, p. 51.

considerando a discricionariedade de que dispõe o fiduciário para cumprir com suas obrigações em face do fiduciante, qualquer previsão jurídica, por mais pormenorizada que fosse, de maneira alguma preveria tudo o que poderia ocorrer no mundo dos fatos, não livrando o fiduciante de sofrer eventuais prejuízos e abusos por parte do fiduciário.

Diante de tal cenário, com o fito de dar guarida ao instituto da fidúcia e de mitigar a possibilidade de que ela seja destruída, a solução, ainda que não completa, foi a imposição, aos fiduciários, de deveres abstratos, de natureza ético-normativa, que os incentivem a atuar de acordo com a posição de confiança que sustentam, de modo a sempre, ou na maioria das vezes, envidarem esforços para o atingimento dos interesses do fiduciante: “*described instrumentally, the fiduciary obligation is a device that enables the Law to respond to a range of situations in which, for a variety of reasons, one person’s discretion ought to be controlled because of characteristics of that person’s relationship with another.*”⁶

Isso tudo decorre, como bem anota Calixto Salomão Filho, do seccionamento entre propriedade e poder⁷. Ora, se o administrador gere sem deter propriedade, especificamente no caso da companhia, que exerce função social no seio da sociedade, da mesma forma que o controlador impera nas assembleias e elege conselheiros e diretores, muitas vezes em detrimento do restante do corpo acionário, sobretudo minoritários no caso brasileiro, são eles, administradores e os controladores - sobretudo estes últimos, em um ambiente de elevada concentração acionária, já que ao fim e ao cabo, administram patrimônio alheio e ditam o destino último da companhia -, fiduciários desta e demais *stakeholders*, conforme bem prevê o parágrafo único do artigo 116 das Lei das Sociedades Anônimas.

Por essa razão que deles são exigíveis deveres que permeiam as relações fiduciárias, uma vez que, de acordo com a teoria econômica e também concorrencial exposta pelo mesmo catedrático da Universidade de São Paulo, é natural que de qualquer situação de elevado poder e posição de gerência que o agente agirá no sentido de potencializar seus ganhos pessoais

⁶ DEMOTT, Deborah A. “Beyond metaphor: an analysis of fiduciary obligations”. Duke Law Journal, 1988, p. 915.

⁷ SALOMÃO Filho, Calixto. O Novo Direito Societário, 4ª edição, revista e ampliada. São Paulo: Malheiros, 2011, p. 193.

e benefícios particulares, afinal está em posição orgânica que lhe permite fazer escolhas e alocar recursos⁸. Assim, com vistas a evitar abusos, ao menos em tese, os deveres dos fiduciários serviriam como parâmetro e mecanismo de controle prévio das condutas do gestor, em uma tentativa, nem sempre bem-sucedida, de o direito falar mais alto que a situação fática de poder.

2.2. Dever de diligência e *business judgment rule*

Em que pese o escopo do presente trabalho seja a responsabilização de controladores e administradores como mecanismo fomentador de dispersão de capital no mercado acionário brasileiro, com o objetivo de melhor apreender as nuances relacionadas à quebra do dever de lealdade, dever esse que é imposto tanto a controladores quanto a administradores, faz-se mister apresentar breves considerações acerca do *duty of care*, por excelência imputado aos administradores.

Em linhas gerais, diligente é o administrador que investiga e fiscaliza os negócios da companhia, tendo ele obrigação de deter e buscar conhecimento tanto da área técnica em que atua, como do próprio *core business* da sociedade que (re)presenta perante o mercado, não havendo necessidade de que sempre suas decisões sejam corretas, haja vista a incerteza do mundo corporativo e a natureza da obrigação que circunda a relação administrador e administrado, que é de meio, e não de resultado.

Desse modo, o que é analisado pelas Cortes e pelos órgãos administrativos quando suscitada eventual quebra do dever de diligência pelos administradores não é a decisão em si mesma, mas sim o trâmite através do qual aconteceu o processo decisório ocorrido dentro do seio da companhia, exatamente o que conclui João Pedro de Souza Scalzilli em sua dissertação de mestrado: “em outras palavras, os tribunais não desafiam as decisões negociais dos administradores quando estes cumprem com seus deveres, atuando de boa-fé, com a diligência com que agiria uma pessoa comum

⁸ SALOMÃO Filho, Calixto. O Novo Direito Societário, 4ª edição, revista e ampliada. São Paulo: Malheiros, 2011, p. 200

prudente na mesma situação e crendo, de forma razoável, que estão agindo no melhor interesse da companhia”⁹.

É a chamada *business judgment rule*, que, consoante ensinamentos de Luís Felipe Spinelli, afasta qualquer presunção de culpa daquele administrador que age de forma cuidadosa, conscienciosa e informada, mas que mesmo assim acarreta dano à sociedade, pois até o gestor mais diligente de todos pode tomar decisões que, no futuro, podem vir a mostrar-se malsucedidas, afinal o risco é inerente a toda atividade empresarial, sobretudo em um mundo cada vez mais dinâmico e imprevisível como o atual¹⁰. Nesses casos, portanto, cabe ao autor da demanda o ônus de provar a quebra do dever fiduciário em epígrafe, eis que muito fácil acusar administrador, que não possui o dom da previsão, quando os resultados já são conhecidos no mundo dos fatos.

2.3. Dever de lealdade

Luís Felipe Spinelli afirma que é a presença do dever de diligência que diferencia uma relação fiduciária de outras relações jurídicas, não tendo a lei, todavia, definido o seu conceito de forma direta, apenas trazendo hipóteses do que é vedado realizar e do que se está obrigado a fazer¹¹.

O artigo 155 da lei acionária brasileira dispõe que é vedado (i) usar, em benefício próprio ou de outrem, com ou sem prejuízo pra a companhia, as oportunidades comerciais de que se tenha conhecimento em razão do exercício de cargo ou função; (ii) omitir-se no exercício ou proteção de direitos da companhia ou, visando à obtenção de vantagens, para si ou para outrem, deixar de aproveitar oportunidades de negócio de interesse da companhia; (iii) adquirir, para revender com lucro, bem ou direito que sabe necessário à companhia ou que esta tencione adquirir. Por fim, impõe a obrigação de dever de sigilo ao enunciar que se deve guardar sigilo sobre informação relevante ainda não divulgada ao mercado, de modo a evitar prática de *insider trading*.

⁹ SCALZILLI, João Pedro de Souza. Contribuições preliminares para uma análise da conduta de administradores e de controladores de S/A em contexto de oferta hostil. Dissertação de mestrado, UFRGS, Porto Alegre, 2009, p. 98.

¹⁰ SPINELLI, Luís Felipe. Conflito de interesses na administração da sociedade anônima. São Paulo: Malheiros, 2012, p. 112-113.

¹¹ SPINELLI, Luís Felipe, idem, p. 97.

Como se pode observar nas hipóteses acima, constata-se que em todas elas é o acesso à informação que pode levar ao cometimento de atos que infrinjam o dever de lealdade. Por essa razão que Luís Felipe Spinelli escreve que o conceito de lealdade gira em torno da ideia de informação como propriedade da sociedade, constituindo fato objetivo, verdadeira *res* da companhia, de modo que desleal é quem utiliza informação para fins desonestos, ímprobos e infiéis, em detrimento da companhia, mas em benefício próprio¹².

O outro viés do dever de lealdade diz respeito a não atuação dos gestores em casos em que exista conflito de interesses, tal como previsto no artigo 156 da Lei das S/A: “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.”

2.4. Conflito de interesses

Erasmus Valladão ensina que se configura o conflito de interesses quando a satisfação da pretensão meramente individual somente poderá ocorrer mediante o sacrifício do interesse coletivo e vice-versa, existindo conflito, portanto, entre sócio ou administrador e a sociedade quando o sócio ou administrador é portador, diante de determinada deliberação, de um dúplice interesse: o social e o particular¹³.

O conflito de interesses pode ser formal ou substancial.

2.4.1. Conflito de interesses formal

Em linhas gerais, conflito de interesse formal ocorre quando o controlador e/ou o administrador figuram, em uma mesma relação jurídica,

¹² SPINELLI, Luís Felipe, *ibidem*, p. 100.

¹³ FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *Conflito de interesses nas assembleias de S/A*. São Paulo: Malheiros, 1993, p. 20

como parte e contraparte, ao mesmo tempo, a exemplo de uma companhia controlada por um indivíduo qualquer adquirir, para a construção de sua nova sede, terreno de propriedade do mesmo. Indo mais além e no mesmo sentido, fazendo uso de exemplo retirado da tese de doutorado de Larissa Teixeira Quattrini, outra situação semelhante seria o exemplo de um acionista minoritário, representado por uma empresa de engenharia, que elege um membro do seu Conselho de Administração para também atuar em outra companhia, a qual, passado algum tempo, decide construir nova sede e está em vias de contratar interessados para tocar a obra¹⁴.

Em ambos os casos expostos acima, caso fosse adotada a solução formal, por mais que a transação pudesse ser extremamente vantajosa para a companhia, esta poderia ficar sem um terreno valorizado e em área com grau de aviamento alto por preço justo, da mesma forma que seria cortada a participação de uma construtora quando da realização da obra, em que pese fosse o seu projeto o mais competitivo de todos. Porém, destaca-se que a operação, em si mesma, não é vedada. O que se impede é o exercício de voto pela parte interessada em conflito.

Assim, a mera configuração de parte e contraparte em uma mesma relação jurídica não acarreta, necessariamente, a invalidação do ato. Ressalte-se que nos casos em que a lei adota o critério do conflito de interesses formal do administrador ou acionista com a companhia, a proibição de intervir é absoluta, não dependendo do mérito da decisão ou das circunstâncias de fato em que foi adotada, já que seria ela nula de pleno direito, desde que isso seja previsto expressamente.¹⁵

Ocorre que apesar das críticas de doutrinadores de peso em direito societário, a exemplo de Modesto Carvalhosa¹⁶ e Fran Martins¹⁷, os quais advogam que depois de cercar a realização de negócios em conflito de interesses com tantas precauções, o legislador permitiu que, posteriormente, o

¹⁴ QUATTRINI, Larissa Teixeira. Os deveres dos administradores de sociedades anônimas abertas: estudo de casos, São Paulo: Saraiva, 2014, p. 89.

¹⁵ EIZIRIK, Nelson; Ariádna B.; Parente, Flávia; Henriques, Marcus de Freitas. Mercado de capitais - regime jurídico. 3ª edição, revista e ampliada. - Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 467-470.

¹⁶ CARVALHOSA, Modesto. Comentários à lei de sociedades anônimas, vol. 3 – 4ª edição revista e atualizada – São Paulo: Saraiva, 2009, p. 329.

¹⁷ MARTINS, Fran. Comentários à lei das sociedades anônimas. 2ª edição, revista – Rio de Janeiro: Forense, 1984, vol. 2, tomo I, p. 391.

negócio fosse validado, dando a ele roupagem de ato jurídico anulável, e não nulo de pleno direito, o que faz o intérprete crer que não necessariamente haverá mácula em operações em que, em tese, houvesse conflito de interesses formal.

O posicionamento adotado pelo legislador pátrio, embora não passe imune a críticas dado o contexto de elevada concentração de propriedade de capital encontrada no Brasil, vai ao encontro do que é previsto no ordenamento jurídico de outros países e é razoável, uma vez que a classificação do negócio entabulado com conflito de interesses formal como nulo de pleno direito poderia ser igualmente prejudicial à companhia, dependendo da natureza da operação e das condições atuais de mercado, motivo pelo qual tem se adotado para aferição de anulabilidade de negócios jurídicos o critério de conflito material ou substancial. É o entendimento de Luiz Gastão Paes de Barros Leães¹⁸:

Inicialmente, cumpre advertir que a configuração dos interesses conflitantes é de natureza substancial, e não meramente formal, como a significar a posição das partes contrastantes, que de resto existe em todo contrato bilateral ou sinalagmático. Daí porque o artigo 156 expõe, em seu § 2º, que o negócio contratado é anulável (não nulo), sendo o administrador interessado obrigado a transferir para a companhia as vantagens que dele tiver auferido. A norma de que a operação não é nula, mas anulável, é a consagração da opinião dominante de que o conflito é o conflito substancial."

2.4.2. Conflito de interesses material

Ante as perdas a que a sociedade estaria sujeita caso as situações de conflito resolvessem-se sempre pela regra do conflito de interesses formal, a alternativa foi analisar detidamente o caso concreto e afastar a presunção de

¹⁸ LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. Estudos e pareceres sobre sociedades anônimas. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1989, p. 32.

conflito para se aferir acerca da existência ou não de interesses conflitantes em uma dada situação. Assim, pode-se perfeitamente relacionar dano *in re ipsa* com a teoria formalista, enquanto que a teoria materialista ou substancial atre-se-á à realidade em um contexto específico.

Calixto Salomão Filho ensina que o conflito de interesses material, substancial ou atual, ao inverso do formal, não proíbe a realização, *de per si*, de negócios entre controladores e administradores com a companhia na qual eles ocupam posições de fiduciários, apenas impondo a condição de que a transação seja justa e equânime, razoável e praticável em um mercado competitivo e não monopolizado¹⁹.

Em igual sentido, comentário sobre o estatuto acionário da lavra de Modesto Carvalhosa²⁰:

“De acordo com o primeiro teste, a decisão do controlador ou do administrador será unfair se o resultado da operação para a companhia controlada, coligada ou controladora for menos vantajoso do que seria caso a decisão tivesse de ser tomada por uma pessoa independente, não envolvida em qualquer conflito de interesse. Trata-se, tal teste, da conhecida arms-length bargain comparison. De acordo com o segundo teste, a operação seria considerada legítima ou ilegítima, tendo em vista sua comparação com operações similares efetivadas pela companhia com terceiros. Assim, na prática, a pergunta que se deve fazer é a seguinte: se a companhia não fosse controladora, controlada ou coligada, o negócio em tela seria firmado no mesmo valor, prazo, forma, financiamento, etc.? A conclusão dessa análise deve ser de que o negócio é conveniente para ambas as partes.”

¹⁹ SALOMÃO Filho, *idem*, p. 111.

²⁰ CARVALHOSA, Modesto. Comentários à Lei das Sociedades Anônimas, 2ª edição, São Paulo: Saraiva, 2003, vol. IV, tomo 2, p. 32).

Assim, pode perfeitamente haver transação entre fiduciário de um lado e fiduciante de outro desde que a operação afigure-se razoável e interessante à companhia em um mercado competitivo. Em outras palavras, será constatado conflito de interesses substancial se do negócio advir a uma das partes benefício injusto que, caso fosse entabulado com terceiro estranho, não adviria, de modo que a caracterização de infringência ao dever de não atuação em conflito de interesses (e de lealdade, evidentemente), sempre dar-se-á na modalidade dolosa e, conseqüentemente, abrirá maior espaço para revisão.

É a teoria da *entire fairness*.

2.4.3. *Entire fairness*

Ao contrário da *business judgment rule*, que aprecia o *iter* que leva à tomada de decisão, sendo que esta, propriamente dita, tende a não ser questionada, ainda que equivocada ou prejudicial à companhia, o mesmo não ocorre com a teoria da *entire fairness*. Isso porque a primeira diz respeito ao dever de diligência, enquanto a segunda diz respeito ao dever de lealdade.

Não é que exista hierarquia entre os deveres fiduciários, mas é que para a caracterização da fidúcia, a lealdade deve vir antes da diligência, já que primeiramente deve existir confiança e honestidade recíproca entre fiduciante e fiduciário. Essa é a razão pela qual eventual revisão (regulatória ou judicial) abarca não só o processo de tomada de decisão, mas também o próprio mérito da decisão para uma solução integralmente justa ao caso concreto, *entire fairness*, uma vez que não há discricionariedade quando se fala em lealdade.

Quando se trata de violação ao dever de diligência, presume terem atuado os administradores de boa-fé e de forma conscienciosa, cabendo ao autor toda carga probatória de que necessita para que seu pleito seja julgado procedente e os fiduciários sejam declarados culpados por não terem agido com diligência, afastando a *business judgment rule* qualquer indício de culpa dos fiduciários, afinal o risco é inerente à atividade empresarial.²¹

²¹ SPINELLI, Luís Felipe, *idem*, p. 112-113.

Porém diametralmente oposta é a caracterização de infração ao dever de lealdade, pois nas situações em que isso ocorre, via de regra, o fiduciário anteriormente arquitetou em sua mente formas de golpear o fiduciante, ferindo de morte a relação de confiança que entre eles antes havia. Por esse motivo, há inversão do ônus da prova, recaindo aos supostos infringentes a obrigação de demonstrarem que não agiram contrariamente à lealdade e à confiança em si depositadas pelo fiduciante, sendo aplicável ao caso correção e revisão integrais tanto do processo de tomada de decisão, quando a decisão propriamente dita.

Tal entendimento deveria ser utilizado para a correção de distorções relevantes em mercados acionários concentrados, como o brasileiro, uma vez que a tendência seria a contenção de abusos perpetrados por administradores e controladores em face de acionistas minoritários e a sociedade em geral. É o assunto e a crítica a serem expostos no próximo capítulo.

3. PAPEL DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

3.1. Comissão de Valores Mobiliários: casos recentes

Encarregada de assuntos relacionados ao mercado de capitais brasileiro, a Comissão de Valores Mobiliários frequentemente é instada a manifestar-se sobre eventual caracterização de conflito de interesses e sobre descumprimento de deveres fiduciários por parte de administradores e controladores, tendo a referida entidade há alguns anos analisando e se posicionando com excelência e favoravelmente aos acionistas minoritários em diversos casos relevantes, a exemplo do famoso caso Tractebel, que impediu o exercício de direito de voto por parte dos acionistas controladores, em operação em tese em conflito de interesses, ainda que fosse criado comitê independente para deliberação equânime da matéria.

Porém, para surpresa de muitos, recentemente houve regressão às origens quando da análise, pela CVM, da reestruturação societária envolvendo a Oi S/A e a Portugal Telecom, através da chancela do Estado ao permitir exercício de voto em total conflito de interesses com a companhia e os acionistas minoritários, constituindo a operação como mecanismo de

transferência das dívidas das diversas sociedades entrepostas entre a Oi e a Portugal Telecom (a Oi possui organização societária extremamente complexa, fato reconhecido pela própria Comissão), através de sucessivas incorporações societárias, tendo assumido a “PT” a obrigação de subscrição de novas ações de emissão da Companhia em sede de oferta pública, a serem realizadas com o aporte de ativos operacionais manifestamente superavaliados da controladora.

O mercado, como era de se esperar, ficou pasmo, pois os investidores acreditavam na seriedade e na rigidez que a Comissão de Valores Mobiliários estava utilizando para a análise de casos recentes relativos a conflito de interesses e quebra de dever de lealdade. Ora, contrariando a louvável evolução que vinha ela própria capitaneando em favor da fluidez e dispersão acionária do incipiente mercado de capitais brasileiro, a CVM admitiu o prosseguimento da operação questionada pelos minoritários, conferindo aos acionistas controladores direito de voto para aprovarem tudo aprovarem em detrimento do restante do corpo de sócios da empresa, cabendo a estes, se entenderem necessário, reclamarem ao Poder Judiciário eventual dano por eles experimentado.

Deste modo, cumpre analisar os casos supraditos.

3.1.1. Caso Tractebel

3.1.1.1. Objeto

Trata-se do Processo Administrativo nº RJ 2009-13179²², através do qual Tractebel Energia S/A formulou consulta perante a CVM com o objetivo de verificar se a sua acionista controladora, GDF Suez Energy Latin America Participações LTDA., poderia ou não votar em assembleia que deliberaria acerca da aquisição de ações de Suez Energia Renovável S/A, por sua controladora GDF Suez também controlada. A consulta teve como escopo

²² BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários – CVM. Relatório do Diretor Alexandro Broedel Lopes. Decisão do colegiado da CVM. <http://www.cvm.gov.br/port/descol/respdecis.asp?File=7190-4.HTM> (Disponível em: 17 de outubro de 2014).

aferir se haveria ou não conflito de interesses suficientemente relevante a ponto de impedir sua principal acionista de exercer voto em assembleia, nos termos do § 1º do artigo 115 da Lei das S/A.

A consultante afirmou que os termos da transação foram previamente formulados por comitê especial independente, criado, pelo Conselho de Administração, consoante prevê o Parecer de Orientação nº 35 da Comissão de Valores Mobiliários, composto exclusivamente por administradores (conselheiros e diretores) da Companhia, em sua maioria independentes, todos eles gozando de elevada especialização e capacidade técnica. Assim, ao menos em tese, a consultante acredita que sua controladora não estaria incorrendo em conflito de interesses caso participasse do conclave que autorizasse tal operação societária.

3.1.1.2. Histórico

Em 21 de dezembro de 2009, a Tractebel Energia S/A divulgou ao mercado fato relevante, trazendo à tona informação de que seu Conselho de Administração aprovou proposta de aquisição da totalidade das ações ordinárias de emissão da Suez Energia Renovável S/A, de propriedade de sua controladora GDF Suez Energy Latin America Participações LTDA., pendendo a operação societária apenas de ratificação de assembleia-geral de acionistas.

Dois dias após o *disclosure*, a Superintendência de Relações com Empresas da CVM solicitou à Tractebel maiores informações sobre a transação que pretendia levar a cabo, tendo a empresa respondido à CVM que pretendia adquirir 99,99% das ações de Suez Energia Renovável S/A, sua sociedade irmã, operação aprovada por conselheiros independentes da companhia eleitos por minoritários, de modo que ainda que não fossem contabilizados os votos dos conselheiros indicados pela controladora, a transação receberia a aprovação necessária.

Após a resposta da empresa, a CVM enviou comunicado à Tractebel informando que haveria óbice ao exercício do direito de voto de sua controladora, GDF Suez Energy Latin America, em aprovar a aquisição de ações de sociedade-irmã, ainda que as cláusulas do negócio tenham sido analisadas, formuladas e aprovadas por comitê independente previsto no

Parecer nº 35 da CVM. Isso porque, embora louvável a iniciativa, conforme interpretação literal do ato normativo, a criação do comitê seria aplicável a operações de fusão, incorporação e incorporação de ações, sendo inaplicável ao caso concreto, que versa unicamente sobre aquisição de ações. Desse modo, a CVM encaminhou ofício e publicou que a sociedade controladora estaria impedida de votar no conclave, vigorando tal proibição mesmo que a deliberação tratasse de benefício lícitos e visasse ao bem da companhia.

Em 12 de agosto de 2010, a Tractebel novamente protocolizou manifestação informando a CVM sobre sua estratégia de crescimento, a qual dependeria de aquisições de novos empreendimentos, tanto de sua controladora quanto de terceiros, porém desta vez deixou claro desde o início sobre a contratação de consultores independentes e especializados para diagnosticar a causa de desconforto demonstrada por alguns acionistas em relação à aquisição das ações da GDF Suez, estando ela disposta a criar novo comitê especial independente para transações com partes relacionadas, o qual estaria encarregado de analisar e negociar qualquer projeto ou proposta de aquisição por parte da Companhia, incluindo o acionista controlador, com o objetivo de solucionar a questão do conflito de interesse anteriormente suscitado pela CVM.

A Tractebel solicitou, assim, revisão do entendimento esposado pela CVM em 21 de janeiro de 2010, sobre a proibição de voto do acionista controlador. Ao fim, a Tractebel também informou que, no que tange especificamente em relação à aquisição das ações da Suez Energia Renovável S/A, o acionista controlador pretende abster-se de exercer voto em assembleia sobre a matéria. Porém, relativamente a outras operações, dias depois a CVM manifestou-se e ratificou o entendimento inicial, no sentido de que a consulente, caso pretenda adquirir ativos de seu controlador, deveria obter aprovação dos demais acionistas, de modo que a GDF Suez estaria em tal ponto de conflito de interesses que deveria abster-se de votar, não sendo solucionado tamanho conflito de interesses unicamente pela instauração de comitê independente.

3.1.1.3. Decisão e comentários

Em louvável e didático voto, o Diretor-Relator Alexsandro Broedel Lopes inicialmente trouxe à memória precedentes da Corte administrativa, dentre eles o caso Ambev e Interbrew S/A, bem como Previ e Sistel, destacando-se o Processo Administrativo Sancionador nº TA/RJ2001/4977, oportunidade na qual foi analisada a possibilidade ou não de voto, pela Tele Celular Sul Participações S/A (TCS), controladora de CTMR Celular S/A, em assembleia para deliberar sobre contrato firmado entre esta e a Telecom Italia Mobile, controlada indiretamente pela Tele Celular Sul, sendo que na ocasião, a Diretora Norma Parente entendeu que, em que pese houvesse controle indireto sobre as sociedades, haveria conflito de interesses sem se adentrar na questão de formal ou substancial, afinal, ao fim e ao cabo, a TCS ocuparia simultaneamente posições contratuais opostas. Na mesma linha de entendimento, o Diretor Marcelo Trindade afirmou que, no caso sob análise, a regra do impedimento de voto deve ser posta em prática antes da deliberação da companhia. Porém em sentido oposto votou o Diretor Luiz Antônio Sampaio Campos, para quem o conflito de interesses deveria ser aferido no caso concreto e *a posteriori*. O voto dissidente fundamentou-se no argumento de seria muito violenta tamanha presunção de má-fé do controlador a ponto de vedar-lhe o exercício de voto antes mesmo de perquirir se o seu desígnio seria abusivo ou não. Logo, por maioria, foi a TCS impedida de votar.

Após tal digressão, o Relator ateve-se à análise das modalidades de conflito de interesses, comparando doutrinas e perquirindo o sentido de interesse social, já que a partir disso seria possível definir quando se dão as situações de conflitos de interesse, assunto que desde sempre gera discussões ferrenhas, passando a analisar os aspectos jurídicos do conflito material de interesses e os aspectos econômicos do dito conflito material.

No que tange aos aspectos jurídicos do conflito material de interesses, citou que Erasmo Valladão²³ e Luiz Gastão Paes de Barros Leães²⁴ defendem que a corrente que advoga pela proibição de voto vem sendo restringida gradativamente a hipóteses excepcionais, em face das necessidades do mundo econômico moderno, caracterizado pela concentração

²³ FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. Conflito de Interesses nas Assembleias de S/A. São Paulo: Malheiros, 1993, p. 92-97.

²⁴ LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. Pareceres – Volume I. Singular: São Paulo/SP, 2004, p. 181.

empresarial, sendo eles favoráveis à proibição de voto somente em casos em que fica constatado, em concreto, que houve deliberação conflitante entre controlador e companhia, sendo eventual controle feito *ex post*. No entanto, afasta tais argumentos porque, segundo sua interpretação, o § 1º do artigo 115 da Lei das S/A diz, expressamente, que o acionista “não poderá votar” quando estiver em interesse conflitante com a companhia, não cabendo aos aplicadores do direito leitura diversa, no sentido de conferir direito a voto ao acionista para depois sim discutir acerca de hipotética ocorrência ou não de conflito de interesses.

Passado o primeiro ponto, o Relator afirma que, sob aspectos econômicos, a operação entre a Tractebel e a sua controladora, GDF Suez, guarda elevada carga de assimetria informacional, gerando seleção adversa e risco moral, sendo o conflito de interesses de tamanha monta que, com o fito de proteger os interesses dos acionistas minoritários, menos informados que os controladores, deve existir mecanismo *ex ante* que permite a prevenção e o controle de condutas abusivas por parte do sócio soberano. Ora, claramente os acionistas controladores dispõem de mais informações e dados possivelmente sigilosos, em detrimento dos demais sócios, que votariam sem ter um panorama completo da real situação e dos verdadeiros intuítos societários por trás da operação empresarial. Ademais, o acionista controlador é parte e contraparte nas duas operações, ocupando os polos de comprador e vendedor, angariando riqueza pessoal diferente da que advirá para o acionista minoritário. Não se está afirmando que o controlador não adotará postura proba e honesta, mas sim que a caracterização de situação conflituosa já existe *ex ante*, pois todos sabem, inclusive o controlador, as posições negociais por este ocupadas. Ou seja, há risco antes mesmo do voto.

Para o Relator, o conflito de interesses será inerente a uma situação que envolva contrato bilateral entre companhia e acionista (no caso Tractebel, a controladora figurava como compradora e vendedora ao mesmo tempo), presumindo-se que os acionistas contratantes, de posse de informações não abrangidas pelo *disclosure*, visarão a benefícios particulares decorrentes da alienação. Ademais, embora não aplique ao caso concreto a teoria, traz à baila lição de Calixto Salomão Filho acerca das soluções organizativas: “Por solução orgânica ou estrutural quer-se significar a tentativa de resolver nos órgãos

societários o problema do conflito, seja através da incorporação no órgão de todos os agentes que têm interesse ou sofrem as consequências, ou através da criação de órgãos independentes, não passíveis de ser influenciados pelos interesses conflitantes”.²⁵

Isso porque, embora a Tractebel tenha proposto a criação, pelo seu Conselho de Administração, de um comitê especial independente para transação com partes relacionadas, composto exclusivamente por administradores, em sua maioria independentes, incluindo membros do Conselho de Administração e da Diretoria da Companhia eleitos pela minoria, por si só, não garantiria a proteção dos demais acionistas e do mercado de capitais como um todo. Não obstante admirável e louvável a solução proposta, ela apenas poderia mitigar o conflito de interesses em tese havido no caso em epígrafe, mas de forma alguma traria condições equânimes no que diz respeito à negociação dos termos do contrato a ser firmado com, de um lado, controlador, e de outro, o mesmo controlador, através de suas controladas diferentes suas. Nesse sentido, a melhor alternativa para a proteção dos acionistas minoritários seria a verificação *ex ante* do conflito de interesses, sendo impedido de votar na deliberação o maior interessado na operação, já que seria, de uma forma ou de outra, beneficiado pela aprovação da mesma.

Ressalte-se que em momento algum a operação em si mesma foi questionada, reputando-se ela, em um primeiro momento, como apenas uma estratégia de crescimento dos negócios da Tractebel, afinal toda e qualquer empresa visa ao crescimento e ao lucro. O que foi questionado é a possibilidade ou não de o acionista controlador votar favoravelmente à negociação de contratos que ele mesmo propôs à companhia, a qual pode perfeitamente ser beneficiada com a conclusão da transação, apenas impondo a aprovação desta à deliberação dos acionistas minoritários, o que, aos olhos do Relator e de acordo com as jurisprudências inglesa e norte-americana, constituiria a forma mais confiável de se aferir os termos do contrato estaria em sintonia ou não com as finalidades lucrativas e o objeto social da Companhia.

Assim, concluiu acertadamente o Relator que a solução proposta pela Tractebel não teria o condão de afastar a aplicação da regra de conflito,

²⁵ SALOMÃO Filho, Calixto. O Novo Direito Societário, 4ª edição, revista e ampliada. São Paulo: Malheiros, 2011, p. 104-107.

de modo que o mecanismo apresentado (eleição de comitê especial independente para transação com parte relacionada), por si só, não eliminaria risco de ser tomada decisão abusiva e contrária aos interesses dos minoritários, motivo pelo qual, no presente caso, entendeu como tratamento adequado a necessária abstenção de voto do acionista majoritário, parte e contraparte no negócio societário, sendo a solução mais razoável ao caso, conforme mencionado pela Diretora Maria Helena dos Santos Fernandes de Santana, que acompanhou o relator, conceder à totalidade dos minoritários o poder de decidirem se a operação será aprovada ou não, ao invés de concentrar tal decisão a uma única pessoa. A decisão do relator no caso Tractebel foi acompanhada pelos Diretores Maria Helena, Marcos Pinto e Otávio Yazbek, tendo formulado voto dissidente o Diretor Eli Loria, para quem a aferição de conflito deveria ser examinada *ex post*.

3.1.2. Caso Oi e Portugal Telecom

3.1.2.1. Objeto

Trata-se do processo administrativo nº RJ2013/10913²⁶, uma consulta à CVM protocolizada por Tempo Capital Gestão de Recursos LTDA., acionista minoritário da Oi S/A, em outubro de 2013, com vistas a aferir existência de eventual conflito de interesses da controladora Portugal Telecom SGPS S/A em fazer uso de seu direito de voto em assembleia-geral para deliberar sobre reestruturação societária da Oi, a qual desde sempre teve composição acionária bastante complexa.

De forma sintética, a Oi S/A era controlada pela Telemar Participações S/A, a qual detinha, à época, 249.734.835 ações ordinárias “OIBR3”, representativas de 41,69% dos votos da Companhia, juntamente com 18.289.917 ações preferenciais OIBR4, representativas de 1,53% do capital

²⁶ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários – CVM. Relatório da Diretora Luciana Dias. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/port/descol/respdecis.asp?File=9012-1.HTM>. (Disponível em: 17 de outubro de 2014). Ainda, conferir manifestação de voto dissidente da Diretora Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes: <http://www.cvm.gov.br/port/descol/respdecis.asp?File=9012-2.HTM> (Disponível em: 17 de outubro de 2014).

social da Oi, o que perfectibilizaria 268.024.752 ações da Companhia, equivalentes a 14,91% do capital social total da empresa. Ainda, a Valverde Participações S/A, subsidiária integral da Telemar Participações S/A, era detentora de outras 40.814.953 ações ordinárias, equivalentes a 6,81% do capital votante da Companhia, e 40.814.953 ações preferenciais, totalizando 2,27% do capital social total da Oi S/A. Ações representativas de 31,35% do capital votante da Oi S/A estavam nas mãos de outros investidores fora do bloco de controle.

A Telemar Participações, por sua vez, era controlada de forma compartilhada com todos os seus acionistas, sobressaindo-se a AG Telecom Participações S/A, a LF Tel S/A, ambas contando com 19,36% de seu capital votante, totalizando 38,72% do mesmo, além da BNDES Participações S/A e da Fundação Atlântico de Seguridade Social, respectivamente, com 13,05% e 11,51% das ações ON da Telemar Participações. As sociedades AG Telecom S/A e LF Tel S/A são subsidiárias integrais de Pasa Participações S/A e de EDSP75 Participações S/A, respectivamente, sendo a Pasa e a EDSP75 controladas em conjunto pela Andrade Gutierrez S/A, pela Jereissati Telecom S/A e pela Bratel Brasil S/A, controlada por Bratel BV, sociedade fundada em Amsterdã por PT Móvel, subsidiária integral de diversas outras sociedades da PT Portugal, finalmente controlada por Portugal Telecom SGPS S/A.

3.1.2.2. Histórico

Em 2 de outubro de 2013, a Oi divulgou fato relevante ao mercado, anunciando que a Companhia (ela mesma, a Oi), a Portugal Telecom, a Bratel Brasil, a LF Tel, a EDSP75, a AG Telecom, a Pasa, a Portugal Telecom SGPS S/A e outros acionistas envolvidos na pirâmide de controle da Oi celebraram memorando de entendimentos visando a estabelecer bases e princípios que regulariam as negociações de uma potencial operação envolvendo a Portugal Telecom, a Oi e os seus outros acionistas controladores para a formação de uma companhia, a CorpCo, a qual reuniria os acionistas da Oi, da Portugal Telecom e da Telemar Participações, combinando, assim, atividades de telecomunicações prestadas no Brasil, em Portugal e na África, no sentido de

alavancar e potencializar a capacidade das companhias, além de simplificar a estruturação societária de todas as empresas envolvidas.

Meses após, em 20 de fevereiro de 2014, a Oi publicou novo fato relevante, trazendo à tona a informação de que haviam sido celebrados negócios jurídicos definitivos que descreviam cada uma das etapas de sua reestruturação societária, tendo como o resultado final da transação a consolidação da base acionária da Portugal Telecom, da Oi e da Telemar Participações S/A nesta última companhia, a qual passaria a ser a sociedade “CorpCo”. O objetivo da operação seria pulverizar a base acionária da Telemar, de modo que nenhum acionista ou grupo de acionistas vinculados por meios contratuais detivessem a maioria de suas ações, que seriam listadas no Novo Mercado da BM&FBovespa e também negociadas na New York Stock Exchange e na NYSE Euronext Lisbon.

A primeira etapa da operação societária compreenderia a conferência de ações da EDSP75 S/A detidas pela Jereissati Telecom a uma nova sociedade, SAYED RJ Participações S/A, bem como a conferência de parcela das ações de emissão da Pasa, detidas pela Andrade Gutierrez, a uma também nova sociedade, Vênus RJ Participações. Passada essa fase, haveria emissão de debêntures conversíveis em ações (ordinárias ou preferenciais) pela Sayed, pela Vênus, pela EDSP75, pela Pasa, pela LF Tel, pela AG Telecom e pela Telemar Participações, de modo a prover recursos suficientes para fazer frente ao nível de endividamento das sociedades controladas até chegar à Telemar e à Oi (a dívida líquida da Oi era de aproximadamente 3,5 bilhões de reais) e, como consequência, segundo prevê o plano, modernizar e expandir os seus serviços.

Assim, as duas novas sociedades criadas como entrepostas à Andrade Gutierrez e a Pasa, a “Vênus”, e a Jereissati Telecom e a EDSP75, a “Sayed”, emitiriam, cada uma, debêntures conversíveis em ações no montante de R\$ 938,5 milhões cada uma, que seriam subscritas pela PTB2 S/A, uma subsidiária da Portugal Telecom SGPS S/A, controladora final da Oi e de boa parte das sociedades dispostas em pirâmide no arranjo societário em questão. Logo após, a EDSP75 e a Pasa emitiriam, também cada uma, debêntures conversíveis em ações no valor de 2,34 bilhões de reais, que seriam subscritas pela Sayed, pela Vênus e pela Bratel Brasil, braço brasileiro da controladora

final, Portugal Telecom SGPS S/A. Ato contínuo, AG Telecom e LF Tel emitiriam, cada uma, debêntures conversíveis subscritas por EDSP75 e Pasa, no mesmo valor de 2,34 bilhões de reais cada e, finalmente, a Telemar Participações emitiria debêntures conversíveis em ações, no valor total de aproximadamente R\$ 3,5 bilhões de reais (mesmo valor da dívida líquida da Oi S/A), subscritas, meio a meio, pela LF Tel e pela AG Telecom.

O próximo passo para a consecução dos desígnios da Portugal Telecom seria um aumento do capital social da Oi S/A por meio de oferta pública de distribuição de ações, com valor aproximado de 14 bilhões de reais, respeitando a proporção existente entre as espécies de ações (1/3 de ações ordinárias e 2/3 de ações preferenciais), participando a controladora Portugal Telecom do aumento de capital, integralizando ela alguns de seus ativos operacionais (acompanhados de eventuais passivos), os quais foram avaliados por empresa de auditoria e pelo Santander em aproximadamente seis bilhões de reais, sendo esta a parcela do aumento de capital da Oi a ser integralizada pela Portugal Telecom (PT).

Após tal estudo, a Companhia convocou para uma assembleia geral extraordinária a ser realizada em março de 2014 todos os seus acionistas para deliberarem sobre a proposta de alteração de seu limite de capital autorizado, com a conseqüente alteração do estatuto social da Oi, bem como para ratificarem a contratação do avaliador para a elaboração do laudo de avaliação dos ativos operacionais de Portugal Telecom, que seriam integralizados à Companhia em contraprestação às novas ações a serem emitidas pela Oi. Ainda, a subscrição da mencionada parcela de aumento de capital da Oi pela PT foi prevista em compromisso de subscrição assumido por ela, tendo a Telemar, a AG e a LF Tel assumido a obrigação de cederem, de forma não onerosa, a totalidade de seus direitos de sócio à PT.

Ademais, o banco de investimento BTG Pactual S/A firmou contrato com as sociedades envolvidas na reestruturação societária para subscrição de ações ordinárias em valor total equivalente à diferença entre dois bilhões e os valores das ordens de subscrição que venham a ser colocadas na Oferta Pública por acionistas da CorpCo, excluída a Bratel Brasil, controlada por Portugal Telecom, afinal a liquidação do acréscimo de capital da Oi seria

condição necessária para a integralização das debêntures pelas subsidiárias da PT e para a conseqüente realização societária do grupo.

Feito o aumento de capital da Oi, as debêntures conversíveis em ações emitidas por Sayed, Vênus, EDSP75, LF Tel e AG Telecom (debêntures das holdings), assim como as debêntures conversíveis pela Telemar Participações, seriam integralizadas por quem as subscreveu e, ato contínuo, LF Tel, AG Telecom, EDSP75 e Pasa seriam cindidas progressivamente, sendo seus ativos transferidos a sociedades de propósito específicos criadas com a única função de recebê-los, deixando apenas a LF Tel, a AG Telecom, a EDSP75 e a Pasa com as participações que detinham, direta ou indiretamente, na Telemar Participações e na Oi, o que facilitaria a concentração de investimentos diretamente na Oi pela Portugal Telecom.

Passadas as cisões acima, além do aumento de capital da Oi, a ser realizado por oferta pública de aquisição de ações, as debêntures que seriam emitidas pela Telemar Participações, subscritas pela AG Telecom e pela LF Tel, seriam convertidas em ações ordinárias da própria Telemar Participações, a qual incorporaria a totalidade das ações da Oi, transformando esta sociedade em subsidiária integral de sua controladora, a Telemar Participações. Assim, após convertidas suas debêntures, a nova distribuição acionária da Telemar seria de 37,19% para AG Telecom e de outros 37,19% para LF Tel, diluindo a participação dos outros acionistas, quais sejam, Fundação Atlântico, BNDES-Par, Previ, Petros e outros do mercado geral.

Mas isso seria apenas a ponta do *iceberg* da complexa reestruturação societária da Oi, pois a AG Telecom seria incorporada pela Pasa, e a LF Tel seria incorporada pela EDSP75, sendo essas duas sociedades, Pasa e EDSP75, por sua vez, incorporadas pela Bratel Brasil, extinguindo, portanto Pasa, AG Telecom, EDSP75 e LF Tel, de modo que todas as ações de emissão da Telemar (controladora) e da Oi (controlada) por elas conjuntamente detidas passariam a ser de titularidade da Bratel Brasil (controlada pela Portugal Telecom). Ainda, a Bratel emitiria novos lotes de ações, que seriam integralizadas pela Vênus e pela Sayed, além de a Telemar ser cindida parcialmente de forma desproporcional, com transferência da parcela cindida – equivalente a 99,9% do investimento da Bratel Brasil na Telemar e 79,5% do investimento da Telemar na Oi – pela Bratel Brasil,

controlada pela PT, o que resultaria no recebimento, pela Bratel (e ao fim pela PT) de ações emitidas pela Oi anteriormente detidas pela Telemar. Logo depois, a Bratel seria cindida, incorporando o 0,1% de sua participação acionária na Telemar a sociedade Marnaz Participações S/A, ocasionando a seguinte situação: a Bratel teria apenas ações da Oi, enquanto a Marnaz ficaria com o remanescente de sua participação na Telemar.

Posteriormente a tudo isso, a Bratel seria incorporada pela Oi, enquanto que Marnaz, Vênus, Sayed, PTB2 o seriam também pela Telemar Participações, recebendo os seus acionistas ações de emissão da Telemar, enquanto que esta passaria a ser titular da integralidade das participações da Oi detidas pelas sociedades por ela recém incorporadas. Em linhas gerais, todas as sociedades entrepostas em forma de pirâmide entre a Telemar e a Portugal Telecom, a Jereissati Telecom e a Andrade Gutierrez (LF Tel, AG Telecom, Pasa, EDSP75, Bratel, Sayed, Vênus e PTB2) seriam extintas, figurando elas, PT, Jereissati e AG, como detentoras de 70,62% do capital votante da Telemar, permanecendo os restantes 29,38% nas mãos de outros acionistas, os quais não teriam direito de retirada, sendo que, ao final, a Telemar passaria a ser denominada CorpCo, detentora, como já dito acima, de 100% das ações da Oi.

Finalmente, a última etapa da reestruturação societária da Oi seria a incorporação da própria Portugal Telecom pela Telemar Participações, acarretando a unificação do corpo acionário de todas as companhias em uma só, resultando no seguinte: (i) a Oi passaria a ser subsidiária integral da Telemar Participações S/A; (ii) a Telemar passaria a ser denominada CorpCo; (iii) o corpo acionário da CorpCo passaria a contar com 39,70% de ações detidas pela PTGPS S/A (controladora final de todas as sociedades da Portugal Telecom).

Diante de todo o exposto, a consultante Tempo Capital, dentre diversos questionamentos, apresentou à Comissão de Valores Mobiliários duas perguntas que interessam ao presente estudo: (i) haveria ou não benefício particular e a caracterização de conflito de interesses, de modo a gerar o impedimento do exercício de voto por parte de todos os acionistas controladores, diretos e indiretos, em especial a Portugal Telecom e, por tabela, da PTGPS S/A, controladora final de todas as sociedades entrepostas

entre si mesma e a Oi, no que tange à aprovação da reestruturação societária por ela proposta aos acionistas da Oi? (ii) a operação delineada caracteriza abuso de poder de controle, por parte da Telemar Participações, pela AG Telecom, pela Bratel e pela Portugal Telecom, e violação aos deveres fiduciários por parte dos administradores da Companhia que celebraram o memorando de entendimento que previa todos os passos da operação societária?

3.1.2.3. Decisão e comentários

Em suas alegações, a Tempo Capital alegou que todos os acionistas Controladores da Oi, diretos e indiretos, não somente a Portugal Telecom e a Bratel Brasil, estariam impedidos de votar nas deliberações envolvendo a complexa reestruturação pela qual a Oi passaria caso fossem todas as etapas aprovadas e bem-sucedidas, isso porque além de os maiores interessados na efetivação dos negócios jurídicos seriam os controladores, houve formação de acordo de acionistas, através do qual todos os signatários, em especial AG Telecom e LF Tel, submeter-se-iam à vontade da Portugal Telecom, sendo desta a palavra final de toda e qualquer deliberação envolvendo a Telemar. Ademais, todos os valores envolvendo a operação, sobretudo os relativos aos ativos da PT, foram previamente determinados pelos acionistas controladores, conforme livre conveniência deles, de modo que o valor de mercado dos bens oferecidos para subscrição de aumento de capital não condiz com a cotação real e atual do mercado.

Os controladores, em resposta às alegações da acionista e consulente, disse que a “a posição e o interesse dos acionistas integrantes do grupo de controle da Oi (LF Tel, AG Telecom e Portugal Telecom), na deliberação relativa à avaliação dos ativos da PT, não é compartilhado, nem idêntico”, todavia, reconheceu expressamente que “como efeito natural do aumento de capital e da avaliação dos bens, os demais acionistas, direta ou indiretamente, teriam sua participação no capital da Oi diluída. Ainda, afirmam que em momento algum haveria benefício particular decorrente de poder de controle e abuso de posição dominante, já que o real intuito da PT é a simplificação da composição societária das Companhias que circundam a Oi,

além de lançar mão de mecanismos dentro do mercado de capitais para saldar as dívidas das sociedades.

Da análise das alegações de ambas as partes, a Superintendência de Relações com Empresas (SEP), órgão vinculado à Comissão de Valores Mobiliários, emitiu entendimento de que todos os acionistas controladores da Oi, sejam eles diretos ou indiretos, estariam impedidos de votar nas deliberações envolvendo aferição dos valores dos Ativos da PT a serem utilizados para subscrição de novas ações em sede de oferta pública a ser realizada pela Companhia. Isso porque ainda que a Portugal Telecom sozinha não seja a vontade da Telemar Participações e também deixe de votar nas deliberações relativas à avaliação dos ativos a serem dados para aumento de capital da Oi, estas medidas não seriam suficientes para se ter razoável convicção de que a questão seria decidida pelos sócios sem qualquer conflito de interesses, até mesmo porque todos os demais acionistas componentes das estruturas piramidais da Oi seriam, ao fim e ao cabo, beneficiados pelo suposto “equacionamento do endividamento líquido” das sociedades que circunvizinham a Oi. Tal ponto foi muito bem observado pela área técnica da CVM, pois, após a transação sob análise, afora a superavaliação dos ativos a serem dados em contrapartida ao aumento de capital da Oi, as dívidas assumidas unicamente pelos controladores seriam repassadas à Companhia por meio de diversas e sucessivas incorporações societárias, de modo que da capitalização de todas as *holdings*, pela emissão de debêntures, e da consequente assunção de dívidas pela Oi, não é possível ignorar tamanho benefício particular aos detentores do poder de controle. Em outras palavras, os controladores teriam a chance de capitalizarem lucros ao determinarem o valor de suas ações quando da unificação da base acionária das companhias e, ao mesmo tempo, socializarem as dívidas através da transmissão de todas as obrigações do grupo controlador para a Telemar (CorpCo), sociedade anônima que abrangeria todos os acionistas.

Contra o entendimento esposado pela SEP sobre benefício particular e extensão de impedimento de voto, a Oi e seus controladores protocolizaram recurso para que fosse revisto o posicionamento, já que proibir voto de sócio é tolher seu principal direito no seio da sociedade, devendo tal medida ser mecanismo extremo e excepcional para resolução de litígios em

que fique caracterizada de plano a condição de abusividade da operação, devendo ser aplicada a regra de conflito material de interesses. Alegaram também equívoco por parte da SEP quando esta se manifestou pela caracterização de benefício particular de controle decorrente da capitalização das *holdings* e da transmissão das dívidas dos controladores para uma única sociedade, a Telemar (futura CorpCo), que abrangeria todo corpo acionário da Oi, uma vez que a operação tem como fito simplificar a estrutura acionária da Oi, que, tal como fora explicado no item acima, incorporaria diversas sociedades (com dívidas) e, ao fim, teria suas ações incorporadas pela Telemar. A Companhia apresentou parecer de Nelson Eizirik para ratificar sua tese de que a aferição da situação de conflito de interesses deveria ser avaliada *a posteriori* à operação.

Levado o caso ao colegiado da CVM, a Relatora Diretora Luciana Dias lembrou o louvável e feliz voto da Diretora Maria Helena Santana no Processo CVM nº RJ 2009-13179 (caso Tractebel, acima), o qual trouxe raciocínio válido para o presente caso envolvendo a Oi e a PT:

“Nesse ponto, creio ser importante mencionar o argumento por alguns levantado de que a adoção de um exame do conflito de interesses do acionista controlador que independa da apuração do caráter prejudicial do voto exercido levaria a consequências inaceitáveis, pois subverteria o princípio majoritário que rege ordinariamente as sociedades anônimas. Contra esse argumento, não tenho como deixar de ressaltar que a proibição do voto em caso de conflito de interesses procura, a bem da verdade, proteger a regra da maioria. Sem dúvida, em situações normais, o acionista controlador está em condição para decidir o que é o melhor para a companhia, inclusive em função dos deveres fiduciários que lhe são atribuídos pela lei. No entanto, nos casos de conflito, justamente em razão dos incentivos que tem para exercer o voto em favor de outros interesses que aqueles da companhia, isso deixa de ser verdade e a regra da

maioria já não funciona corretamente, ou melhor, só pode funcionar corretamente se essa maioria não for formada pela vontade do acionista controlador. Afinal, a legitimidade da assembleia para deliberar sobre os assuntos de interesse da companhia parte do pressuposto de que a maioria é capaz de expressar o que é melhor para a companhia, o que, evidentemente, nos casos de conflito, só pode ser atingido caso o acionista interessado esteja impedido de votar.

Ademais, entendo que, em vista dos interesses em jogo, é mais proporcional conceder aos acionistas minoritários um direito de veto sobre uma transação a ser celebrada entre a companhia e o controlador do que permitir que este concentre em suas mãos o poder de tomar esta decisão por si mesmo, enquanto contraparte no contrato, e pela companhia. Com efeito, nas situações em que o conflito é evidente, em que o acionista controlador é chamado a defender, na celebração do negócio, tanto os seus interesses como os da companhia, me parece que o impedimento de voto oferece uma solução equilibrada, que tem por efeito prático conferir aos minoritários um direito de veto sobre a transação, colocando-os em posição mais paritária em relação ao acionista controlador que, por ser parte contratante, também pode desistir de fazer o negócio, se não estiver de outro modo convencido.”

Desse modo, concluiu que é mais provável que a parte interessada, consubstanciada no menor número de acionistas, exerça abuso de poder de controle em face de sua posição, do que um comportamento irracional perpetrado pelos acionistas minoritários, e portanto desinteressados, em não aprovar a operação desejada pelos controladores, já que a sua não aprovação não lhes conferiria qualquer espécie de benefício particular. Ao seu ver, para

que o mercado de capitais brasileiro esteja em rota evolutiva, deve a CVM continuar sendo rigorosa com a matéria, conferindo tratamento equitativo a todos os acionistas ao impedir que o menor número de pessoas detentoras da maioria do capital votante das Companhias - ao firmarem negócios jurídicos com elas mesmas ou com entrepostos (ou com terceiros, mas que lhes ocasionem benefício particular) – exerçam voto em conflito de interesses.

Não obstante, não foi o voto da Relatora que prevaleceu no caso em comento, eis que a Diretora Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes procedeu à lavratura de voto contrário, o qual foi acompanhado pelos demais membros do colegiado, quais sejam, Leonardo Porciuncula Gomes Pereira e Roberto Tadeu Antunes Fernandes, o que acabou por permitir o exercício de voto pelos controladores da Oi em sede da complexa reestruturação societária proposta pela Portugal Telecom - que, ressalte-se, firmou instrumentos negociais no sentido de que as deliberações adotadas pelos demais acionistas seriam submetidas à sua vontade -, em última análise, sua controladora em cascata.

O voto dissidente, embora reconheça expressamente a complexidade e os emaranhados relacionados à reestruturação da Companhia, afirma que há motivos para crer que a transação proposta para a Oi seria a ela benéfica, pois todo o arranjo societário da Companhia seria simplificado e haveria unificação da base acionária de todas as sociedades entrepostas, além de que a “CorpCo”, nova denominação da Telemar, seria listada no segmento mais rígido da Bolsa de Valores, o Novo Mercado, o que aumentaria os níveis de governança corporativa praticados pela Companhia, situação que iria ao encontro dos interesses dos acionistas minoritários.

Desconsiderando parecer de Calixto Salomão Filho e do ex-Diretor da Comissão de Valores Mobiliários Marcos Pinto, quem concluiu pelo total impedimento de voto dos controladores da Oi, já que a Telemar Participações, a LF Tel e a AG Telecom, ao fim e ao cabo, teriam suas dívidas equacionadas e liquidadas por outra sociedade (a Oi S/A), a qual estaria sujeita à vontade social dos devedores, a redatora do voto dissidente entendeu que todos os acionistas controladores, com exceção da Portugal Telecom (quem aportaria ativos operacionais ao capital da Oi quando da realização de oferta pública), estariam aptos a votar na assembleia geral extraordinária convocada para deliberar sobre os primeiros passos do rearranjo societário em liça.

Foram afastados pela Diretora Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes (i) a aplicação dos emblemáticos precedentes referentes aos processos CVM nº RJ2006/6785 (“Caso Tele Norte Leste”), RJ2009/5811 (“Caso Duratex”) e em especial o RJ2009/13179 (“Caso Tractebel), bem como o (ii) reconhecimento da existência de benefício particular ao controlador a ponto de retirar-lhe voto, eis que “todos os acionistas, independentemente de ser parte do grupo de controle ou minoritário, serão igualmente diluídos pelo aumento de capital na Oi e na incorporação de ações de Oi por Telemar, de modo que no caso concreto, nenhum benefício particular é objeto ou resulta da decisão da assembleia, não havendo o que se falar em benefício particular no caso em tela”.

Isso porque, conforme palavras da julgadora supracitada, é de interesse geral da Companhia a eficiência e a expansão da empresa, gerando desenvolvimento econômico e social do país, o que, em tese, ocorreria com a Oi, desprezando a Diretora dissidente a sobreavaliação dos bens da Portugal Telecom, a capitalização das *holdings* controladoras e o endividamento da Companhia, sob o argumento de que os controladores são investidores de longo prazo nas companhias nas quais detêm eles interesses, devendo prevalecer o princípio majoritário (de capital) durante a realização do conclave, pois toda regra restritiva de direitos deve ser vista de forma restrita.

Ao final, em conclusão infeliz, a redatora mencionou que a Comissão de Valores Mobiliários não pode agir no interesse dos sócios minoritários *a priori*, tomando as rédeas para impedir o voto do controlador mesmo em casos em que, segundo seu entendimento, não se configuraria, a princípio, benefício particular que gerasse grave litígio entre os acionistas, cabendo tal tarefa ao Poder Judiciário, embora fosse lento e não especializado em questões envolvendo mercado de capitais. Em suma, fez recair sobre o Poder Judiciário responsabilidade de alçada da CVM, que tanto primava pela segurança e pelo equilíbrio do mercado de capitais brasileiro, desde sempre tão concentrado, através da lavratura de majestosos e rígidos posicionamentos que conferiam esteio e guarida ao investidor.

Como bem destacado pela Associação de Investidores no Mercado de Capitais (AMEC) na Revista Relação com Investidores, edição nº 183, de maio de 2014²⁷:

A Decisão do Colegiado da CVM em março acerca da reestruturação do Grupo Oi é talvez o mais preocupante e negativo precedente em muitos anos para os investidores que acreditam no mercado de capitais brasileiro. Além dos prejuízos causados aos acionistas da Oi, cria precedentes que, se mantidos, abrem as portas para o abuso institucionalizado contra minoritários, além de colocar em cheque a efetividade da CVM no mercado brasileiro. (...) Partindo de queixas bem elaboradas por investidores institucionais, a Superintendência de Empresas (SEP) reiteradamente manifestou-se de maneira alinhada com a evolução descrita acima. Ainda que focando a questão do benefício particular, ela deixou absolutamente claro que o jogo de espelhos corporativo apresentado pela Oi poderia ser sumarizado numa transação que jogava a dívida dos controladores para os minoritários, tendo a sobreavaliação dos ativos da Portugal Telecom como o veículo para essa transação. Simples assim: não poderiam votar quaisquer dos acionistas beneficiados pela transação. Não foi diferente o belo voto vencido. Mais ainda, deixou claro que nesta transação estavam presentes tanto o benefício particular quanto o conflito de interesses, pois na essência, tratava-se de uma transação entre a companhia e os seus controladores, logo estes não poderiam votar. Surpreendentemente, foi apresentado voto divergente, acompanhado pelos demais membros do colegiado. Mas

²⁷ ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE MERCADO DE CAPITAIS. Revista Relação com Investidores (Revista RI), edição nº 183, maio de 2014. Disponível em: <http://www.revistari.com.br/secao/106> (acesso em 14 de outubro de 2014).

como foi possível reverter tão longa evolução histórica através do voto vencedor? O voto vencedor, após indubitável esforço de pesquisa, apresentou questões e celeumas nas decisões que permitiram a evolução da discussão do impedimento de voto, argumentando que, em essência, havia muita discordância sobre o tema. (...) A mensagem aos investidores não é menos assustadora. O voto vencedor recicla os recorrentes fantasmas do “abuso da minoria” – algo tão propalado como efusivo. Pior: o voto se vale de conceitos preconceituosos, por sugerir que o acionista minoritário – aquele que “investe no futuro do Brasil”, no antigo slogan da CVM – pode ser um especulador, um “short”, no qual pode haver “a separação entre o interesse econômico e o poder político”. Enquanto elucubra sobre a má fé do minoritário especulador, a CVM enaltece a boa-fé da companhia, não só no voto vencedor, mas em outras decisões relacionadas ao caso. Boa-fé? Parece que houve uma amnésia coletiva sobre as inúmeras operações e tentativas de operações elaboradas por esta empresa para diluir os minoritários? E das recorrentes artimanhas da Companhia ao declarar a posição dos acionistas controladores podem ser consideradas boa-fé? Com tudo isso o voto vencedor faz ainda considerações sobre o papel da CVM. E parece dizer que não cabe à CVM solucionar “controvérsia e disputa entre acionistas”. Eles devem procurar o Judiciário. Ou ainda, aguardar o desfecho de um eventual Processo Administrativo Sancionador (PAS). Mais uma vez, isso equivale a renunciar à supervisão. E não precisamos nem mesmo entrar no debate sobre os entraves do nosso judiciário, já explorados acima. Basta lembrar o resultado do PAS do Caso UOL, que considerou o co-controlador culpado e lhe impôs uma multa de 0,05% do valor da operação. Ah, sim:

sujeita a recurso ao Conselhinho. E não houve qualquer reparação aos minoritários do UOL – ou das dezenas de outros casos similares. Mas a credibilidade do regulador torna a ele aplicável o princípio da mulher de César: não basta ser honesta. É preciso parecer honesta. Infelizmente, decisões com essa, que divergem tão profundamente das convicções consolidadas no mercado sujeitam a CVM a esse tipo de interpretações conspiratórias. (...) O papel da CVM como guardião da credibilidade de nosso mercado de capitais é irrenunciável. Especialmente no momento que vivemos, no qual a imagem do Brasil é questionada por investidores locais e estrangeiros. Dependemos da atuação incisiva e isenta do regulador para extirpar determinadas práticas que maculam nosso mercado há décadas. Existe um importante pipeline de decisões nas mãos da CVM, que se revelarão oportunidades para reafirmar sua função de regulador isento e independente. É preciso que cada uma delas seja utilizada para sinalizar ao mercado a visão do regulador, coibindo assim de maneira preventiva abusos como os acontecidos na Oi. O mundo estará de olho. Simples assim.

É... Parece que a CVM perdeu uma grande oportunidade de fortalecer o mercado de capitais brasileiro e de fomentar a dispersão acionária, descurando de considerar os dois pontos abordados nos capítulos precedentes deste presente trabalho: (i) a realidade da histórica e hoje indesejada concentração acionária das companhias brasileiras e (ii) o respeito e o cumprimento dos deveres fiduciários de controladores e administradores.

Certamente a apuração da responsabilização de tais controladores e administradores envolvidos na operação objeto de litígio seria saudável e medida fomentadora de desconcentração acionária no país, gerando “empoderamento” das melhores práticas de governança corporativa e cooperando para o avanço do ainda atrasado mercado de capitais brasileiro.

Infelizmente, não foi o que ocorreu: ou a CVM resolveu inovar seu entendimento no assunto conflito de interesses, adotando interpretação liberal aos controladores e jogando sobre os minoritários o ônus de esperarem a caracterização efetiva de prejuízos para depois apurarem a responsabilização do soberano, ou ela fez vistas grossas a uma complexa operação societária que pretensamente adota como discurso simplificação.

De volta ao colonialismo português?

Quem sabe, porém acreditemos que seja mera coincidência.

4. CONCLUSÃO

Finalizada esta resenha, acredita-se termos examinado, ainda que de forma superficial, a importância do papel a ser desempenhado pela Comissão de Valores Mobiliários no que atine à proteção e à incolumidade do mercado de capitais brasileiro através da responsabilização e sanção de controladores e administradores que, na história de nosso país, reiteradamente infringem seus deveres fiduciários em face da companhia e dos demais investidores, acarretando prejuízos à coletividade.

Como pôde-se depreender da análise do caso Tractebel, percebe-se que decisões neste sentido em muito contribuem para o desenvolvimento de um mercado acionário disperso, com maiores níveis de governança corporativa e respeito aos interesses dos acionistas minoritários e, por consequência, dos investidores em geral, sejam eles nacionais ou estrangeiros.

Todavia, por outro lado, decisões em direção à proferida no caso Oi & Portugal Telecom, além de gerarem incerteza acerca dos rumos a serem tomados pelas instituições responsáveis pelo bom funcionamento do mercado, em muito contribuem para caracterização de abusos e de extração de benefícios decorrentes do poder de controle, o que não é nada desejado.

O resultado disso, fora instabilidade jurídica, será visto e aferido pelo mercado e pelo Poder Judiciário em questão de tempo, abraçando os acionistas minoritários todos os prejuízos decorrentes de operações flagrantemente abusivas perpetradas pelo controlador, gozando este e seus súditos posição confortável e diferenciada em face dos demais sócios. E evidentemente, em decorrência de vacilantes posicionamentos de nossas

instituições e de chancela pública ao abuso de poder de controle, mais longe ficamos da tão benquista dispersão acionária, isso porque foi afastada a responsabilização dos controladores e administradores de companhias abertas.

5. BIBLIOGRAFIA

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE MERCADO DE CAPITAIS. Revista Relação com Investidores (Revista RI), edição nº 183, maio de 2014. Disponível em: <http://www.revistari.com.br/secao/106> (acesso em 14 de outubro de 2014).

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários – CVM. Relatório da Diretora Luciana Dias. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/port/descol/respdecis.asp?File=9012-1.HTM>. (Disponível em: 17 de outubro de 2014). Ainda, conferir manifestação de voto dissidente da Diretora Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes: <http://www.cvm.gov.br/port/descol/respdecis.asp?File=9012-2.HTM> (Disponível em: 17 de outubro de 2014).

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários – CVM. Relatório do Diretor Alexandro Broedel Lopes. Decisão do colegiado da CVM. <http://www.cvm.gov.br/port/descol/respdecis.asp?File=7190-4.HTM> (Disponível em: 17 de outubro de 2014).

CARVALHOSA, Modesto. Comentários à lei de sociedades anônimas, vol. 3 – 4ª edição revista e atualizada – São Paulo: Saraiva, 2009.

DEMOTT, Deborah A. “Beyond metaphor: an analysis of fiduciary obligations”. Duke Law Journal, 1988.

EIZIRIK, Nelson; Ariádna B.; Parente, Flávia; Henriques, Marcus de Freitas. Mercado de capitais - regime jurídico. 3ª edição, revista e ampliada. - Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

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

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. Estudos e pareceres sobre sociedades anônimas. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1989.

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

MARTINS, Fran. Comentários à lei das sociedades anônimas. 2ª edição, revista – Rio de Janeiro: Forense, 1984, vol. 2, tomo I.

QUATTRINI, Larissa Teixeira. Os deveres dos administradores de sociedades anônimas abertas: estudo de casos, São Paulo: Saraiva, 2014.

SALOMÃO Filho, Calixto. O Novo Direito Societário, 4ª edição, revista e ampliada. São Paulo: Malheiros, 2011.

SCALZILLI, João Pedro de Souza. Contribuições preliminares para uma análise da conduta de administradores e de controladores de S/A em contexto de oferta hostil. Dissertação de mestrado, UFRGS, Porto Alegre, 2009.

SPINELLI, Luís Felipe. Conflito de interesses na administração da sociedade anônima. São Paulo: Malheiros, 2012.