

UNIVERSIDADE PRESBITERIANA MACKENZIE

VANESSA CAVALCANTE COSTA ARAGÃO

**ASSIMETRIA INFORMACIONAL NO MERCADO DE CAPITAIS: A PROBLEMÁTICA
DO CONFLITO DE INTERESSES NOS SISTEMAS DO ANONIMATO E DOS FUNDOS
DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO**

São Paulo

2022

VANESSA CAVALCANTE COSTA ARAGÃO

Trabalho de Graduação Interdisciplinar
apresentado como requisito para obtenção
do título de Bacharel no Curso de Direito da
Universidade Presbiteriana Mackenzie.

ORIENTADOR: PROF DR. VICENTE BAGNOLI

São Paulo
2022

VANESSA CAVALCANTE COSTA ARAGÃO

ASSIMETRIA INFORMACIONAL NO MERCADO DE CAPITAIS: A PROBLEMÁTICA DO CONFLITO DE INTERESSES NOS SISTEMAS DO ANONIMATO E DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO

Trabalho de Graduação Interdisciplinar apresentado como requisito para obtenção do título de Bacharel no Curso de Direito da Universidade Presbiteriana Mackenzie.

Aprovada em:

BANCA EXAMINADORA

Examinador(a):

Examinador(a):

Examinador(a):

ASSIMETRIA INFORMACIONAL NO MERCADO DE CAPITAIS: A PROBLEMÁTICA DO CONFLITO DE INTERESSES NOS SISTEMAS DO ANONIMATO E DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO

Vanessa Cavalcante Costa Aragão

Resumo: Diante da crescente inserção de pessoas físicas na Bolsa de Valores, bem como a incessante busca pelo aperfeiçoamento dos regimes de proteção ao investidor minoritário, o artigo busca esquadriñar as situações de conflito de interesses protagonizadas por investidores e administradores de sociedades anônimas e fundos de investimento imobiliário no Mercado de Capitais, com enfoque especial para a faceta informacional da controvérsia. Partindo de análise comparativa entre os mandamentos da Lei 6.404/76, Lei 8.668/93 e Instrução CVM 472, procura-se analisar o tratamento normativo conferido ao antagonismo de interesses nos diplomas e a interpretação jurisprudencial da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) em *leading cases* sobre a matéria. Utilizando-se de método indutivo, evidencia-se que as mudanças de posicionamento da Comissão de Valores Mobiliários nos últimos anos basearam-se em argumentos chaves similares, com singelas divergências a depender da análise casuísticas e das ferramentas de governança propostas pelos participantes do mercado na tentativa de modulação da disparidade informacional.

Palavras chaves: Mercado Financeiro e de Capitais, Falhas de Mercado, Assimetria Informacional, Conflito de Interesses, Sociedades Anônimas, Fundos de Investimento Imobiliário.

Sumário: 1. Introdução. 2. A Assimetria Informacional no Mercado de Capitais. 3. Noções Gerais sobre Conflito de Interesses. 4. Previsões Normativas sobre Conflito de Interesses: Sistema do Anonimato. 5. Previsões Normativas sobre Conflito de Interesses: Sistema dos Fundos de Investimento Imobiliário. 6. A Atuação da Comissão de Valores Mobiliários: Sistema do Anonimato. 7. A atuação da Comissão de Valores Mobiliários: Sistema dos Fundos de Investimento Imobiliário. 8. Conclusão.

1. INTRODUÇÃO

A Bolsa de Valores do Brasil (B3 – Bolsa, Brasil, Balcão), impulsionada pelo intercâmbio informacional protagonizado pelas redes sociais, tem recepcionado número inédito e crescente de investidores em sua infraestrutura de negociação, sobretudo pessoas físicas. A popularização do Mercado de Capitais, com vistas à ampliação dos recursos disponíveis ao financiamento da economia, exige não só a propagação de educação financeira, mas também o aperfeiçoamento dos regimes de proteção ao investidor e higidez de mercado.

No Brasil, conforme dicção do art. 174 da Constituição Federal de 1988, compete ao Estado o exercício de fiscalização, incentivo e planejamento dos segmentos econômicos, o que inclui a prevenção às falhas de mercado e outras condutas anticompetitivas que comprometem a eficiência dos mercados. Na seara do sistema de distribuição de valores mobiliários, a assimetria informacional, situação na qual o agente possui excedente informacional em relação à uma outra parte ou ao mercado em geral, é potencialmente a falha de maior incidência.

Nesse sentido, através do presente artigo, pretende-se investigar a manifestação da disparidade de informação em operações conflitadas promovidas por sociedades anônimas (Lei 6.404/76) e fundos de investimento imobiliário (Lei 8.668/93, Instrução CVM 472/08) nas figuras de seus investidores e administradores fiduciários, frente ao intercâmbio histórico entre o diploma desses dois veículos de investimento empresarial.

Esquadrinha-se os contornos normativos e doutrinários atribuídos à matéria, notadamente as concepções de conflito de interesse formal e material, bem como a construção jurisprudencial realizada pela Comissão de Valores Mobiliários em *leading cases* do sistema do anonimato e do fundo de investimento imobiliário, com o fim de investigar a relevância atribuída pelo órgão à prestação informacional nas controvérsias.

Suscita-se, ao final, a possibilidade de assunção de uma terceira via, fomentada em instrumentos de governança corporativa, que vise resguardar o poder político do agente em situação de conflito de interesse, bem como proteger a coletividade de investidores minoritários, sem resultar na perda da oportunidade empresarial de ambas as partes.

2. A ASSIMETRIA INFORMACIONAL NO MERCADO DE CAPITAIS

Com o advento do Estado Social, no início do século XX, o aparato estatal foi instado a abandonar o papel de mero espectador das relações sociais para transformar-se em um participante ativo, dotado de obrigações prestacionais. Seu objetivo já não era, unicamente, positivar garantias individuais de modo a acomodar a ordem liberal, mas atuar diretamente na esfera privada com o intuito de garantir o bem-estar social e a utilidade pública¹.

O Estado, nesse sentido, assumiu a atribuição de mediar a interação entre os agentes econômicos atuantes, com vistas a prevenir e sancionar falhas de mercado e/ou condutas anticompetitivas que impactassem a alocação adequada de recursos na sociedade – em outras palavras, práticas não equitativas que resultassem em perda de bem-estar social.

No Brasil, a atribuição foi fixada pelo art. 174 da Constituição Federal de 1988 (CF/88), ao preconizar que o Estado exercerá, como agente normativo e regulador da atividade econômica, as funções de fiscalização, incentivo e planejamento dos segmentos, norteado pelos princípios gerais da ordem econômica como a propriedade privada, a livre concorrência e a defesa do consumidor, esculpido no art. 170 da CF/88.

Para além das externalidades, dos monopólios e dos oligopólios, no âmbito do Mercado de Capitais, a assimetria informacional é potencialmente uma das falhas de mercado com maior incidência. Ela se traduz, na dicção de Vicente Bagnoli, como situação em que:

“umas das partes envolvidas na transação, tradicionalmente o agente que não detém poder econômico, (...) não possui todas as informações necessárias para fazer as melhores escolhas, o que compromete a eficiência econômica do mercado²”.

A importância da informação no Mercado de Capitais pode ser constatada a partir da dinâmica do mercado bursátil: inúmeros fatores financeiros, econômicos e reputacionais influenciam a manutenção de uma carteira de investimentos, mas os fios condutores do

¹DEL PICCHIA, Lucia. *Poder Normativo das Agências Reguladoras: sentido da retomada do debate na doutrina jurídica* In SCHAPIRO, Mario Gomes (Coord.). *Direito Econômico Regulatório*. São Paulo: Saraiva, 2010. p. 332.

²BAGNOLI, Vicente. *Direito econômico*, 6ª edição. São Paulo: Grupo GEN, 2013. E-book. ISBN 9788522484331. Disponível em: <https://app.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788522484331/>. Acesso em: 12 out. 2022. p. 114.

desempenho das cotações, seja para mais ou para menos, são as informações divulgadas a nível organizacional ou conjuntural.

Como exemplo dessa correlação, poder-se-ia citar o *case* da Vale S.A, estatal privatizada em 1997. A Vale S.A., em 2018, possuía uma reputação quase imaculada: era a 3ª (terceira) maior empresa do Brasil com base na receita líquida auferida³, e suas ações, negociadas em Bolsa de Valores, apresentavam ritmo constante de alta, alcançando pico histórico de aproximadamente R\$ 60 (sessenta reais) no mês de setembro daquele ano⁴.

No início de 2019, entretanto, o cenário otimista das negociações foi alterado abruptamente após a notícia de que uma das barragens operadas pela mineradora, no município de Brumadinho, Minas Gerais, havia se rompido. Com cerca de 270 pessoas mortas e 12 bilhões de litros de rejeitos despejados no ecossistema da cidade⁵, a reação do mercado foi instantânea: no primeiro pregão após a tragédia, a Vale S.A. suportou um prejuízo de mais 70 bilhões de reais em valor de mercado em um único dia, levando consigo o Índice Ibovespa, que caiu mais de 2% (dois por cento)⁶.

A credibilidade do investidor em relação às atividades desenvolvidas pela Vale S.A. era evidente, havia indícios financeiros e reputacionais de que a mineradora, maior produtora mundial de minério de ferro, pelotas e níquel⁷, possuía o *know how* e a infraestrutura necessárias para devolver bons resultados aos investidores e à sociedade.

O que possivelmente fugia aos olhos da população era o modelo de construção utilizado na barragem (“a montante”, comum na mineração por conta dos custos, mas uma das

³O RANKING das 1500 maiores companhias do Brasil - 5ª Edição. *O Estado de São Paulo*. São Paulo, 2019. Disponível em: <https://publicacoes.estadao.com.br/empresasmais2019/ranking-1500/>. Acesso em: 12 out. 2022.

⁴PREÇO das ações da Vale caem 20% após a tragédia de Brumadinho. *GI - Jornal Nacional*, Rio de Janeiro, 28 jan. 2019. Disponível em: <https://g1.globo.com/jornal-nacional/noticia/2019/01/28/precos-das-acoes-da-vale-caem-20-apos-tragedia-debrumadinho.ghtml>. Acesso em: 12 out. 2022.

⁵ROMPIMENTO em Brumadinho, maior acidente de trabalho do Brasil, completa três anos. *Tribunal Regional do Trabalho FM*, Mato Grosso, 25 jan. 2022. Disponível em: <https://portal.trt23.jus.br/portal/noticias/m%C3%BAsica-do-dia-rompimento-em-brumadinho-maior-acidente-de-trabalho-do-brasil-completa-tr%C3%AAsAnos>. Acesso em: 18 out. 2022.

⁶PREÇO das ações da Vale caem 20% após a tragédia de Brumadinho. *GI - Jornal Nacional*, Rio de Janeiro, 28 jan. 2019. Disponível em: <https://g1.globo.com/jornal-nacional/noticia/2019/01/28/precos-das-acoes-da-vale-caem-20-apos-tragedia-debrumadinho.ghtml>. Acesso em: 12 out. 2022.

⁷VALE. *Quem somos*. Disponível em: <http://www.vale.com/brasil/PT/aboutvale/Paginas/default.aspx>. Acesso em: 12 out. 2022.

mais instáveis disponíveis no mercado⁸), bem como a frequência com que a Vale S.A. realizava a manutenção das estruturas e/ou renovava eventual política de contenção de danos em caso de rompimento da construção.

Mesmo com todo o aparato informacional exigido pela regulação para as companhias de capital aberto, incluindo não só as obrigações de prestação de informação, mas também as normas dispositivas que impõem à administração o dever de lealdade e transparência com os acionistas, os investidores comumente estarão em posição de déficit informacional no que tange parâmetros técnicos de uma companhia (*e.g.* qualidade técnica do produto e/ou do serviço e/ou da infraestrutura e/ou da mão de obra), bem como procedimentos internos (*e.g.* segurança do trabalho, atendimento às normas técnicas da categoria, etc).

Por serem circunstâncias difíceis de mapear e que, muitas vezes, fogem da extensão dos fatores de risco dos prospectos de oferta de ações, o investidor acaba por ficar às margens de eventos imprevisíveis. Vale dizer, inclusive, que não rara é a situação em que os próprios órgãos reguladores desconhecem situações problemáticas com potencial de gerar graves prejuízos ao mercado e ao bem-estar social, como foi o caso da Vale S.A.

Tais fenômenos, sintomáticos da assimetria informacional, são denominados pela doutrina como risco moral e seleção adversa. O risco moral (ou agente-principal) é o risco de comportamento inadequado ou “imoral” protagonizado por um agente contratado para atuar em nome do principal⁹. Trata-se de uma *ação oculta*, não verificável por parte do principal, equivalente, por exemplo, a contratação de um consultor de investimentos (agente) para administrar o patrimônio de um investidor (principal). É difícil mensurar a ética e o comprometimento que será empregado pelo agente na condução das atividades.

A seleção adversa, por sua vez, surge quando uma das partes contratantes possui mais informações sobre o bem em negociação do que a outra, de modo que o lado prejudicado acaba por desconhecer aspectos de qualidade do produto em negociação. Trata-se de um *tipo oculto*,

⁸ RODRIGUES, Sabrina. Retrospectiva: Rompimento da barragem de Brumadinho foi a primeira grande tragédia ambiental do ano. *Jornal Eco*. [Rio de Janeiro], 16 dez 2019. Disponível em: <https://oeco.org.br/noticias/rompimento-da-barragem-de-brumadinho-e-a-primeira-grande-tragedia-ambiental-do-ano/>. Acesso em 12 out. 2022.

⁹MANKIWI, N G. *Princípios de microeconomia*. São Paulo: Cengage Learning Brasil, 2021. E-book. Disponível em: <https://app.minhabiblioteca.com.br/#/books/9786555584158/>. Acesso em: 12 out. 2022. p. 365.

uma característica oculta do bem¹⁰. No Mercado de Capitais, a seleção adversa distorce a formação dos preços e a escolha dos ativos:

“Se os investidores são incapazes de identificar de forma precisa o desempenho futuro das empresas, eles tendem a utilizar o um preço médio para todas as entidades. Assim, empresas com boas perspectivas futuras (maior valor) serão subavaliadas, ao passo que as entidades com perspectivas ruins (menor valor) serão superavaliadas, levando os investidores a uma possível seleção adversa”¹¹.

Sobre as consequências da seleção adversa no Mercado de Capitais, é o entendimento de Calixto Salomão:

“Permitir a supressão de informação tende a fazer com que o mercado seja composto apenas de companhias de pior qualidade – em matéria de práticas de governança corporativa –, pois não é possível para o comprador de ações ou o minoritário, que deve decidir entre permanecer na companhia ou não, diferenciar uma das outras, desaparecendo virtualmente o mercado para as boas companhias¹².”

Vale dizer que não apenas a disponibilidade das informações é suficiente para garantir a eficiência do mercado. Existem, ainda, barreiras de conhecimento e custos da informação que podem prejudicar a simetria entre as partes. Em outras palavras, ainda que todas as informações de mercado fossem de domínio público, cada agente econômico possuiria uma capacidade singular de processar, interpretar e utilizar essas informações¹³.

É o que acontece, pois, nas situações de conflito de interesses, na qual o agente conflitado (que é parte relacionada dos dois polos de negociação e/ou possui um interesse particular em detrimento do interesse social), detém mais informações do que os participantes independentes do negócio. Por ser controversia frequentemente associada a figuras relevantes, como o administrador ou o investidor majoritário, é comum que o conflitado detenha excedente de informação em função da própria relação controversa e, além disso, por sua capacidade de processar as informações em relação aos demais (*e.g.* expertise técnica, *networking* e condições financeiras para contratação de prepostos).

¹⁰*Ibid.* p. 366.

¹¹LIMA, Diogo et al. Impacto do Nível de Evidenciação de Informações Contábeis sobre a Precificação de Ações no Contexto de Seleção Adversa: uma pesquisa experimental. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, São Paulo, Vol. 14, No. 13, 22 jun. 2012. Disponível em: <https://rbgn.fecap.br/RBGN/article/view/748>. Acesso em: 12 out. 2022. p. 160.

¹²FILHO, Calixto S. *O novo direito societário*. São Paulo: Editora Saraiva, 2019. E-book. Disponível em: <https://app.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788553611522/>. Acesso em: 17 out. 2022.p. 92.

¹³CARVALHO, Maria Auxiliadora D. *Microeconomia Essencial*. São Paulo: Editora Saraiva, 2015. E-book. Disponível em: <https://app.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788502634534/>. Acesso em: 13 out. 2022. p. 252.

A existência de relação ambígua na figura da mesma pessoa investidora ou mesmo a existência de interesses conflitados, *per si*, não parece dar força a concepções que primem pela total abstenção ou liberação de um negócio sem evidências de prejuízos relevantes. Justamente por isso, é que a conciliação entre a proteção do minoritário e a abertura de caminhos empresariais parece residir na minimização da assimetria informacional e no exercício da democracia social.

Com relação aos meios para alcançar esse objetivo, coaduna-se com a inteligência de Calixto Salomão de que a imposição de regras de conflito de interesses ou estabelecimento de meros deveres fiduciários à administradores e/ou majoritários demonstram-se ineficientes. Tais alternativas, concorda-se, encontrariam fragilidade nas tentativas de definição do “interesse social” ameaçado pelo interesse particular, bem como na expectativa de comportamento ético e cooperativo por parte das figuras dominantes em mercados de alta concentração acionaria, como é o caso do Brasil¹⁴.

Sendo pouco provável um autogerenciamento responsável e cooperativo por parte dos participantes de mercado, resta ao Estado, na figura da Comissão de Valores Mobiliários, a persecução de práticas não equitativas e a imposição de normas de prestação informacional com vistas a garantir níveis razoáveis de transparência nas relações — de forma “protecionista”, pelo menos até que seja alcançada cultura empresarial amparada em elevados padrões de governança.

3. NOÇÕES GERAIS SOBRE CONFLITO DE INTERESSES

Atualmente, a doutrina reconhece dois tipos específicos de conflito de interesses: o *lato sensu* e o *stricto sensu*. A diferença entre ambos se concentra em um elemento crucial para todo negócio jurídico: a licitude.

O conflito de interesse *lato sensu* é considerado pressuposto de todas as relações contratuais bilaterais e unilaterais, posto que, nesses casos, comumente haverá interesses antagônicos entre as partes. Não há, realça-se, uma confusão de interesses na figura da mesma

¹⁴ FILHO, Calixto S. *O novo direito societário*. São Paulo: Editora Saraiva, 2019. E-book. Disponível em: <https://app.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788553611522/>. Acesso em: 17 out. 2022. p. 83-94.

pessoa ou necessidade de sacrifício de interesse particular em prejuízo ao interesse social, sendo as diferenças naturais e perfeitamente coexistentes.

Por outro lado, no conflito de interesse *stricto sensu*, sobre o qual versa o presente trabalho, as diferenças vêm em função da figura do negociante. Percebe-se um mesmo agente econômico, detentor de poderes de deliberação, representando interesses contrapostos e, muitas vezes, incompatíveis com o interesse coletivo. Em função dessa incompatibilidade, “a satisfação do interesse meramente individual somente poderá ocorrer mediante o sacrifício do interesse coletivo, e vice-versa.”¹⁵ — momento em que se opera a ilicitude.

Quando o conflito é *stricto sensu*, mais gravosa é a assimetria informacional, uma vez que o agente conflitado, além de estar em potencial violação ao seu dever de lealdade, detém excedente de informação em detrimento dos demais participantes do negócio. É por força de tal disparidade que pode o agente, a depender do caso, desviar a finalidade de seus direitos políticos com vistas a obtenção de vantagens para si ou para terceiros.

A doutrina expõe, ainda no cenário *stricto sensu*, a existência das vertentes do conflito de interesses formal e conflito de interesses material, considerando principalmente o tratamento normativo dado à matéria. No conflito de interesses formal, a norma prevê o antagonismo de forma *a priori*, de modo que o agente fica previamente impedido de participar de quaisquer deliberações sobre o negócio conflitado. Em síntese, não há avaliação acerca dos prejuízos que eventual deliberação por parte do conflitado poderia gerar ao interesse da sociedade, não há análise casuística.¹⁶

No conflito de interesses material, por outro lado, a aferição do antagonismo de interesses é feita de forma *a posteriori* e com base especialmente na situação fática. O agente conflitado, quando em situação material, não está previamente impedido de participar das deliberações se não existirem indícios claros de que seu voto seria maléfico ao interesse social, responsabilizando-se, entretanto, por prejuízos posteriores eventualmente constatados.

¹⁵EIZIRIK, Nelson et al. *Mercado de Capitais: regime jurídico*. 4. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 604 *apud* FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *Conflito de Interesses nas Assembleias de S.A.* São Paulo: Malheiros, 1993. p. 20.

¹⁶EIZIRIK, Nelson et al. *Mercado de Capitais: regime jurídico*. 4. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 606.

Nesse sentido, leciona Nelson Eizerik:

“em regra, quando a Lei menciona, genericamente, o conflito de interesses, sem especificar claramente as situações em que este estaria caracterizado, entende-se que o legislador está se referindo ao conflito substancial”.

É de se realçar as implicações que a adoção de um ou outro critério de interpretação gera ao contexto comercial do país. Coaduna-se com o entendimento de Bruno Marques Bensal no sentido de que “adotar o conflito formal implica, necessariamente, evitar em caráter preventivo um dano à companhia que não se sabe se verificaria. É, pois, escolher pelo não exercício de uma oportunidade empresarial.”¹⁷

Questiona-se, na mesma linha, o grau de benefícios atribuídos ao investidor minoritário quando da utilização de interpretações formais em face de interpretações materiais. Exceto nos casos em que a incompatibilidade é flagrante, demonstra-se mais adequado à realidade comercial os tratamentos jurídicos que possibilitam o exercício da democracia empresarial, em detrimento a abordagens restritivas que retiram do minoritário o poder de juízo sobre seus investimentos e consecução de novos negócios.

4. PREVISÕES NORMATIVAS SOBRE CONFLITO DE INTERESSES: SISTEMA DO ANONIMATO

No âmbito da Lei das S.A., a temática do conflito de interesses foi trazida pelo art. 115, § 1º e § 4º, que versa sobre o acionista conflitado, e art. 156, que versa sobre o administrador conflitado.

Existem divergências interpretativas quanto à vertente de conflito de interesses que teria sido adotada pelo legislador no art. 115, isto porque, ao mesmo tempo em que aparenta obstar o direito político de acionistas conflitados no § 1º (*a priori*), o legislador faz do voto externalizado em situação de conflito de interesses “anulável” pelo § 4º — o que, de acordo com entendimento doutrinário, seria o fator determinante para presumir que, especificamente para deliberação de conflito de interesses, o juízo é material (*a posteriori*).

¹⁷BENSAL, Bruno. *Conflito de interesses nas assembleias de S.A. – análise à luz do Direito Comparado e da evolução do entendimento da CVM.* Disponível em: https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/5240340/mod_resource/content/0/Aula%2006%20-%20Bensal%20-%20Conflito%20de%20interesses%20nas%20Assembleias%20de%20SA.pdf. Acesso em: 15 out. 2022. p. 07.

Certo é que, tanto na doutrina quanto na jurisprudência, admite-se que o acionista estaria impedido de votar *a priori* nas deliberações em assembleias relativas (i) ao laudo de avaliação de bens com que tivesse concorrido para a formação de capital; (ii) a aprovação de suas contas como administrador; e (iii) a quaisquer outras que pudessem beneficiá-lo de modo particular; vedações que se justificariam, em maioria, pelo princípio “*nemo iudex in causa sua*”.

Nessas três hipóteses, o acionista responde pelos danos causados pelo exercício abusivo do direito de voto, ainda que seu voto não haja prevalecido. Na deliberação tomada em decorrência do voto de acionista conflitado, por outro lado, o acionista responderá pelos danos causados e será obrigado a transferir para a companhia as vantagens que tiver auferido.

Mesmo embate entre as correntes formais e materiais são verificadas no âmbito do art. 156 do diploma. Modesto Carvalhosa entende pela tratativa formal da norma – ou seja, estaria o administrador proibido de deliberar e representar a companhia previamente, ainda que seu conflito fosse meramente formal (não necessariamente contraposto ao da sociedade). Isso porque, explica-se, seria inviável ao administrador representar, simultaneamente, a si e à companhia em polos opostos, principalmente em função do seu dever fiduciário.

Outra vertente, defendida por Nelson Eizerik, entende pelo tratamento material da norma prevista no art. 156 porque, da mesma forma com que fez no art. 115, o legislador no § 2º do dispositivo tratou como “anulável” o negócio celebrado por administrador em operação social em que possuía conflito de interesses – “conflito de interesses”, inclusive, abordado igualmente de maneira genérica.

Concorda-se com a linha de Nelson Eizerik, uma vez que, fosse a intenção do legislador obstar previamente o direito de voto, não haveria o porquê de o legislador sequer considerar a existência de um negócio posterior “anulável”, mas sim determinar a nulidade do ato realizado de maneira contrária aos mandamentos da norma (como faz inclusive nos três primeiros incisos do art. 115).

De um jeito ou de outro, lê-se que o administrador, em se achando na posição de conflito, deve cientificar seus pares em reunião do conselho de administração ou da diretoria, conforme aplicável, a respeito da natureza e extensão dos seus interesses. Mesmo que cumpra com essa determinação, o negócio que vier a ser celebrado entre a companhia e o administrador

somente poderá seguir caso esteja em consonância com as práticas de mercado, sob pena de ter o administrador que ressarcir as vantagens que dele tiver auferido.

Da responsabilidade prevista pela norma também poderia se insurgir novo questionamento: se o administrador se absteve de influenciar na deliberação que aprovou a consecução do negócio “anulável”, de forma a supostamente garantir a lisura do processo, por que seria o administrador conflitado responsável por arcar com eventual desvantagem verificada pela companhia?

Sob o enfoque de que, nessa hipótese, o conselho de administração e a diretoria - pessoas de ilibada reputação e conhecimento técnico - formariam seu juízo de maneira independente, qual rastro de dano remanesceria ao administrador no âmbito do conflito de interesse? É de se dizer que, se permanecesse como contraparte do negócio, a ele incumbiria responsabilidade tão somente por eventual dano atrelado ao contrato em si, não ao seu exercício de representação ou deliberação sobre o qual se absteve (“fato gerador” que não existe naquela situação).

No mais, a única hipótese em que se considera escusa a atuação em conflito de interesses está prevista no art. 245 da Lei das S.A, referente a consecução de negócios entre sociedades relacionadas (controlada e/ou controladora e/ou coligada). Nessa situação, especificamente, ficam os administradores responsáveis por zelar para que o contrato seja feito sob condições comutativas e com pagamentos compensatórios entre as sociedades relacionadas pactuantes, sob pena de responsabilizarem-se, perante a companhia, por perdas e danos.

5. PREVISÕES NORMATIVAS SOBRE CONFLITO DE INTERESSES: FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO (FII)

Conforme evidenciado pelo Edital de Audiência Pública nº 01/2008¹⁸, a Instrução nº 205/94, que regulava os FII anteriormente, era profundamente inspirada na Lei das S.A., inclusive reproduzindo seus termos em determinadas seções (tal como nos parâmetros de convocação das assembleias gerais).

¹⁸BRASIL. *Edital de Audiência Pública nº 01/2008*: Nova Minuta de Instrução sobre Fundo de Investimento Imobiliário. Brasil: Comissão de Valores Mobiliários, 2008. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2008/sdm0108.html. Acesso em: 19 out. 2022. p. 9

Foi somente a partir da vigência da Instrução CVM 472, em 2008, que os FII puderam contar com uma regulação feita sob medida às suas estruturas e formas de funcionamento. Embora a normativa tenha se pautado na regulação de outros fundos de investimento estruturados, é certo que persistiram resquícios do sistema do anonimato em suas previsões, mesmo que no campo da *intentio legis*. É o caso, por exemplo, da matéria do conflito de interesses.

Tal como no diploma que rege as sociedades, a Instrução CVM 472 optou por subdividir o tema do conflito de interesses em dois dispositivos distintos: o art. 24, que trata do exercício de voto por cotista, e os arts. 34 e 35, que tratam do conflito de interesses entre o fundo e seu administrador, gestor e consultor especializado. Apesar do art. 24 estar localizado no Capítulo V da Instrução CVM 472, que trata sobre os procedimentos atinentes à assembleia geral dos FII, seus mandamentos também são considerados indicativos para deliberações nas quais haja conflito de interesse na figura do cotista.

Isto porque, além de estabelecer que o cotista deve exercer o direito de voto no interesse dos FII, o dispositivo elenca hipóteses de impedimento de voto em situações nas quais existem, entre outras possibilidades, (i) confusão entre as figuras do administrador, gestor, consultor especializado e os cotistas do veículo (incisos I a IV); e (ii) conflito de interesse entre o cotista e o fundo. O que se destaca, com certa notoriedade, é o sopesamento conferido pelo legislador às hipóteses de suspensão antecipada dos direitos políticos.

No § 2º do art. 24, o legislador flexibiliza a regra de abstenção de voto ao estabelecer que as vedações ao seu exercício não se aplicariam, entre outras possibilidades, nos casos em que o cotista conflitado fosse o único cotista do FII, ou houvesse a aprovação expressa da maioria dos demais cotistas manifestada em assembleia ou em instrumento de procuração com referência específica à assembleia em que se daria a permissão de voto.

O dispositivo deixa cristalina a noção de que, se a abstenção de voto surge com o intuito de prevenir dano ao interesse dos demais integrantes do veículo ou sociedade, a inexistência de terceiros ou reconhecimento por parte deles de que não há dano a ser verificado — ou mesmo que as vantagens paralelas são mais atrativas — não haveria o porquê de o legislador coibir o voto do conflitado e retirar do cotista independente a autonomia privada de decidir sobre seus investimentos.

No espectro dos agentes autorizados conflitados com o fundo (administrador, gestor ou consultor especializado), por outro lado, a dicção encontra-se elencada nos arts. 34 e 35 da Instrução CVM 472, os quais reproduzem os preceitos da Lei 8.668/93¹⁹ (art. 12, VII). Da mesma forma com que conduz as situações de conflito de interesse na figura do cotista, o art. 34 submete a vedação de atos potencialmente conflitados conduzidos pelo administrador, gestor ou consultor especializado à apreciação da assembleia geral de cotistas, listando possíveis situações em que essas figuras estariam em potencial situação de conflito com o FII.

Como exemplo, o legislador elenca, entre outros, (i) a aquisição, locação, arrendamento ou exploração do direito de superfície, pelo FII, de imóvel de propriedade do administrador, gestor, consultor especializado ou de pessoas a eles ligadas; e a (ii) a aquisição, pelo fundo, de valores mobiliários de emissão do administrador, gestor, consultor especializado ou pessoas a eles ligadas, ainda que para atender às necessidades de liquidez do FII.

Por pessoas ligadas, realça-se, a Instrução CVM 472 delimitou as seguintes pessoas: (i) a sociedade controladora ou sob controle do administrador, do gestor, do consultor especializado, de seus administradores e acionistas; (ii) a sociedade cujos administradores, no todo ou em parte, sejam os mesmos do administrador, gestor ou consultor especializado, com exceção dos cargos exercidos em órgãos colegiados previstos no estatuto ou regimento interno do administrador, gestor ou consultor, desde que seus titulares não exerçam funções executivas, ouvida previamente a CVM; e (iii) parentes até segundo grau das pessoas naturais anteriormente mencionadas.

O diferencial do dispositivo, que parece crucial em relação aos demais indicados ao longo do presente trabalho, é que os atos que caracterizam conflito de interesses entre o fundo e o administrador, gestor ou consultor especializado dependem de aprovação prévia, específica e informada da assembleia geral de cotistas, em deliberação de quórum qualificado (previsto no art. 20, § 1º da Instrução CVM 472²⁰) – matéria, realça-se, considerada de competência privativa do órgão.

¹⁹BRASIL. *Lei nº 8668, de 25 de junho de 1993*. Dispõe sobre a constituição e o regime tributário dos Fundos de Investimento Imobiliário e dos Fundos de Investimento nas Cadeias Produtivas Agroindustriais (Fiagro); e dá outras providências. Brasília, DF: Presidência da República, 1993. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/18668.htm. Acesso em: 19 out. 2022.

²⁰Art. 20. As deliberações da assembleia geral serão tomadas por maioria de votos dos cotistas presentes, ressalvado o disposto no § 1º, cabendo a cada cota 1 (um) voto. § 1º As deliberações relativas exclusivamente às matérias previstas nos incisos II, III, V, VI, VIII, XII e XIII do art. 18 dependem da aprovação por maioria de votos dos cotistas presentes e que representem: I – 25% (vinte e cinco por cento), no mínimo, das cotas emitidas,

No que tange o art. 35, a conexão com a matéria está localizada principalmente no § 3º do dispositivo, ao versar que, ressalvada a possibilidade de aprovação em assembleia geral, o administrador está vedado de realizar operações do fundo quando caracterizada situação de conflito de interesses entre o fundo e o administrador, gestor ou consultor especializado, entre o fundo e os cotistas detentores de mais de 10% das cotas, entre o fundo e o representante de cotistas ou entre o fundo e o empreendedor.

Adicionalmente, a Resolução CVM 21, em vigor desde 25 de fevereiro de 2021, em seu art. 18, III, alínea “e”, impôs aos administradores e gestores de carteira de investimentos regras de conduta específicas que abrangem o cumprimento fiel do regulamento do fundo de investimento. Dentre as condutas esperadas do administrador, destaca-se a prestação de informações sobre as outras atividades que exerce no mercado, bem como os potenciais conflitos de interesses existentes entre tais atividades e a administração da carteira administrada.

No art. 23 da mesma normativa, o qual estabelece os controles internos a serem conduzidos pelos administradores, consta igualmente o dever do administrador de carteira de valores mobiliários de identificar, administrar e eliminar eventuais conflitos de interesses que possam afetar a imparcialidade das pessoas que desempenham funções ligadas à atividade da carteira de valores mobiliários - medidas que, consideradas em conjunto, indicam a preocupação do legislador em reprimir preventivamente o conflito de interesses.

A linha adotada pela normativa dos FII parece mais adequada do que a linha adotada pela Lei das S.A., no sentido de resguardar o poder político tanto do conflitado quanto do independente, sem promover a perda da oportunidade empresarial de ambas as partes. A preocupação em viabilizar negócios potencialmente conflitados a partir da decisão prévia, específica e informada da assembleia geral, em quórum qualificado, demonstra-se alternativa interessante para balanceamento entre o que é direito do minoritário e o princípio do majoritário.

No projeto de reforma da Lei das S.A, em 2001, tentou-se adotar a mesma estratégia de submissão da matéria de conflito de interesses à aprovação da assembleia geral, especificamente nas situações de cotista conflitado. A assembleia, de acordo com o que propôs

quando o fundo tiver mais de 100 (cem) cotistas; ou II – metade, no mínimo, das cotas emitidas, quando o fundo tiver até 100 (cem) cotistas.

o projeto, poderia ser convocada por acionistas representantes de, no mínimo, 10% do capital social, ou titulares de ações com direito de voto representantes de, no mínimo, 5% do capital votante.

Na ocasião, entretanto, os novos parágrafos que seriam adicionados ao art. 115 da Lei das S.A. foram vetados pelo Presidente da República com a justificativa de que não se poderia atribuir aos minoritários, à luz do princípio do majoritário, o poder inédito de obstar votos do controlador. Segundo o chefe do Poder Executivo, tal possibilidade poderia aumentar a litigância judiciária, partindo-se do pressuposto de que também existem acionistas minoritários conflitados e que esses, de má-fé, poderiam utilizar-se do expediente para obstar os votos do controlador indiscriminadamente²¹.

Vale realçar que, ainda que possuam formas de organização burocraticamente distintas, tanto o FII quanto as sociedades anônimas representam uma coletividade formada por investidores majoritários (amparados pelo princípio do majoritário) e uma coletividade de outros investidores, sendo todos detentores de direitos perante o veículo na proporção e limites de seus títulos (cotas ou ações).

Não se vislumbraria, estritamente nessa matéria, o motivo pelo qual teria o legislador atribuído um poder à assembleia geral dos FII que não poderia atribuir à assembleia geral da S.A no art. 115 – principalmente sendo a primeira, historicamente, formado pelo embrião da segunda. O quórum qualificado que preconiza o art. 34 da Instrução CVM 472, destaca-se, parece hábil na tarefa de mitigar riscos de eventual conluio entre os cotistas, postas as exigências de presença e representatividade de cotas que tornam mais criteriosa a deliberação.

6. A ATUAÇÃO DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS: SISTEMA DO ANONIMATO

Conforme discorrido nos capítulos anteriores, no âmbito da Lei das S.A., a temática do conflito de interesses foi trazida pelo art. 115, § 1º e § 4º, que versa sobre o acionista conflitado, e art. 156, que versa sobre o administrador conflitado. As posições ocupadas por cada um desses agentes no sistema do anonimato, com relação à sua atuação e deveres

²¹BRASIL. *Mensagem de Veto Nº 1.213*. Brasília, DF: Presidente da República, 2001. Disponível em: <https://www2.camara.leg.br/legin/fed/lei/2001/lei-10303-31-outubro-2001-414210-veto-14766-pl.html>. Acesso em: 22 out. 2022.

norteadores, compele a autarquia a atribuir tratamentos distintos para os cotistas e para os administradores, como se demonstrará adiante.

6.1. OS ACIONISTAS CONFLITADOS

No âmbito da jurisprudência, os entendimentos a respeito do acionista conflitado têm sido construídos de maneira alinear. Em 2001, a tese que prevaleceu no caso Tele Celular Sul Participações S/A foi a do conflito de interesse formal²². Entendeu-se que para configuração do conflito de interesses em deliberações sociais não seria necessário o antagonismo de interesses, mas tão somente a duplicidade deles (por exemplo, através da confusão de pessoas que implicaria na contratação consigo próprio).

Versou-se, ainda, que a correção do conflito de interesses não dependeria somente da abstenção do direito de voto da parte conflitada, mas também de uma correta prestação informacional ao corpo social, isto é, divulgação de todos os dados e informações pertinentes acerca da matéria/negócio em apreciação, de modo a permitir que os demais acionistas, na ausência do agente conflitado, pudessem exercer o seu direito de voto adequadamente²³.

Mais à frente, no caso PREVI e SISTEL²⁴, o voto vencedor, proferido por Wladimir Castelo Branco Castro, defendeu a necessidade de analisar-se de forma *a posteriori* o teor do voto conflitado, bem como eventuais vantagens extraídas dele, com o fim de se constatar a real existência de interesses inconciliáveis por parte do acionista votante²⁵.

²²BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Inquérito Administrativo CVM nº TA/RJ2001/4977*. O acionista controlador, por força do disposto no parágrafo 1º do artigo 115 da Lei nº 6.404/76, está impedido de votar em decisão assemblear em que tenha interesse, no caso o pagamento de royalties pelo uso de marca pertencente ao controlador indireto. Relatora: Norma Jonssen Parente. 19 de dezembro de 2001. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2001/20011219_PAS_RJ20014977.pdf. Acesso em: 15 out. 2022.

²³BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Inquérito Administrativo CVM nº TA/RJ2001/4977*. O acionista controlador, por força do disposto no parágrafo 1º do artigo 115 da Lei nº 6.404/76, está impedido de votar em decisão assemblear em que tenha interesse, no caso o pagamento de royalties pelo uso de marca pertencente ao controlador indireto. Relatora: Norma Jonssen Parente. 19 de dezembro de 2001. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2001/20011219_PAS_RJ20014977.pdf. Acesso em: 15 out. 2022.

²⁴BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Inquérito Administrativo CVM nº TA-RJ2002/1153*. Aprovação de Acordo de Prestação de Serviços Gerenciais, em AGE de 30/11/99, com votos proferidos por Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil - PREVI e Fundação SISTEL de Seguridade Social, acionistas diretos e indiretos da Tele Norte Leste Participações S/A e de sua controladora Telemar Participações S/A. Descaracterizada a existência do conflito de interesse previsto no § 1º do art. 115 da Lei nº 6.404/76 - Absolvição. Relatores: Norma Jonssen Parente, Luiz Antonio de Sampaio Campos. 06 de novembro de 2002. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2002/20021106_PAS_RJ20021153.pdf. Acesso em: 15 out. 2022.

²⁵*Ibid.* p. 13.

Versou Wladimir Castelo Branco Castro que não se poderia, à luz do princípio da boa-fé, obstar antecipadamente o direito de voto de um acionista com base na mera presunção de que esse violaria seu dever de lealdade. Também, à luz do nível de informação disponível, seria de competência do próprio acionista controlador a realização do juízo sobre a existência ou não da situação de conflito de interesse, e não ao legislador ou a terceiros.

Luis Antônio Campos Sampaio, acompanhando o voto vencedor, elencou trechos de parecer elaborado por José Luiz Bulhões Pedreira, na qual demonstrou-se cristalina a intenção do legislador ao redigir o art. 115, § 1º:

"Se o acionista tem interesse conflitante com o da companhia, mas vota efetivamente no interesse desta, e não em outro interesse extra social, o exercício do voto é regular e válido. Esse regime da lei explica-se porque a existência do conflito de interesses potencial autoriza a suspeita, mas não a certeza, da violação da norma legal que prescreve ao acionista o dever de votar no interesse da companhia, e não em interesse extra social oposto ao da companhia. O ato ilícito consiste em votar em interesse contrário ao da companhia, e não em votar tendo um interesse extra social. (fls. 282/283)²⁶"

É de se destacar, entretanto, que no âmbito do referido caso foram pouquíssimas as menções à transparência do acionista conflitado em face dos demais membros da assembleia geral. Entende-se que, sendo dele a tarefa de autodeterminar-se como parte conflitada, mesmo que prosseguisse com seu voto, seria de boa prática que cientificasse aos demais acionistas quanto ao potencial conflito em que estaria envolvido e os motivos pelo qual entenderia ser possível seu voto, de forma a viabilizar discussões sobre a deliberação e garantir algum nível de prevenção a danos futuros.

Olhar mais apurado nesse sentido se deu no caso Tractebel, julgado em 2010. O diferencial do caso em relação aos demais reside, de um lado, nas medidas adotadas pela companhia com o intuito de minimizar eventuais disparidades negociais e, de outro, na preocupação do julgador em relação a assimetria informacional entre majoritário e minoritário.

²⁶BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Inquérito Administrativo CVM nº TA-RJ2002/1153*. Aprovação de Acordo de Prestação de Serviços Gerenciais, em AGE de 30/11/99, com votos proferidos por Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil - PREVI e Fundação SISTEL de Seguridade Social, acionistas diretos e indiretos da Tele Norte Leste Participações S/A e de sua controladora Telemar Participações S/A. - Descaracterizada a existência do conflito de interesse previsto no § 1º do art. 115 da Lei nº 6.404/76 - Absolvição. Relatores: Norma Jonssen Parente, Luiz Antonio de Sampaio Campos. 06 de novembro de 2002. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2002/20021106_PAS_RJ20021153.pdf. Acesso em: 15 out. 2022. p. 19.

Inspirados pelo Parecer de Orientação CVM 35²⁷, a Tractebel sugeriu a criação do Comitê Especial Independente para Transações com Partes Relacionadas (Comitê), composto por administradores independentes da Tractebel, incluindo membros do Conselho de Administração e das Diretorias, cuja atribuição seria analisar e negociar os projetos comerciais ou propostas de aquisição realizadas pela Tractebel a qualquer parte relacionada, incluindo o acionista controlador.²⁸

O Comitê asseguraria, não obstante, "a definição independente das condições da transação, eliminando qualquer conflito de interesse material nas deliberações finais de sua aprovação"²⁹. Essas medidas, de acordo com a Tractebel, seriam suficientes para elidir os efeitos do conflito de interesses, de modo a permitir que todos os acionistas pudessem exercer seu voto nas assembleias (incluindo a pessoa conflitada).

Da perspectiva do julgador, Alexandro Broedel Lopes, a iniciativa se demonstrou ineficiente por dois motivos principais. Primeiro, porque o comitê formado por administradores independentes não excluiria o conflito de interesses e o potencial benefício do controlador em face do minoritário. Segundo, porque a criação do comitê, na linha do Parecer de Orientação CVM 35, abarcaria hipóteses em que o controlador é livre para votar – diferente da abstenção indicada pelo art. 115.

Alexandro Broedel Lopes desafiou, também, o alicerce da corrente materialista — o princípio da boa-fé — partindo da ideia de que o acionista minoritário, frente à assimetria informacional, jamais saberia a intenção do agente conflitado em atuar ou não de forma proba, motivo pelo qual deveria seguir-se à abstenção antecipada dos votos dos agentes conflitados.

Invocou, finalmente, os possíveis efeitos da seleção adversa sobre o preço dos papéis da companhia quando ineficientes as ferramentas de contenção de transferência de riqueza entre a empresa investida e as empresas relacionadas aos agentes conflitados (notadamente, os

²⁷Parecer da Comissão de Valores Mobiliários que estabeleceu diretrizes, sobretudo informacionais, para atendimento aos 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.

²⁸BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Processo Administrativo nº RJ 2009-13179*. Recurso contra entendimento da SEP, a respeito da possibilidade do acionista controlador, GDF Suez Energy Latin America Participações Ltda., votar na assembleia sobre a aquisição de ações da Suez Energia Renovável S.A. Relator: Alexandro Broedel Lopes. 9 de setembro de 2020. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0007/7190-4.pdf>. Acesso em: 16 out. 2022. p. 1.

²⁹ *Ibid*, p.1.

controladores). Sustentou, oportunamente, que uma prestação informacional eficiente, embora custosa, não só evitaria a distorção dos preços como também poderia adicionar ganhos atrelados à elevação dos padrões de governança (inclusive compensando-se uma à outra).

Mesmo coadunando com a interpretação restritiva da norma, é latente no caso Tractebel a evolução da discussão. Se antes restringia-se o debate a concepções jurídicas de formalidade ou materialidade, passou-se a considerar as múltiplas faces econômicas oriundas de um conflito de interesses. A mudança de concepção, é de se dizer, promoveu certa ruptura com a dualidade fictícia das vertentes e, buscando o cerne da questão – a assimetria informacional – aventou a possibilidade de construção de uma terceira via que viabilizasse tanto o voto do controlador quanto a proteção do minoritário, com base justamente em medidas de governança voltadas à prestação informacional.

A autarquia, há aproximadamente 10 anos, manteve sua inclinação ao conflito de interesses formal, principalmente diante de indícios claros de antagonismo, como nos casos analisados até então. Em decisões mais recentes, como no caso EMAE³⁰, julgado em 2017, permaneceram algumas provocações com relação a construção de uma terceira via em situações nas quais os conflitos não fossem completamente evidentes, as quais, até o momento, não foram efetivamente exploradas.

No dia 16 de agosto de 2022, em contraposição aos entendimentos anteriormente consolidados, foi publicada nova decisão aderente ao posicionamento materialista, relatada por Otto Eduardo Fonseca de Albuquerque Lobo³¹. Em sua linha de argumentação, o diretor seguiu contornos semelhantes aos das decisões anteriores, porém, com a inclusão de institutos e costumes empresariais recentes que seriam de relevância mencionar.

³⁰BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Processo Administrativo nº 19957.005749/2017-29*. Recurso Contra Entendimento da Superintendência de Relações Com Empresas – Sep Referente A Impedimento de Voto do Estado de São Paulo em Assembleia Geral Extraordinária da Empresa Metropolitana de Águas e Energia S.A. – Emae. Relator: Gustavo Tavares Borba. 26 de setembro de 2017. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2017/20170926_R1/20170926_D0728.html. Acesso em: 22 out. 2022.

³¹BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Processo Administrativo Sancionador CVM nº 19957.003175/2020-50*. Apurar eventuais irregularidades em processo de aumento de capital social, em infração aos arts. 115, §1º; 153; 156 e 170 da Lei nº 6.404/1976; e ao art. 2º, IX do Anexo 30-XXXII da Instrução CVM nº 480/2009. Relator: Alexandre Costa Rangel. 16 de agosto de 2022. Disponível: https://www.gov.br/cvm/ptbr/assuntos/noticias/anexos/2022/20220816_PAS_CVM_19957_003175_2020_50_manifestacao_de_voto_diretor_otto_lobo.PDF. Acesso em: 15 out. 2022.

Um dos argumentos atualizados foi o da presunção de boa-fé, agora amparado expressamente pelo art. 3, V da Lei 13.874/2019, que garante a toda pessoa, natural ou jurídica, presunção de boa-fé nos atos praticados no exercício da atividade econômica. Ato contínuo, utilizou-se a prevalência da autonomia privada em controvérsias envolvendo direito civil, empresarial, econômico e urbanístico, impressas no mesmo dispositivo da Lei 13.874/2019, para favorecer o exame flexibilizado do art. 115 da Lei das S.A.

Trouxe à baila, por fim, o já conhecido princípio do majoritário e a evolução das ferramentas de proteção ao minoritário, como a Câmara de Arbitragem da B3 e o *litigation finance*, como alternativas para reparação de danos gerados por votos conflitados identificados *a posteriori*. Tais institutos, embora representem avanço na litigância empresarial, demonstram-se ainda pouco acessíveis aos investidores de varejo pessoas físicas, motivo pelo qual questiona-se sua total efetividade.

6.2 O ADMINISTRADOR CONFLITADO

No campo do conflito de interesses envolvendo o administrador da companhia, os entendimentos convergem à corrente formal. Tal convergência se justificaria pelo dever fiduciário atribuído ao administrador que o impediria de defender interesses individuais em face dos interesses da companhia, quaisquer que fossem. Seria diferente, portanto, da posição dos acionistas, que possuem a faculdade de defender seus interesses particulares observados os limites impostos pelos interesses sociais.

Conforme se extrai do voto de Marcelo Fernandez Trindade no âmbito do Processo CVM nº RJ 2004/5494, a vedação à atuação do administrador em operações e deliberações sociais nas quais tenha interesses conflitantes com o da companhia considera, também, o escopo de atuação do administrador. Enquanto a tarefa do acionista é unicamente exprimir a aprovação ou rejeição da proposta comercial, o administrador é incumbido de comandar as negociações e formalizar os termos e condições do contrato com vistas a atender ao melhor interesse da companhia.³²

³² BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Processo CVM nº RJ 2004/5494 - Declaração de Voto do Presidente Marcelo Fernandez Trindade*. Relator: Marcelo Fernandez Trindade. 14 de dezembro de 2004. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0002/4483-2.pdf>. Acesso em: 22 out. 2022. p. 1.

Seria por tal protagonismo, capaz de influenciar as bases do negócio jurídico, que o legislador, diferentemente do § 4º do art. 115, optou por mencionar o termo “negócio contratado” no § 2º do art. 156, bem como exigir notificação ao corpo administrativo quanto a existência e extensão dos interesses conflitantes do fiduciário – de certa forma, um regime informacional mais rígido do que aquele previsto aos acionistas.

Ainda segundo entendimento da autarquia, mesmo tratamento seria dado aos acionistas controladores que, simultaneamente, exercessem a administração da companhia. Nesses casos, muito além do art. 115 e das normas de conduta previstas nos arts. 116, p.u. e 117, § 1º, que preconizam o abuso de poder majoritário, o controlador estaria também impedido de votar por força dos deveres fiduciários que, na inteligência do § 3º do art. 117, se comunicam à figura do controlador quando há a figura do controlador-administrador³³.

Finalmente, acompanhou o colegiado a noção de que a validade do negócio contratado, ainda que com a abstenção do voto por parte do administrador conflitado, não teria sido oriundo de qualquer contradição por parte do legislador (que teria primeiro vedado a participação do administrador e depois autorizado), mas da tendência a preservação dos atos que, embora realizados às margens dos limites da lei, não tenham gerado prejuízos à companhia³⁴.

Assim, tanto na inteligência do art. 115 quanto na inteligência do art. 156, os agentes conflitados estariam passíveis de responsabilização apenas nas ocasiões em que houvesse sido auferido, efetivamente, danos ao interesse social. Nos votos analisados referentes aos administradores conflitados, não se versou com profundidade a respeito da assimetria informacional.

7. A ATUAÇÃO DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS: SISTEMA DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO

³³BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Processo Administrativo Sancionador nº 12/01*. Violação dos Artigos 155, II (Dever de Lealdade) e 156 (Conflito de Interesses), Ambos da Lei Nº 6.404/76 - Multa. - Descumprimento do § 2º da Instrução Cvm Nº 31/84 em Razão da Não Publicação do Fato Relevante Relativo À Alteração do Controle da Cemepe Investimentos S/A.- Inabilitação. Relator: Pedro Oliva Marcilio de Sousa. 12 de janeiro de 2006. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2006/20060112_PAS_1201.pdf. Acesso em: 22 out. 2022.

³⁴BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Processo CVM nº RJ 2004/5494*. Declaração de Voto do Presidente Marcelo Fernandez Trindade. Relator: Marcelo Fernandez Trindade. 14 de dezembro de 2004. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0002/4483-2.pdf>. Acesso em: 22 out. 2022. p. 2.

A Instrução CVM 472 optou por subdividir o tema do conflito de interesses em dois dispositivos distintos: o art. 24, que trata do exercício de voto por cotista, e os arts. 34 e 35, que tratam do conflito de interesses entre o fundo e seus prestadores de serviços (administrador, gestor e consultor especializado). Tal como no sistema do anonimato, o tratamento atribuído pela Comissão de Valores Mobiliários varia conforme a figura central da controvérsia: se cotista, agente autorizado ou mesmo agente autorizado que é simultaneamente um cotista.

7.1. O COTISTA CONFLITADO

No âmbito do conflito de interesses protagonizado por cotistas, assim como vem sinalizando a jurisprudência recente relativa às sociedades anônimas, a tendência da autarquia parece pender à adoção da abordagem material nas análises casuísticas. No caso Cyrela, julgado em 2021, tem-se a primeira evidência desse fenômeno.

Na lide em comento, a Cyrela Commercial Properties S.A., cotista majoritária e administradora do *shopping* objeto de investimento pelo FII, foi obstada previamente de exercer seu voto – abstenção promovida exclusivamente pelo Administrador – em assembleia geral que versaria sobre a cisão parcial do Fundo de Investimento Grand Plaza Shopping.

Na expressão de seu voto, Alexandre Rangel defendeu a análise material do conflito de interesses, partindo em defesa do princípio do majoritário, do caráter basilar que assume o direito de voto na estrutura dos fundos de investimento imobiliário, bem como a presunção de boa-fé do cotista conflitado. No que tange o princípio do majoritário, sustentou o diretor que o cotista majoritário é aquele que está mais exposto ao risco do investimento e, justamente por isso, seria pessoa mais comprometida com o sucesso do veículo.

Não obstante, em que pese o direito de voto ser direito fundamental a todos os cotistas dos FII (não havendo a possibilidade de cotas sem voto, como ocorre no sistema do anonimato), seria pelo volume de aporte do cotista controlador e sua exposição a riscos, que a legislação atinente aos FII teria viabilizado a aprovação de deliberações importantes para a vida do fundo (como alterações no regulamento) por cotista(s) detentores de, pelo menos, 25% (vinte e cinco por cento) das cotas de emissão do fundo, quando a base passiva do fundo é superior a 100 cotistas (art. 20, §1º da Instrução CVM 472).

Nessa toada, o art. 24 da Instrução CVM 472, ao preconizar que o “cotista deve exercer o direito de voto no interesse do fundo”, estaria depositando “clara confiança e presunção de boa-fé sobre aqueles que detém a titularidade do direito de voto no âmbito de um fundo de investimento imobiliário”³⁵. A norma não estaria, então, preconizando uma abstenção a priori de voto, mas garantido o exercício de voto no interesse do fundo.

A exceção residiria, unicamente, nos incisos I, II, III e V do § 1º do art. 24, em que a condição pessoal do votante implicaria em sua abstenção prévia, em virtude da confusão entre as figuras de cotista e agente autorizado do FII. Nos demais casos (IV e VI), a avaliação deveria ser feita *a posteriori*.

Pelo racional do julgador, na hipótese de cotista conflitado, a análise quanto ao seu voto dependeria, de um lado, da evidenciação de interesses inconciliáveis e, de outro, das medidas regulatórias disponíveis para contenção de eventuais danos posteriores. Assumiu-se, em linha com doutrina de Luis Felipe Spinelli³⁶, que a mera existência de interesses contrapostos ou extrassociais não seria suficiente para a abstenção prévia do voto do cotista, uma vez que mesmo nessas situações uma solução reciprocamente benéfica é possível.

A construção da solução reciprocamente benéfica, nesse sentido, perpassaria uma postura razoável, transparente e fundamentada do cotista conflitado, tal como conduzida pela Cyrella, de acordo com o julgador. A empresa, na ocasião da lide, teria fundamentado e demonstrado de forma adequada as suas pretensões em relação ao FII, tendo, inclusive, prestados os mais diversos esclarecimentos aos demais cotistas e à Administradora a respeito das controvérsias que a circundavam³⁷

³⁵ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Processo Administrativo nº 19957.000837/2021-11*. Recurso Contra Manifestação da Área Técnica Relacionada A Conflito de Interesses em Fundo de Investimento Imobiliário. Relator: Superintendência de Supervisão de Securitização - SSE. 25 de maio de 2021. Manifestação de Voto - Diretor Alexandre Costa Rangel. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/2021/20210525/2189_21_VotoDAR.pdfAcesso em: 01 nov. 2022.p.8

³⁶ *Ibid.* p 6.

³⁷ “Em 28.08.2020, o Fundo recebeu um auto de infração lavrado pela Receita Federal do Brasil (“Auto de Infração” e “RFB”), informando que o FII deve ser tributado como pessoa jurídica, em virtude do disposto no art. 2º da Lei nº 9.779/1993. O Auto de Infração, que totaliza montante da ordem de R\$ 158 milhões, equivale a 15,3% do patrimônio líquido do Fundo e apresenta como devedoras solidárias a Administradora e Cyrela Commercial Properties S.A. Empreendimentos e Participações (“CCP” ou “Recorrente”), cotista titular de 61% das cotas de emissão do Fundo”

Com relação a tarefa de indicar um conflito de interesse em potencial, o julgador votou pela atribuição ao próprio cotista conflitado, considerando que terceiros dificilmente terão conhecimento ou condições mínimas de avaliar a existência ou grau de relevância do conflito de interesses. O ponto, inclusive, teria sido trabalhado na audiência pública da Instrução CVM 571/2015, que deu origem à atual redação do art. 24 da Instrução CVM 472: Na ocasião, a CVM esclarecer que, para a CVM

“[p]ara a CVM, compete ao próprio cotista a declaração de seu impedimento de voto em relação a uma determinada matéria submetida à apreciação da assembleia geral, sem prejuízo da apuração de sua responsabilidade em caso de descumprimento dessa regra. Paralelamente, a CVM entende que não compete nem ao administrador, nem ao gestor, nem ao presidente da mesa da assembleia a contestação do exercício do direito de voto por qualquer cotista”³⁸.

Por fim, o julgador asseverou que, em quer pese o dever fiduciário atribuído pela norma, excederia as funções de um administrador de FII tolher voto de cotista que, com base em seu juízo próprio, estaria em conflito de interesse – mesmo que totalmente convicto da existência do conflito. Caberia ao prestador de serviço, nessa toada, tão somente registrar em ata sua opinião e alertar os cotistas acerca da suspeita de irregularidade.

7.2. O ADMINISTRADOR, GESTOR OU CONSULTOR CONFLITADO

Em voto proferido no âmbito dos Processos CVM 2012/13320 e RJ 2012/1577, Otavio Yazbek declarou o racional frequentemente utilizado pela CVM para amparar suas decisões acerca do conflito de interesses envolvendo agentes autorizados. O ex-diretor da autarquia, no ano de 2013, asseverou que “operações realizadas entre administrador ou gestor e fundo são os mais clássicos exemplos de conflito de interesses em matéria de fundos de investimento”³⁹.

Segundo ele, muitas vezes as situações de antagonismo de interesses são de difícil constatação, motivo pelo qual o próprio agente autorizado acaba por ser o único indivíduo capaz de apontar a sua existência. Tal dificuldade, no entanto, não seria suficiente para entregar totalmente às mãos do agente autorizado a faculdade de notificar ou não a assembleia quando

³⁸ *Ibid.* p. 18.

³⁹ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Processos CVM nº RJ 2012/13220 e RJ 2012/15177. Conflito de Interesses nas Operações Entre Fundos Imobiliários e Seus Administradores Ou Gestores e na Aquisição de Ativos de Emissão Destes Ou de Partes A Eles Relacionadas*. Relator: Diretor Otavio Yazbek. 06 de agosto de 2013. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0010/8692-0.pdf>. Acesso em: 30 out. 2022. p.3.

da existência de um possível conflito prejudicial, de modo que permaneceria exclusivamente sob competência assemblear determinar os rumos da operação.

Nesse sentido, assume relevância o caso BC Fund⁴⁰, julgado em 2015. Nele, debateu-se a pretensão do Grupo BTG Pactual de realizar a liquidação da BR Properties S.A., na qual detinha participação relevante, através da realização de uma Oferta Pública de Aquisição (OPA) conduzida por um dos veículos sob sua administração e gestão, o FIP Brigde, à época em fase pré-operacional.

A OPA seria efetivada através do aporte de recursos, no FIP Bridge, por outros dois veículos do Grupo BTG Pactual, o FIC FIP Brige II, à época em fase pré-operacional, e o FII Prime, no qual o FII BTG Pactual Corporate Office Fund (BC Fund) era o único cotista. Para viabilizar a capitalização do fundo, o FIC FIP Bridge II receberia aportes através de braços do Grupo BTG Pactual e do Grupo Brookfield, enquanto o FII Prime, por sua vez, realizaria a emissão de novas cotas direcionadas a investidores qualificados (Oferta 476)⁴¹.

Após a capitalização e realização da OPA, o FIP Brigde seria objeto de uma reorganização societária que daria origem ao FIP Bridge II, hipótese em que o primeiro ficaria com o FII Prime e o segundo com o Grupo BTG Pactual e Grupo Brookfield. No terceiro *step* da operação, os imóveis da BR Properties S.A. seriam repartidos entre o FIP Bridge e o FIP Bridge II por meio de contratos de compra e venda, permanecendo a BR Properties S.A. sob domínio do FIP Bridge (companhia, realça-se, que enfrentava um problema sério de endividamento). No quarto e último *step*, o FIP Bridge II seria liquidado e os ativos em sua carteira seriam entregues ao Grupo BTG e ao Grupo Brookfield, enquanto cotistas do fundo respectivo.

Na estrutura da operação, como se percebe de antemão, era notória a presença do Grupo BTG Pactual em todos os polos da estrutura. O centro da controvérsia, apesar disso, residiu na necessidade de realização de uma assembleia geral de cotistas do BC Fund para aprovação da Oferta 476 que implicaria na aprovação da OPA. Regra geral, assume-se a

⁴⁰ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Processo Administrativo SP-2015-118*. Recurso contra decisão da Superintendência de Investidores que determinou a realização de assembleia de cotistas do FII BTG Pactual Corporate Office Fund. Relator: Pablo Renteria. 30 de junho de 2015. Disponível em: <http://d1ao0r2iuz522v.cloudfront.net/03fb55a6f4d59b6d016c92d95bee8463.pdf>. Acesso em 30 out. 2022.

⁴¹ Nos termos do art. 12 da Resolução CVM nº 30, de 11 de maio de 2021.

vertente formal do conflito de interesse também na indústria dos fundos, mas reconhece-se que é a assembleia geral de cotistas o órgão mais apropriado para deliberar sobre a existência ou não de antagonismo.

Muito embora, frequentemente, assumam-se que o comando do art. 34 refira-se à aprovação dos cotistas diretamente investidores do veículo em situação de conflito de interesse, no âmbito do caso BC Fund, a CVM alinhou-se à possibilidade de extrapolar os limites das camadas de investimento quando latentes os impactos da operação sobre as camadas superiores.

Segundo a CVM, considerando que o BC Fund era composto majoritariamente por investidores pessoas físicas, bem como que o FII Prime representava parcela relevante da carteira do fundo, seria imprescindível que os cotistas do BC Fund tivessem a possibilidade de avaliar o negócio a ser conduzido em suas camadas inferiores de investimento. Deve-se isso ao fato de que, caso realizada a Oferta 476, a deliberação quanto a OPA no patamar do FII Prime seria realizada apenas por investidores qualificados que possuiriam, notadamente, mais capacidade de tomar riscos do que os investidores em geral – comprometendo a eficiência da avaliação.

Ainda de acordo com a autarquia, todos estes pontos estariam somados ao fato que os cotistas ingressantes no FII Prime, ao contrário dos cotistas do BC Fund, já adentrariam na estrutura da operação de posse das informações relevantes do negócio, podendo “fazer a correta precificação e avaliação dos riscos do seu investimento”. Esse direito, caso excluída a deliberação do BC Funds, poderia facilmente resultar na seleção adversa tão comumente observada no âmbito do mercado de capitais, resultante da assimetria informacional.

Não obstante, a recomendação da autarquia foi assertiva em realçar que não bastava a mera reunião da assembleia geral do BC Fund para que o quesito informacional fosse atendido, mas sim a convocação e disponibilização aos cotistas do BC Fund de “todos os detalhes da operação, incluindo os critérios que norteariam a precificação da compra e venda de ativos e passivos imobiliários da BR Properties S.A. e posterior cisão do FIP Bridge”, para que a deliberação fosse considerada eficiente⁴².

⁴² BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Processo Administrativo SP-2015-118*. Recurso contra decisão da Superintendência de Investidores que determinou a realização de assembleia de cotistas do FII BTG Pactual

Discutiu-se, por fim, as medidas de governança que teriam sido adotadas pelo Grupo BTG Pactual na tentativa de garantir alguma independência na operação. A proposta do grupo, muito semelhante ao precedente Tractebel, previa entre outros pontos a criação de um Comitê Independente formado por “membros do conselho de administração do Grupo BTG Pactual, sem qualquer vínculo com o Grupo BTG Pactual, nem interferência de membros com eles relacionados” que atuaria nas bases do negócio e deliberaria, em Assembleia Geral Extraordinária, o prosseguimento da operação.

A conclusão da CVM, em consonância com as formulações realizadas no sistema do anonimato, foi no sentido de que a constituição de um Comitê Independente formado unicamente por membro da administração, ainda que supostamente alheios ao conflito, não significaria necessariamente a proteção do interesse dos minoritários – em outras palavras, poder-se-ia dizer que dificilmente os administradores do comitê conseguiriam reproduzir, de maneira totalmente independente e fiel, os anseios dos minoritários.

Em sentido semelhante, deu-se a manifestação da CVM no âmbito do Memorando nº 18/2019-CVM/SRE/GER-2, referente ao caso HSI Malls, julgado em 2019, no qual o HSI Malls Fundo de Investimento Imobiliário (HSI Malls FII) pretendia realizar nova oferta de cotas para adquirir ações de Sociedades de Propósitos Específicos (SPEs) detentoras de *shoppings centers* localizados nos Estados da Paraíba e São Paulo. Tais SPEs, à época do negócio, eram detidas por veículos de investimentos (fundos de investimento em participações – FIPs) sob controle comum do gestor do HSI Malls FII – ensejando, portanto, a tese do conflito de interesse.

O centro da controvérsia no caso HSI Malls residiu, entre outros pontos, na tentativa da gestora de aprovar, ela mesma, a aquisição dos ativos alvo através de procurações outorgadas pelos cotistas no momento de subscrição das cotas. A assembleia de cotistas (AGC) seria realizada após o término da distribuição de cotas, sendo que, caso não fossem recolhidas procurações em número suficientes para aprovação da aquisição e/ou caso a aquisição não fosse aprovada em AGC, a oferta seria cancelada ou o fundo seria liquidado, conforme aplicável.

A Superintendência de Registros de Valores Mobiliários, na ocasião, entendeu que a operação demandaria a aprovação prévia dos cotistas reunidos em assembleia geral, na qualidade de fórum legítimo de deliberação para situações de conflito de interesse. Asseverou, ainda, que a possibilidade aventada pelo gestor seria mero artifício utilizado para pré-aprovar a situação de conflito de interesses – seja pela ausência de integralização das cotas à época da manifestação, seja pela ausência de alternativas para os investidores que quisessem rejeitar a ordem do dia.

Oportunamente, o órgão fez menção a precedente semelhante atrelado ao Processo SEI nº 19957.009539/2017-18, em que a Gerência de Acompanhamento de Fundos Estruturados, em 2017, endereçou o seguinte posicionamento aos gestores do TRX Renda FII, no que concerne o art. 34 da Instrução CVM 472:

“Ao fazer isso, a ICVM 472 foi precisa e cirúrgica estabelecendo que somente a Assembleia Geral de Cotistas é o fórum legítimo para deliberar e autorizar a aquisição de ativos sujeitos a conflitos de interesses. Tal procedimento inviabiliza a possibilidade de pré-aprovação, ciência ou concordância, ou qualquer outro nome e/ou estratégia legal, haja vista que o investidor não integralizou suas cotas e não pode ser considerado como cotista apto a votar ou assinar procuração em favor de representante para fins de realização de assembleia geral de cotistas que sequer possui edital de convocação publicado.

Ainda, o pedido de procuração, nos termos do art. 23 da ICVM 472, deve, dentre outros (i) conter todos os elementos informativos necessários ao exercício do voto pedido; e (ii) facultar que o cotista exerça o voto contrário à proposta, por meio da mesma procuração⁴³”

Vale realçar que, como tentativa de atender aos anseios da autarquia, a gestora procurou enriquecer as diretrizes informacionais dos documentos, disponibilizando um “Manual de Exercício de Voto”, em conjunto com a minuta da procuração, que informaria aos subscritores a ordem do dia a ser deliberada na futura assembleia, bem como as informações necessárias para o exercício do voto pelo subscritor⁴⁴. A tentativa, no entanto, não obteve sucesso.

⁴³ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Memorando nº 18/2019-CVM/SER/GER-2*. Pedido de Dispensa de atendimento de Exigência da Superintendência de Registro de Valores Mobiliários em oferta pública de distribuição de cotas de FII. 23 de maio de 2019. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/2019/20190528/1420.pdf>. Acesso em 30 out. 2022. p.5

⁴⁴ *Ibid.* p. 11

Mesmo presentes requisitos formais informacionais incluídos no art. 23 da Instrução CVM 472, entendeu-se que não era evidente a faculdade do investidor de exercer voto contrário à proposta, motivo pelo qual a CVM manteve seu posicionamento.

8. CONCLUSÃO

O entendimento da Comissão de Valores Mobiliários a respeito do conflito de interesses em matéria anônima e de fundos de investimento imobiliário tem sido construído de forma inconstante, ora alinhada à corrente formal, ora à corrente material, principalmente no que tange investidores conflitados.

No sistema do anonimato, é possível verificar maior preocupação com a assimetria informacional no âmbito das decisões que privilegiaram a corrente formal de conflito de interesses. Percebe-se, nesses casos, que a proteção aos investidores minoritários assume o enfoque principal da controvérsia, motivo pelo qual as exigências quanto a prestação informacional acabam por encontrar terreno fértil.

É de se ter em vista, no entanto, que a ausência de previsão normativa acerca da possibilidade de autorização do voto conflitado em assembleia geral de acionistas faz com que as decisões proferidas na autarquia se concentrem, muito mais, em determinar a possibilidade de exercício de voto pelo acionista conflitado casuisticamente, do que em construir uma terceira via focada na prestação informacional, que harmonize a pretensão do conflitado e da coletividade.

No sistema dos fundos de investimento imobiliário, por outro lado, a possibilidade de exercício de voto conflitado em caso de autorização da assembleia geral de cotistas, expressamente prevista na Instrução CVM 472, faz com que a prestação informacional seja pilar indissociável da discussão. Como a competência para determinar a efetividade do voto é entregue à democracia social do veículo, à Comissão de Valores Mobiliários resta apenas garantir que as informações necessárias à tomada de decisão assemblear cheguem ao conhecimento dos cotistas votantes.

É evidente, inclusive, que a dicotomia entre conflito formal e conflito material de interesses no âmbito da jurisprudência dos fundos de investimento imobiliário assumem menor

relevância do que no sistema do anonimato. É certo que o fórum adequado para autorização do voto é a assembleia geral, permanecendo divergências apenas quanto à figura competente para indicação do conflito de interesses.

No campo das agentes autorizados conflitados, administradores, gestores e/ou consultor especializados, tanto no sistema do anonimato quanto no sistema dos fundos de investimento imobiliário, o tratamento jurisprudencial demonstra-se mais rígido e uníssono no sentido de abstenção prévia do agente em operações conflitadas, observada a possibilidade de condução do negócio em bases equitativas (no caso da Lei 6.404/76) ou da autorização expressa e informada da coletividade de cotistas (no caso da Instrução CVM 472).

É possível observar também que, em ambos os sistemas analisados, os argumentos que sustentam a adoção de um ou outro método de apuração de conflito de interesses, em relação aos investidores, são extremamente semelhantes, com modificações muito singelas ao longo do tempo, por força de elementos casuísticos.

No âmbito da corrente formal, as decisões analisadas fundaram-se principalmente na assimetria informacional (que impossibilitaria o conhecimento do conflito de interesses por parte de terceiros que não o conflitado, bem como sua intenção em agir na operação ou exercer seu voto de maneira proba), na proteção aos investidores minoritários e na ineficiência das medidas de governança sugeridas pelos agentes conflitados, incapazes de garantir a total independência da operação e refletir os anseios dos investidores minoritários.

No âmbito da corrente material, as decisões analisadas fundaram-se principalmente no princípio do majoritário, proteção dos direitos políticos, presunção de boa-fé, evolução das alternativas de solução de conflitos (notadamente, a Câmara de Arbitragem da B3 – Bolsa, Brasil, Balcão e o *litigation finance*) e, em relação à figura competente para indicação do conflito de interesses, assimetria informacional (no sentido de que, como a situação é de difícil constatação, apenas o agente conflitado poderia fazer o juízo de viabilidade quanto ao exercício do voto e/ou condução da operação).

Paralelamente, entende-se que a abordagem da Comissão de Valores Mobiliários poderia ser mais constante e flexibilizada caso o mercado, à luz dos preceitos da governança corporativa, passassem a adotar soluções orgânicas em complemento aos mandamentos da

norma. Poderia se pensar, por exemplo, na formação de comitês independentes, semelhantes àqueles propostos no precedente Tractebel e BC Fund, compostos por administradores, investidores minoritários e demais indivíduos interessados na negociação – com um fluxo de informações amplo e contínuo.

Os primeiros passos nesse sentido parecem ser favorecidos pela crescente demanda do mercado consumidor/investidor quanto a adoção de políticas *ESG* (*Environmental, Social, Governance*) nas atividades empresariais, ainda que tais práticas estejam distantes de serem totalmente incorporados pelo mercado, tanto pela complexidade de sua manutenção quanto pelos custos que a englobam.

Desta forma, considerando a maturidade do mercado brasileiro, entende-se que os efeitos da seleção adversa e do risco moral embebidos nas situações de conflito de interesse devem ser contidos a partir da combinação de regras de conflito de interesses e soluções internas orgânicas (aprovação prévia da assembleia geral), como ocorre na Instrução CVM 472, combinado à prestação informacional eficiente (produzida por terceiros independentes ou revisada e ratificada por eles).

Conclui-se, portanto, pela não efetividade da abstenção prévia absoluta do exercício de voto e/ou condução de operações conflitadas nos sistemas analisados, defendendo-se a entrega *a priori* da matéria à democracia assemblear em quórum qualificado – pelo agente conflitado, pelo administrador ou por qualquer pessoa que detenha informações adicionais – para adequado análise e endereçamento do conflito, à luz dos direitos políticos, proteção ao minoritário e exercício de oportunidade empresarial.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BAGNOLI, Vicente. *Direito econômico, 6ª edição*. São Paulo: Grupo GEN, 2013. E-book. ISBN 9788522484331. Disponível em: <https://app.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788522484331/>. Acesso em: 12 out. 2022. p. 107-114

BENSAL, Bruno. *Conflito de interesses nas assembleias de S.A. – análise à luz do Direito Comparado e da evolução do entendimento da CVM*. Disponível em: <https://edisciplinas.usp.br>. Acesso em: 15 out. 2022. p. 07.

BRASIL. *Exposição de Motivos nº 196*. Brasília, DF: Ministro da Fazenda [Mário Henrique Simonsen], 1976. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/>. Acesso em: 15 out. 2022. p. 14.

BRASIL. *Edital de Audiência Pública nº 01/2008*: Nova Minuta de Instrução sobre Fundo de Investimento Imobiliário. Brasil: Comissão de Valores Mobiliários, 2008. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2008/sdm0108.html. Acesso em: 19 out. 2022. p. 9

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Inquérito Administrativo CVM nº TA/RJ2001/4977*. O acionista controlador, por força do disposto no parágrafo 1º do artigo 115 da Lei nº 6.404/76, está impedido de votar em decisão assemblear em que tenha interesse, no caso o pagamento de royalties pelo uso de marca pertencente ao controlador indireto. Relatora: Norma Jonssen Parente. 19 de dezembro de 2001. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2001/20011219_PAS_RJ20014977.pdf. Acesso em: 15 out. 2022.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Inquérito Administrativo CVM nº TA-RJ2002/1153*. Aprovação de Acordo de Prestação de Serviços Gerenciais, em AGE de 30/11/99, com votos proferidos por Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil - PREVI e Fundação SISTEL de Seguridade Social, acionistas diretos e indiretos da Tele Norte Leste Participações S/A e de sua controladora Telemar Participações S/A. Descaracterizada a existência do conflito de interesse previsto no § 1º do art. 115 da Lei nº 6.404/76 - Absolvção. Relatores: Norma Jonssen Parente, Luiz Antonio de Sampaio Campos. 06 de novembro de 2002. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2002/20021106_PAS_RJ20021153.pdf. Acesso em: 15 out. 2022.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Processo Administrativo nº RJ 2009-13179*. Recurso contra entendimento da SEP, a respeito da possibilidade do acionista controlador, GDF Suez Energy Latin America Participações Ltda., votar na assembleia sobre a aquisição de ações da Suez Energia Renovável S.A. Relator: Alessandro Broedel Lopes. 9 de setembro de 2020. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0007/7190-4.pdf>. Acesso em: 16 out. 2022.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Processo Administrativo nº 19957.005749/2017-29*. Recurso Contra Entendimento da Superintendência de Relações Com Empresas – Sep Referente A Impedimento de Voto do Estado de São Paulo em Assembleia Geral Extraordinária da Empresa Metropolitana de Águas e Energia S.A. – Emae. Relator: Gustavo Tavares Borba. 26 de setembro de 2017. Disponível em:

https://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2017/20170926_R1/20170926_D0728.html. Acesso em: 22 out. 2022.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Processo Administrativo Sancionador nº 12/01*. Violação dos Artigos 155, II (Dever de Lealdade) e 156 (Conflito de Interesses), Ambos da Lei Nº 6.404/76 - Multa. - Descumprimento do § 2º da Instrução Cvm Nº 31/84 em Razão da Não Publicação do Fato Relevante Relativo À Alteração do Controle da Cemepe Investimentos S/A.- Inabilitação. Relator: Diretor Pedro Oliva Marcilio de Sousa. Rio de Janeiro, 12 de janeiro de 2006. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2006/20060112_PAS_1201.pdf. Acesso em: 22 out. 2022.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Processo Administrativo Sancionador nº 12/01*. Violação dos Artigos 155, II (Dever de Lealdade) e 156 (Conflito de Interesses), Ambos da Lei Nº 6.404/76 - Multa. - Descumprimento do § 2º da Instrução Cvm Nº 31/84 em Razão da Não Publicação do Fato Relevante Relativo À Alteração do Controle da Cemepe Investimentos S/A.- Inabilitação. Relator: Pedro Oliva Marcilio de Sousa. 12 de janeiro de 2006. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2006/20060112_PAS_1201.pdf. Acesso em: 22 out. 2022.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processos CVM nº RJ 2012/13220 e RJ 2012/15177. Conflito de Interesses nas Operações Entre Fundos Imobiliários e Seus Administradores Ou Gestores e na Aquisição de Ativos de Emissão Destes Ou de Partes A Eles Relacionadas. Relator: Diretor Otavio Yazbek. Rio de Janeiro, 06 de agosto de 2013. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0010/8692-0.pdf>. Acesso em: 30 out. 2022.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Processo CVM nº RJ 2004/5494*. Declaração de Voto do Presidente Marcelo Fernandez Trindade. Relator: Marcelo Fernandez Trindade. 14 de dezembro de 2004. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0002/4483-2.pdf>. Acesso em: 22 out. 2022.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Processo Administrativo nº 19957.000837/2021-11*. Recurso Contra Manifestação da Área Técnica Relacionada A Conflito de Interesses em Fundo de Investimento Imobiliário. Relator: Superintendência de Supervisão de Securitização - SSE. 25 de maio de 2021. Manifestação de Voto - Diretor Alexandre Costa Rangel. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/2021/20210525/2189_21_VotoDAR.pdf Acesso em: 01 nov. 2022.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Processos CVM nº RJ 2012/13220 e RJ 2012/15177*. Conflito de Interesses nas Operações Entre Fundos Imobiliários e Seus Administradores Ou Gestores e na Aquisição de Ativos de Emissão Destes Ou de Partes A Eles Relacionadas. Relator: Diretor Otavio Yazbek. 06 de agosto de 2013. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0010/8692-0.pdf>. Acesso em: 30 out. 2022.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Processo Administrativo SP-2015-118*. Recurso contra decisão da Superintendência de Investidores que determinou a realização de assembleia de cotistas do FII BTG Pactual Corporate Office Fund. Relator: Pablo Renteria. 30 de junho de 2015. Disponível em: <http://d1ao0r2iuz522v.cloudfront.net/03fb55a6f4d59b6d016c92d95bee8463.pdf>. Acesso em 30 out. 2022.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Memorando nº 18/2019-CVM/SER/GER-2 Pedido de Dispensa de atendimento de Exigência da Superintendência de Registro de Valores Mobiliários em oferta pública de distribuição de cotas de FII. Rio de Janeiro, 23 de maio de 2019. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/2019/20190528/1420.pdf>. Acesso em 30 out. 2022.

BRASIL. *Lei nº 8.668, de 25 de junho de 1993*. Dispõe sobre a constituição e o regime tributário dos Fundos de Investimento Imobiliário e dos Fundos de Investimento nas Cadeias Produtivas Agroindustriais (Fiagro); e dá outras providências. Brasília, DF: Presidência da República, 1993. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l8668.htm. Acesso em: 19 out. 2022.

BRASIL. *Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976*. Dispõe sobre as sociedades por ações. Brasília, DF: Presidência da República, 1976. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm

BRASIL. *Mensagem de Veto Nº 1.213*. Brasília, DF: Presidente da República, 2001. Disponível em: <https://www2.camara.leg.br/legin/fed/lei/2001/lei-10303-31-outubro-2001-414210-veto-14766-pl.html>. Acesso em: 22 out. 2022.

BRASIL. Instrução CVM nº 472 de 31 de outubro de 2008. Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento, a oferta pública de distribuição de cotas e a divulgação de informações dos Fundos de Investimento Imobiliário – FII. Brasília, DF: Presidência da República, 1998. Rio de Janeiro, RJ: Comissão de Valores Mobiliários, 2008.

CAMPOS, Humberto Alves de. Falhas de Mercado e falhas de governo: uma revisão da literatura sobre regulação econômica: uma revisão da literatura sobre regulação econômica. *Prismas: Direito, Políticas Públicas e Mundialização*, Brasília, v. 5, n. 2, p. 281-301, 24 abr. 2009. Centro de Ensino Unificado de Brasília. Disponível em: <https://www.publicacoesacademicas.uniceub.br/prisma/article/view/702>. Acesso em: 12 out. 2022.

CARVALHO, Maria Auxiliadora D. *Microeconomia Essencial*. São Paulo: Editora Saraiva, 2015. E-book. Disponível em: <https://app.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788502634534/>. Acesso em: 13 out. 2022. p. 252.

CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas: arts. 138 a 205*. 6. ed. São Paulo: Saraiva, 2014. p. 445-464.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *O que é a CVM*. Rio de Janeiro, 2020. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/>. Acesso em: 07 abr. 2022.

DEL PICCHIA, Lucia. *Poder Normativo das Agências Reguladoras: sentido da retomada do debate na doutrina jurídica* In SCHAPIRO, Mario Gomes (Coord.). *Direito Econômico Regulatório*. São Paulo: Saraiva, 2010. p. 331-361.

EIZIRIK, Nelson et al. *Mercado de Capitais: regime jurídico*. 4. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 590-618.

FILHO, Calixto S. *O novo direito societário*. São Paulo: Editora Saraiva, 2019. E-book. Disponível em: <https://app.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788553611522/>. Acesso em: 17 out. 2022. p. 83-94.

LIMA, Diogo et al. Impacto do Nível de Evidenciação de Informações Contábeis sobre a Precificação de Ações no Contexto de Seleção Adversa: uma pesquisa experimental. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, São Paulo, Vol. 14, No. 13, 22 jun. 2012. Disponível em: <https://rbgn.fecap.br/RBGN/article/view/748>. Acesso em: 12 out. 2022.

MANKIW, N G. *Princípios de microeconomia*. São Paulo: Cengage Learning Brasil, 2021. E-book. Disponível em: <https://app.minhabiblioteca.com.br/#/books/9786555584158/>. Acesso em: 12 out. 2022. p. 365.

O RANKING das 1500 maiores companhias do Brasil - 5ª Edição. *O Estado de São Paulo*. São Paulo, 2019. Disponível em: <https://publicacoes.estadao.com.br/empresasmais2019/ranking-1500/>. Acesso em: 12 out. 2022.

PONTES, Camila de *et al* (org.). *Conflito de Interesses no Direito Societário: Ensaios Acerca da Divergência Doutrinária e Análise Casuística* In RAMUNNO, Pedro A. L. *Direito Societário e do Mercado de Capitais em Debate: caso fibria e suzano*. São Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 179-195.

PREÇO das ações da Vale caem 20% após a tragédia de Brumadinho. *G1 - Jornal Nacional* Rio de Janeiro, 28 jan. 2019. Disponível em: <https://g1.globo.com/jornal-nacional/noticia/2019/01/28/precos-das-aco-es-da-vale-caem-20-apos-tragedia-debrumadinho.html>. Acesso em: 12 out. 2022.

RODRIGUES, Sabrina. Retrospectiva: Rompimento da barragem de Brumadinho foi a primeira grande tragédia ambiental do ano. *Jornal Eco*. [Rio de Janeiro], 16 dez 2019. Disponível em: <https://oeco.org.br/noticias/rompimento-da-barragem-de-brumadinho-e-a-primeira-grande-tragedia-ambiental-do-ano/>. Acesso em 12 out. 2022.

ROMPIMENTO em Brumadinho, maior acidente de trabalho do Brasil, completa três anos. *Tribunal Regional do Trabalho FM*, Mato Grosso, 25 jan. 2022. Disponível em: <https://portal.trt23.jus.br/portal/noticias/m%C3%BA-sica-do-dia-rompimento-em-brumadinho-maior-acidente-de-trabalho-do-brasil-completa-tr%C3%AAs>. Acesso em: 18 out. 2022.

TERPINS, Nicole M. H. *A Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento Imobiliário*. Dissertação (Direito Comercial) - Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2013. p. 65-95.

VALE. *Quem somos*. Disponível em: <http://www.vale.com/brasil/PT/aboutvale/Paginas/default.aspx>. Acesso em: 12 out. 2022.

TERMO DE AUTENTICIDADE DO TRABALHO DE CONCLUSÃO DE CURSO

Eu, Vanessa Cavalcante Costa Aragão discente regularmente matriculado(a) na disciplina TCC II, da 10ª etapa do curso de Direito, matrícula nº 31866026, período Noturno, turma 10ºS, tendo realizado o TCC com o título: “Assimetria Informacional no Mercado de Capitais: A Problemática do Conflito de Interesses nos Sistemas do Anonimato e dos Fundos de Investimento Imobiliário”, sob a orientação do Professor Dr. Vicente Bagnoli, declaro para os devidos fins que tenho pleno conhecimento das regras metodológicas para confecção do Trabalho de Conclusão de Curso (TCC), informando que o realizei sem plágio de obras literárias ou a utilização de qualquer meio irregular.

Declaro ainda que, estou ciente que caso sejam detectadas irregularidades referentes às citações das fontes e/ou desrespeito às normas técnicas próprias relativas aos direitos autorais de obras utilizadas na confecção do trabalho, serão aplicáveis as sanções legais de natureza civil, penal e administrativa, além da reprovação automática, impedindo a conclusão do curso.

São Paulo, 10 de novembro de 2022



Assinatura do discente