DIREITO EMPRESARIAL E SUAS INTERFACES

Volume II

HOMENAGEM A
FÁBIO ULHOA COELHO

Ana Frazão
Rodrigo R. Monteiro de Castro
Sérgio Campinho
Organização

Alessandra Tridente
Alfredo de Assis Gonçalves Neto
Andreia Cristina Bezerra Casquet
André Santa Cruz
Bruno Robert
Caitlin Mulholland
Carlos Martins Neto
Edison Carlos Fernandes
Eduardo Franklin
Eduardo Salomão Neto
Eduardo Secchi Munhoz
Eduardo Siqueira Néri
Fernando Campos Scaff
Gerson Luiz Carlos Branco
Gladston Mamede
Henrique Barbosa
Henrique Cazerta
Jacques Labrunie
João Paulo Saueia Godoy
João Pedro Scalzilli
José Alexandre Tavares Guerreiro
José Edwaldo Tavares Borba
Kone Prieto Furtunato Cesário
Lucas C. Gorgulho M. Barros
Luciana Dias
Luís André Azevedo
Luis Felipe Spinelli
Marcelo Vieira von Adamek
Marcus Vinicius Alcântara Kalil
Maria de Fátima Ribeiro
Mariana Pargendler
Mariana Pinto
Marlon Tomazette
Miguel Pestana de Vasconcelos
Mirelle Bittencourt Lotufo
Nelson Eizirik
Oksandro Gonçalves
Otávio Vieira Barbi
Pablo Renteria
Pedro A. L. Ramunno
Ricardo Villas Bôas Cueva
Rodrigo Tellechea
Suzy Elizabeth Cavalcante Koury
William Akerman

QUARTIER LATIN
20 Anos

XVII. As Transações com Partes Relacionadas no Direito Societário Brasileiro e a Lei de Melhoria do Ambiente de Negócios

Luciana Dias[1-2]

I. Introdução

O presente artigo analisa a reforma implementada por meio da Medida Provisória nº 1.040, de 2021, convertida na Lei nº 14.195, de 2021 ("Lei de Melhoria do Ambiente de Negócios") ao regime jurídico aplicável às transações com partes relacionadas no Brasil. A nova lei teve declaradamente o objetivo de promover uma melhoria no ambiente de negócios e, assim, impactar positivamente a posição do país na classificação geral do relatório *Doing Business* do Banco Mundial[3]. Referido relatório comparava a regulamentação aplicável a empresas em 190 economias (algumas em níveis nacionais e outras em níveis regionais), levando em consideração critérios como nível de burocracia e proteção de acionistas minoritários e classificando as jurisdições de acordo com o ambiente de negócios e políticas públicas voltadas ao desenvolvimento do setor privado.

---

1 Luciana Dias é professora da Escola de Direito da Fundação Getúlio Vargas. Foi Diretora e Superintendente de Desenvolvimento do Mercado da Comissão de Valores Mobiliários - CVM. Doutora e mestre pela Universidade de São Paulo - USP e mestre pela Universidade de Stanford. Rafael Andrade atuou como assistente de pesquisa neste artigo e é associado ao L|Dias Advogados. Foi assessor do Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários - CVM e assistente na Superintendência de Relações com Empresa - SEP da CVM. Mestre pela Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas - FGV Direito SP.

2 Partes deste texto derivam de trechos revisados e atualizados de DIAS, Luciana. *Transparência como Estratégia Regulatória no Mercado de Valores Mobiliários: um Estudo Empírico das Transações com Partes Relacionadas*. Tese (Doutorado) - Universidade de São Paulo: São Paulo, 2014.

3 Cf. EMI nº 00049/2021 ME AGU MJSP MME SG, de 18 de março de 2021. Disponível em <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2019-2022/2021/Exm/Exm-MP-1040-21.pdf>. Acesso em 2 de novembro de 2021.

Dentre as reformas propostas especificamente com o intuito de elevar a pontuação do Brasil nesse relatório, a Lei de Melhoria do Ambiente de Negócios alterou a Lei nº 6.404, de 1976 ("Lei das S.A."), para, ainda que timidamente, tratar dos processos de aprovação das transações com partes relacionadas[4]. Aspectos relacionados a regras de transparência e processo de aprovação de transações com partes relacionadas eram analisados na seção do questionário do *Doing Business* que avaliava o sistema de proteção de acionistas minoritários. Assim, por força da nova lei, transações envolvendo a companhia e uma parte a ela relacionada que atendam ao critério de materialidade previsto no novo inciso X do art. 122 da Lei das S.A. devem, necessariamente, ser objeto de deliberação pela assembleia geral daquela sociedade anônima.

Entre a edição da Lei de Melhoria do Ambiente de Negócios e a elaboração deste artigo, o Banco Mundial tomou a decisão de descontinuar o relatório do *Doing Business* em razão da identificação de problemas em sua metodologia e nos dados fornecidos para os anos de 2018 e 2020. De acordo com comunicado divulgado ao mercado, o Banco Mundial estuda alternativas para prosseguir com a mensuração da qualidade do ambiente de negócios e das políticas públicas que estimulam o setor privado, porque entende que a avaliação e comparação entre ambientes de negócio são ferramentas importantes para o desenvolvimento econômico[5].

Partindo da premissa de que a alteração introduzida na Lei das S.A. tinha como objetivo melhorar a comparação entre o regime brasileiro e

---

4 Nos termos da Exposição de Motivos da Medida Provisória nº 1.040, de 2021: "4. A proposta também promove aperfeiçoamentos legais com o condão de melhorar a posição do Brasil no indicador 'Proteção aos Investidores Minoritários' do relatório *Doing Business*, com alterações em diversos artigos da Lei nº 6.404, de 1976, conferindo maior poder de decisão aos acionistas, o que inclui os minoritários; elevando o prazo de antecedência para o envio de informações para uso nas assembleias, inclusive aprimorando dispositivos inerentes à comunicação, e vedando o acúmulo de funções entre o principal dirigente da empresa e o presidente do Conselho de Administração, entre outras medidas" (Idem).

5 Cf. BANCO MUNDIAL. *World Bank Group to Discontinue Doing Business Report*. 16 de setembro de 2021. Disponível em <https://www.worldbank.org/en/news/statement/2021/09/16/world-bank-group-to-discontinue-doing-business-report>. Acesso em 2 de novembro de 2021.

aquele vigente em outros países e também a intenção do Banco Mundial de encontrar outro mecanismo para continuar mensurando e comparando as políticas públicas que estimulam o setor privado, o presente artigo busca verificar se, de fato, a alteração introduzida na Lei das S.A. pela Lei de Melhoria do Ambiente de Negócio com relação às operações entre partes relacionadas se aproxima da abordagem dada ao tema por pares internacionais. Com isso, em última instância, pretende-se avaliar se a reforma promovida na legislação societária em 2021 é suficiente para efetivamente fortalecer a proteção dos acionistas minoritários das companhias abertas brasileiras no contexto de tais transações.

Neste ponto, cumpre esclarecer que este artigo tem por escopo avaliar, em uma perspectiva comparada, as regras de conduta relativas às transações com partes relacionadas, especialmente no que diz respeito aos mecanismos de aprovação de tais operações, uma vez que a reforma introduzida pela Lei de Melhoria do Ambiente de Negócios versou sobre tal matéria. Assim, embora ao longo do texto sejam apresentadas pontualmente algumas regras de transparência, o artigo não explora o arcabouço brasileiro ou estrangeiro sob esse prisma.

Para tratar dos pontos acima, este artigo está dividido em três seções, além desta Introdução. A Seção II discute o tratamento conferido às transações entre partes relacionadas no Brasil até a edição da Lei de Melhoria do Ambiente de Negócios. A Seção III traz um relato das principais discussões ocorridas no âmbito de entidades multilaterais (em especial, na Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico – OCDE) sobre o mesmo tema, bem como apresenta um panorama das estratégias jurídicas implementadas em outras jurisdições para lidar com essas operações, com destaque para a Itália, os Estados Unidos e o Chile. Por sua vez, na Seção IV, é feita uma comparação entre tais regimes estrangeiros e o arcabouço jurídico brasileiro.

II. TRANSAÇÕES COM PARTES RELACIONADAS

O acordo entre, de um lado, a companhia e, de outro, alguém ligado a ela ou a um de seus administradores, controladores ou controla-

das, direta ou indiretamente, ou acionistas com influência na decisão da própria companhia é uma transação com parte relacionada[6]. A doutrina jurídica americana convencionou adotar a expressão *self-dealing* ao discutir transações dessa natureza[7].

Pode-se resumir o problema teórico das transações com partes relacionadas à falta de negociação por pessoas independentes, conjugada com a possibilidade de, ao menos em tese, a parte que pode influenciar a formação do contrato em ambos os seus polos se beneficiar de tal transação, em detrimento dos demais envolvidos.

Em outras palavras, considerado o comportamento economicamente racional dos agentes, um controlador ou administrador com influência sobre a companhia possivelmente estará inclinado a adotar a opção que dê a ele ou às pessoas a ele ligadas o maior benefício pessoal possível. Essa opção mais atrativa para o administrador ou controlador provavelmente impõe à companhia termos e condições menos favoráveis do que aqueles que poderiam ser obtidos caso o mesmo contrato estivesse sendo negociado com um terceiro independente.

Toda transação com parte relacionada expõe a companhia a uma situação de vulnerabilidade porque, ainda que teoricamente, os acionistas controladores ou administradores com poder de influenciar as suas decisões poderão agir de forma a expropriá-la indevidamente[8]. É por esse motivo que os reguladores se importam com tais transações e tentam enfrentar o conflito de interesses inerente a tais contratos.

Embora o processo de tomada de decisão associado às transações com partes relacionadas implique necessariamente um conflito de inte-

---

6 Embora verdadeira, essa definição teórica não faz jus às dificuldades que companhias, reguladores e outros usuários do direito têm para definir, na prática, transações com partes relacionadas. Porém, para os efeitos deste artigo, ainda que simplificada, essa definição é útil e suficiente.

7 Cf. DJANKOV, Simeon; LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei. *The Law and Economics of Self-Dealing*. Dezembro de 2005. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=864645>. Acesso em 2 de novembro de 2021.

8 Essa expropriação indevida é chamada de *tunneling* pela doutrina econômica. Cf. JOHNSON, Simon, LA PORTA, Rafael, LOPEZ-DE-SILANES, Florencio, SHLEIFER, Andrei. *Tunneling*. American Economic Review, Vol. 90, nº 2, maio de 2000, pp. 22-27.

resses, elas são inevitáveis na vida de qualquer empreendimento empresarial e são, muitas vezes, necessárias e benéficas às companhias envolvidas[9].

Por conta de sua importância, em especial nos países cuja estrutura de controle é concentrada, um dos assuntos mais debatidos nos fóruns técnicos internacionais dedicados a temas de governança corporativa são precisamente as transações com partes relacionadas, levando à discussão sobre como essas operações são abordadas em cada jurisdição.

No caso do Brasil, foi somente em 2008 e sob uma perspectiva exclusivamente contábil e, portanto, de transparência, que as transações com partes relacionadas começaram a ser tratadas como uma categoria distinta pela regulação. Mais especificamente, isso se deu porque a legislação societária nacional adotou os padrões internacionais de contabilidade (*International Financial Report Standards* – IFRS) em 2007[10] e referida reforma provocou a edição de uma série de deliberações pela Comissão de Valores Mobiliários ("CVM") para internalização dos pronunciamentos contábeis necessários à efetiva internalização do IFRS durante o ano seguinte. Entre essas deliberações, a Deliberação CVM nº 560, de 11 de dezembro de 2008, aprovou o Pronunciamento Técnico CPC nº 5, internalizando o *International Accounting Standards No. 24*[11] cujo tema é justamente o tratamento contábil das transações com partes relacionadas.

---

9 Nas palavras da OCDE: "[o] potencial de abuso de transações com partes relacionadas é uma questão política importante em todos os mercados, mas, sobretudo, nos com concentração acionista e naqueles em que prevalecem os grupos de sociedades." Cf. OCDE. *Princípios de Governo das Sociedades do G20 e da OCDE*. Éditions OCDE: Paris, 2020, p. 27. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.1787/9789264259195-pt>. Acesso em 2 de novembro de 2021.

10 A Lei nº 11.638, de 2007, acrescentou o § 5º ao artigo 177 da Lei das S.A., por meio do qual os padrões internacionais de contabilidade (*International Financial Report Standards* - IFRS) foram adotados no Brasil para as companhias abertas. Referido comando conferiu à CVM o poder para estabelecer as normas contábeis para as companhias abertas de acordo com o IFRS.

11 A Deliberação CVM nº 560, de 11 de dezembro de 2008, que aprova o Pronunciamento Técnico CPC nº 5, foi substituída pela Deliberação CVM nº 642, de 7 de outubro de 2010, que aprova o Pronunciamento Técnico CPC nº 5(R1). O Pronunciamento Técnico CPC 05(R1) é uma versão revista daquele aprovado em 2008 e ambos internalizam o *International Accounting Standards No. 24*, que trata de transações com partes relacionadas.

Até a edição da Lei de Melhoria do Ambiente de Negócios, as transações entre partes relacionadas celebradas por sociedades anônimas no país não estavam sujeitas a qualquer tipo de regulação específica em termos de mecanismos especiais de aprovação. Elas poderiam ser aprovadas pelos mesmos procedimentos que qualquer outra transação e somente precisariam passar pelo conselho de administração da companhia ou pela assembleia geral na medida em que o estatuto ou políticas internas da companhia assim determinassem. Desta forma, assim como ocorre com virtualmente todas os contratos comerciais de uma companhia brasileira, exceto se há previsão diferente no estatuto, as transações com partes relacionadas poderiam ser aprovadas pela diretoria da companhia, independente do valor ou da contraparte.

Mesmo as transações com partes relacionadas de natureza societária[12] não têm um regime próprio de aprovação. No entanto, assim como outras operações societárias, elas muitas vezes passam por aprovação do conselho de administração e da assembleia geral por envolverem alterações na estrutura de capital da companhia para as quais a legislação societária exige um rito específico de aprovações.

Embora não houvesse um tratamento legal específico para as aprovações de transações com partes relacionadas, algumas iniciativas se voltaram a mitigar os efeitos deletérios desse cenário. A CVM, por exemplo, vem se preocupando com o tema há vários anos e buscou aperfeiçoar o regime informacional relativo às transações com partes relacionadas para além do que exigem as normas contábeis internacionais, bem como aprimorar como esses negócios são negociados e deliberados.

Nesse sentido, merecem especial destaque: (i) a emissão do Parecer de Orientação CVM nº 35, de 2008, que versa sobre as reorganizações societárias envolvendo controladores e controladas, ou sociedades sob controle comum; (ii) a criação do Formulário de Referência pela Instrução

12 A expressão "transações com partes relacionadas societárias" é usada para englobar as reorganizações societárias entre companhias do mesmo grupo, tais como fusões, incorporações ou outras operações que afetem a estrutura de capital de companhias de um mesmo grupo ou sob o mesmo controle. O ponto delicado dessas transações é que as reorganizações podem ser estruturadas de forma a expropriar ou tratar de maneira não equitativa certos acionistas, em especial, os minoritários.

CVM nº 480, de 2009, que obrigou as companhias a fornecerem detalhes sobre suas políticas de transações com partes relacionados, caso existentes; (iii) a exigência de divulgação, nos materiais relativos às assembleias gerais, de informações específicas para transações envolvendo partes relacionadas, conforme as Instruções CVM nº 481, de 2009, e nº 565, de 2015; e (iv) a Instrução CVM nº 552, de 2014, a partir da qual as companhias foram obrigadas a divulgar, em bases individuais, por meio de documento denominado "Comunicado sobre as Transações com Partes Relacionadas", os negócios com partes relacionadas que satisfaçam determinados critérios de materialidade.

As instituições de autorregulação e que incentivam a adoção de boas práticas de governança corporativa pelas companhias brasileiras também vêm buscando lidar com os problemas inerentes às transações com partes relacionadas. Reflexo disso pode ser observado na reforma do regulamento do Novo Mercado aprovada em 2017, a partir da qual se exigiu que o conselho de administração de uma companhia listada no referido segmento aprove uma política de transações com partes relacionadas[13].

Outra iniciativa que merece destaque foi a edição, em 2016, do "Código Brasileiro de Governança Corporativa", integrado ao regime jurídico das companhias abertas por meio da Instrução CVM nº 586, de 2017, que criou o "Informe sobre o Código Brasileiro de Governança Corporativa". Referido documento exige que as companhias divulguem anualmente se adotam ou não as práticas relativas às transações com partes relacionadas recomendadas no Código seguindo uma abordagem de "pratique ou explique"[14].

---

13 Cf. Art. 32, IV, do Regulamento do Novo Mercado em vigor desde 2 de janeiro de 2018.

14 O Código Brasileiro de Governança Corporativa recomenda que: "5.3.1. estatuto social deve definir quais transações com partes relacionadas devem ser aprovadas pelo conselho de administração, com a exclusão de eventuais membros com interesses potencialmente conflitantes.; e 5.3.2. O conselho de administração deve aprovar e implementar uma política de transações com partes relacionadas, que inclua, entre outras regras: (i) previsão de que, previamente à aprovação de transações especificas ou diretrizes para a contratação de transações, o conselho de administração solicite à diretoria alternativas de mercado à transação com partes relacionadas em questão, ajustadas pelos fatores de risco envolvidos; (ii) vedação a formas de remuneração de assessores, consultores ou intermediários que

Não obstante esse progressivo aprimoramento das normas de transparência e a exigência de que parte das companhias adotem políticas internas relativas às transações com partes relacionadas, o regime jurídico brasileiro manteve uma significativa flexibilidade para que as companhias determinem como identificar, analisar e aprovar suas transações com partes relacionadas. E isso porque, apesar de muito bem-vindas, nenhuma dessas iniciativas conseguiu suprir por completo a lacuna legal existente quanto ao tratamento desses negócios.

Por isso, tais transações historicamente vêm sendo cuidadas pela CVM por meio dos deveres fiduciários dos administradores, das regras relativas ao exercício abusivo do direito de voto e do conflito de interesses ou ainda pelos princípios de equidade esparsos na lei societária. Esses caminhos, que são os possíveis diante dos poderes conferidos à CVM pela Lei das S.A., muitas vezes, geraram um sistema menos coeso que o ideal, produzindo lacunas e deixando que muitas transações feitas em condições distintas daquelas que se encontraria no mercado passem despercebidas pela rotina de governança das companhias brasileiras.

III. Transações com partes relacionadas no contexto internacional

i. Os Princípios de Governança Corporativa da OCDE e G20

Os Princípios de Governança Corporativa emitidos pela OCDE e adotados pelo G20 destacam a importância de os regimes jurídicos, sobretudo dos países em que há concentração acionária, como é o caso do

---

gerem conflito de interesses com a companhia, os administradores, os acionistas ou classes de acionistas; (iii) proibição a empréstimos em favor do controlador e dos administradores; (iv) as hipóteses de transações com partes relacionadas que devem ser embasadas por laudos de avaliação independentes, elabora- dos sem a participação de nenhuma parte envolvida na operação em questão, seja ela banco, advogado, empresa de consultoria especializada, entre outros, com base em premissas realistas e informações referendadas por terceiros; (v) que reestruturações societárias envolvendo partes relacionadas devem assegurar tratamento equitativo para todos os acionistas."

Brasil, determinem que as transações com partes relacionadas sejam "*aprovadas e conduzidas de forma que assegure[m] uma gestão adequada dos conflitos de interesses e a proteção dos interesses da sociedade e dos seus acionistas*"[15].

Para tanto, os Princípios da OCDE indicam a necessidade de previsão de procedimentos específicos para a aprovação de tais negócios, seja por meio da sua submissão ao conselho de administração, ou, em alguns casos, da sua submissão aos próprios acionistas, desde que excluídos os administradores e acionistas interessados do processo deliberativo[16].

Um levantamento da OCDE publicado em 2021 revela que a totalidade das 50 jurisdições pesquisadas possui regras referentes a transações com partes relacionadas, incluindo todos os membros da própria OCDE, do G20 e do *Financial Stability Board* – FSB[17]. O regime jurídico adotado pelos países pesquisados pode consistir meramente em regras de transparência[18], como era o caso do Brasil até a Lei de Melhoria do Ambiente de Negócios, mas, com maior frequência, combina regras de transparência com regras de conduta que impõem procedimentos específicos para a aprovação dessas transações[19].

Com relação às regras de conduta, 37 países (74%) determinam que determinados tipos de transações com partes relacionadas devem

---

15 Cf. OCDE. *Princípios de Governo das Sociedades do G20 e da OCDE*, p. 29.

16 A OCDE também recomenda que existam regras para tratar diversamente as transações com partes relacionadas quando elas não forem relevantes, seja pelo fato de serem recorrentes, realizadas em condições de mercado ou por não excederem determinados limites fixados *ex ante*, seja pelo fato de serem contratadas com controladas nas quais não exista interesse específico de partes relacionadas à entidade mãe. Cf. OCDE. *Princípios de Governo das Sociedades do G20 e da OCDE*, pp. 29/30.

17 Cf. OCDE. *OECD Corporate Governance Factbook 2021*. Disponível em: <https://www.oecd.org/corporate/corporate-governance-factbook.htm>. Acesso em 2 de novembro de 2021.

18 Grande parte das jurisdições (80%, ou 40 países) requer a divulgação imediata dos negócios considerados relevantes adicionalmente à sua divulgação por meio das demonstrações financeiras anuais. Todas as jurisdições impõem a divulgação dessas transações, pelo menos, quando envolvendo conselheiros, diretores, controladores e outros grandes acionistas nas demonstrações financeiras – para tanto, 41 países seguem os critérios do IAS 24, 5 adotam padrões contábeis locais e, nos demais, as companhias podem escolher entre seguir as normas locais ou internacionais.

19 A proibição é uma solução utilizada muito restritivamente e, quando é adotada como regra geral, como é o caso da Nova Zelândia, a vedação pode ser afastada pela aprovação dos acionistas minoritários.

ser aprovados pelo conselho de administração, mas há variação significativa nos critérios utilizados para definir essas transações. A obrigação de abstenção do conselheiro interessado na transação é mandatória em 36 países (72%). A previsão de revisão mandatória da operação por conselheiros independentes ou comitê de auditoria é adotada em 21 países (42%), sendo recomendada em outros 8 (16%). Uma opinião ou avaliação independente e externa é imposta ou recomendada em 15 países (30%)[20].

A aprovação de determinadas transações com partes relacionadas pelos acionistas é exigida em 30 países (60%)[21]. Os critérios que levam a essa obrigação, no entanto, também variam. Em muitos casos, essa exigência se aplica somente para transações que atinjam um certo patamar de relevância quantitativo – e o parâmetro quantitativo pode estar relacionado a diferentes critérios como, por exemplo, 10% do total de ativos, como no caso de Rússia, Portugal e Espanha, ou 1% do valor de mercado da companhia, como no caso da Suécia. Há regimes que pautam essa triagem em outros critérios, como a opinião negativa do comitê de auditoria, como ocorre na Argentina. No Reino Unido, a aprovação da assembleia é necessária para companhias listadas em determinados segmentos de listagem quando se está diante de transações que não são realizadas no curso normal dos negócios da companhia[22].

Dito isso, a maior parte dos 30 países que submetem transações com partes relacionadas relevantes à decisão dos acionistas preveem algum tipo de aprovação por parte daqueles que não possuem interesse na transação. Dentre esses, 17 países (37%) preveem expressamente a necessidade de aprovação pelos minoritários, 3 jurisdições (6%) impedem que acionistas envolvidos na operação participem da votação e 1 país (2%) requer a aprovação por 2/3 dois terços do capital social votante. Finalmente, 7 países (14%) exigem a obtenção de uma opinião ou avaliação dos auditores independentes, enquanto 16 jurisdições (32%)

---

20 Cf. OCDE. *OECD Corporate Governance Factbook 2021*, pp. 80 e 114-120.

21 Para informações mais detalhadas, vide a Tabela 3.8 em *OECD Corporate Governance Factbook 2021*, pp. 114-120.

22 Idem, pp. 80/81 e 114-120.

exigem a opinião de um especialista externo para a aprovação da transação com partes relacionadas pelos acionistas[23].

Traçado o panorama acima, merecem ser destacadas as soluções adotadas pelo direito comunitário europeu, usando como exemplo a Itália, pelos Estados Unidos e pelo Chile para enfrentar o problema das transações com partes relacionadas. A comparação do regime jurídico brasileiro à jurisdição que frequentemente lhe serve de fonte de inspiração (Itália), à regulação do país com o mercado mais sofisticado, mas talvez também o mais liberal (Estados Unidos) e àquela com a qual é sempre comparado (Chile) pode ser útil para entender se o regime introduzido pela Lei de Melhoria do Ambiente de Negócios é adequado e onde exatamente se encontra o Brasil em relação a seus pares.

II. TRANSAÇÕES COM PARTES RELACIONADAS NO DIREITO COMUNITÁRIO EUROPEU

Na União Europeia, o debate mais acalorado sobre as transações com partes relacionadas teve início no contexto das discussões pós-crise de 2008 e resultou em um *Green Paper*, editado em 2011, sobre governança corporativa. Tal documento reconheceu que "*controlling shareholders and/or boards can extract benefits from a company to the detriment of minority shareholders' interests in many ways. The main way is through 'related party' transactions*". Diante deste dado, o *Green Paper* perguntou aos Estados-Membros se os acionistas minoritários precisariam de mais proteção em relação a tais transações e, se fosse esse o caso, quais medidas deveriam ser tomadas[24].

Como resposta, no ano seguinte, a Comissão Europeia divulgou um Plano de Ação que envolvia estudos sobre possíveis reformas visando a aumentar o engajamento dos acionistas na governança das companhias, inclusive para dar a eles um maior controle sobre as transações

---

23 Idem.

24 COMISSÃO EUROPEIA. *Green Paper: The EU corporate governance framework*, p. 17. Disponível em <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2011:0164:FIN:EN:PDF>. Acesso em 2 de novembro de 2021.

com partes relacionadas[25]. Esses estudos levaram à edição da Diretiva (EU) 2017/828 ("Diretiva dos Direitos dos Acionistas II"), que alterou a antiga Diretiva 2007/36/CE, de 2007. Um dos principais objetivos dessa reforma foi a implementação de um regime próprio para as transações com partes relacionadas, por meio da introdução do art. 9 c, intitulado "[*t*]*ransparência e aprovação de transações com partes relacionadas*".

Além de normas de transparência, que interessam menos ao presente artigo, referida seção determina que os Estados-Membros assegurem que as transações com partes relacionadas relevantes sejam aprovadas pela assembleia geral de acionistas, pelo órgão de administração ou pelo órgão de supervisão da companhia. Em qualquer caso, devem ser estabelecidos procedimentos que, em primeiro lugar, previnam que a parte relacionada obtenha vantagens decorrentes de sua posição e, em segundo lugar, levem à adequada proteção dos interesses da companhia e de acionistas que não sejam partes relacionadas, incluindo os acionistas minoritários[26].

Mais precisamente, o direito comunitário europeu determina que se a transação com parte relacionada envolver um administrador ou acionista, tal administrador ou acionista não pode participar do processo de negociação da respectiva transação ou votar sobre sua aprovação. Em outras palavras, a Diretiva dos Direitos dos Acionistas II estabelece como regra o impedimento do voto do administrador ou acionista que tenha

---

25 COMISSÃO EUROPEIA. *Action Plan: European company law and corporate governance – a modern legal framework for more engaged shareholders and sustainable companies*. Disponível em <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/ALL/?uri=CELEX%3A52012DC0740>. Acesso em 2 de novembro de 2021.

26 Nesse sentido, vale transcrever um importante trecho das considerações trazidas nas *consideranda* da Diretiva dos Direitos dos Acionistas II, que resume com precisão a visão do Parlamento e do Conselho da União Europeia sobre tais transações: "*(42) Transactions with related parties may cause prejudice to companies and their shareholders, as they may give the related party the opportunity to appropriate value belonging to the company. Thus, adequate safeguards for the protection of companies' and shareholders' interests are of importance. For this reason Member States should ensure that material related party transactions are submitted to approval by the shareholders or by the administrative or supervisory body according to procedures that prevent the related party from taking advantage of its position and provide adequate protection for the interests of the company and of the shareholders who are not a related party, including minority shareholders*".

um interesse na transação, presumindo um potencial conflito entre esses interesses e os da companhia e dos demais acionistas[27].

A nova Diretiva previu uma possível flexibilização da regra do impedimento de voto no caso do conflito entre companhia e acionistas. Nesses casos, os Estados-Membros são autorizados a não adotar o impedimento de voto como medida padrão, permitindo, assim, que o acionista envolvido na transação participe de sua deliberação. Porém, para tanto, é preciso que os ordenamentos de tais países possuam salvaguardas apropriadas – que sejam aplicáveis antes e durante o processo de votação – para proteger os interesses da companhia e dos minoritários, sobretudo para prevenir que a parte interessada consiga aprovar a operação contra a opinião da maioria dos acionistas que não estejam envolvidos no negócio, ou mesmo contra a opinião da maioria dos conselheiros independentes[28].

Na esteira do arcabouço criado pelo direito comunitário europeu, é interessante conhecer o caso italiano, que historicamente exerceu bastante influência sobre o direito comercial brasileiro. O atual regime italiano foi adotado em março de 2010, quando o regulador local, a *Commissione Nazionale per le Società e la Borsa* ("CONSOB"), editou a CONSOB Regulation no. 17221 com regras relacionadas tanto à transparência quanto à análise e aprovação de transações com partes relacionadas, as quais se mantêm até hoje, em que pesem modificações pontuais em 2017 e, mais recentemente, em 2020, em decorrência da transposição da Diretiva dos Direitos dos Acionistas II[29].

---

27 Vale transcrever: '[a]*rticle 9 c (...) 4. (...) Where the related party transaction involves a director or a shareholder, the director or shareholder shall not take part in the approval or the vote.*" Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/HTML/?uri=CELEX:32017L0828&from=EN>. Acesso em 2 de novembro de 2021.

28 Vale transcrever: '[a]*rticle 9 c (...) 4. (...) Member States may allow the shareholder who is a related party to take part in the vote provided that national law ensures appropriate safeguards which apply before or during the voting process to protect the interests of the company and of the shareholders who are not a related party, including minority shareholders, by preventing the related party from approving the transaction despite the opposing opinion of the majority of the shareholders who are not a related party or despite the opposing opinion of the majority of the independent directors.*" Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/HTML/?uri=CELEX:32017L0828&from=EN>. Acesso em 2 de novembro de 2021.

29 Este texto considera as regras da CONSOB Regulation no. 17221, de 2010, conforme alterada, em 10 dezembro de 2020, pela CONSOB Regulation no. 21624. Disponível

A CONSOB Regulation no. 17221 estabeleceu que o conselho de administração ou a diretoria deve implementar procedimentos específicos para assegurar transparência e justiça material e procedimental nas transações entre partes relacionadas[30]. Esses procedimentos devem ser formalizados em uma política publicada na página da companhia na rede mundial de computadores[31].

Tal política também deve contemplar um conjunto mínimo de informações, incluindo os procedimentos de aprovação e execução das transações com partes relacionadas, bem como a identificação, dentre essas transações, daquelas consideradas de maior relevância (considerando certos critérios quantitativos), de menor relevância[32] e de pequena monta (para as quais não se aplicam os procedimentos da regra[33]). Assim, as normas italianas buscam estabelecer um tratamento proporcional à materialidade da transação.

Transações de menor relevância estão sujeitas a um procedimento de revisão e aprovação mais simples, sendo previamente analisadas por um comitê formado majoritariamente por conselheiros independentes e podendo ter sua alçada de aprovação final atribuída a outros órgãos que não o conselho de administração. As transações de menor relevância que forem aprovadas a despeito da opinião desfavorável do comitê formado majoritariamente por conselheiros independentes devem ser divulgadas trimestralmente, acompanhadas das razões pelas quais se entendeu adequado celebrar a transação a despeito de tal opinião negativa[34].

---

em: <http://www.consob.it/web/consob-and-its-activities/laws-and-regulations>. Acesso em 2 de novembro de 2021.

30 Vale transcrever o art. 4 (1) da CONSOB Regulation no. 17221, de 2010: "*The boards of directors or management board of the company shall adopt, as specified in this regulation, the necessary procedures to ensure transparency and substantial and procedural fairness of related party transactions*".

31 Cf. art. 4 (7) da CONSOB Regulation no. 17221, de 2010.

32 Cf. Art. 3 (1) (c) da CONSOB Regulation no. 17221, de 2010: "*"transactions of lesser importance": transactions with related parties other than transactions of greater importance and transactions for smaller amounts pursuant to Article 4, paragraph 1, letter a)*".

33 Cf. Art. 13 (2) da CONSOB Regulation no. 17221, de 2010: "[t]*he provisions of this Regulation shall not apply to transactions for smaller amounts identified by the companies in accordance with Article 4, subsection 1, letter a)*".

34 Cf. Art. 7 da CONSOB Regulation no. 17221, de 2010.

Transações com partes relacionadas de maior relevância são identificadas de acordo com um critério quantitativo definido na regulação[35], o qual deve ser refletido na política da companhia e leva em consideração três testes e os indicadores que deles resultam. Esses testes têm como base a comparação do valor da transação com o valor de *net equity* da companhia, a comparação do valor total dos ativos da companhia envolvidos na transação e o valor total de ativos da companhia ou a comparação do total de obrigações da companhia e do valor da transação. A regulação considera de maior relevância qualquer transação que atinja 5% de qualquer dos indicadores resultantes dos testes. Esse gatilho é diminuído para 2,5% quando a transação envolve um controlador listado ou pessoas a ele relacionadas[36].

Em regra, as transações com partes relacionadas de maior relevância devem ser revistas por um comitê formado exclusivamente por conselheiros de administração independentes[37]. Tais conselheiros devem ser envolvidos imediatamente nas negociações e receber informações adequadas e suficientes para que expressem suas opiniões. Depois da emissão de opinião fundamentada do comitê de conselheiros independentes acerca do interesse da companhia em celebrar tal transação, de sua conveniência e da adequação de seus termos, as transações seguem para aprovação do conselho de administração[38]. Na prática, o comitê de conselheiros

---

35 Cf. Art. 2391-bis (a) do Código Civil Italiano: "*La Consob, nel definire i principi indicati nel primo comma, individua, in conformità all'articolo 9 quater della direttiva 2007/36/CE, almeno: a) le soglie di rilevanza delle operazioni con parti correlate tenendo conto di indici quantitativi legati al controvalore dell'operazione o al suo impatto su uno o più parametri dimensionali della società. La Consob può individuare anche criteri di rilevanza che tengano conto della natura dell'operazione e della tipologia di parte correlata*".

36 Cf. Anexo 3 (1.2) da CONSOB Regulation no. 17221, de 2010: "[t]*ransactions with the parent company listed or subjects that are related to the latter in turn related to companies where at least one indicator of significance in subsection 1.1. higher than the threshold of 2.5%*".

37 Cf. Art. 8 (1) (b) da CONSOB Regulation no. 17221, de 2010. Vale dizer ainda que as companhias abertas de pequeno porte, companhias recém-listadas e companhias com ações pulverizadas no mercado podem aplicar para transações materiais o procedimento aplicável para transações de menor importância, sem prejuízo da responsabilidade do conselho de administração de aprovar a operação, cf. art. 10 (1) da CONSOB Regulation no. 17221, de 2010.

38 É possível que a política preveja modalidades alternativas de aprovação desde que assegurado o papel essencial dos conselheiros independentes e daqueles sem relação com a transação, cf. art. 8 (1) (c) da CONSOB Regulation no. 17221, de 2010:

independentes tem poder de veto sobre essas transações. Tanto o comitê independente quanto o conselho de administração podem contratar especialistas independentes para auxiliá-los nos processos decisórios[39].

O conselheiro que estiver envolvido na transação deve se abster de votar em transações de maior ou menor relevância decididas pelo conselho de administração[40]. A definição de "conselheiro envolvido na transação" é bastante ampla, englobando todos aqueles que possuem um interesse na transação, seja próprio ou de terceiros, em conflito com o interesse da companhia[41].

Há a opção de a companhia dispensar os procedimentos descritos acima em transações no curso normal dos negócios, desde que tais

---

"c) that the Board of Directors approves the transaction after the reasoned opinion of the Committee indicated in b) on the interest of the company in the completion of the transaction and on the convenience and the substantial correctness of the underlying terms, or, alternatively, that other approval modalities are applied to ensure that the majority of independent and unrelated directors play a decisive role. This opinion is attached to the minutes of the committee's meeting."

39 O processo de revisão conduzido pelo comitê de conselheiros independentes pode ser dispensado se a transação for realizada com companhias subsidiárias ou controladas, desde que nenhuma outra parte relacionada tenha interesse significativo na transação. De acordo com o regulador italiano, a razão para essa exceção é que, a não ser que outra parte relacionada tenha interesse na transação, a transferência de riqueza para uma companhia em que o controlador tenha participação inferior à que detém na companhia listada seria prejudicial ao próprio controlador. Na publicação da OCDE intitulada *Related Party Transactions and Minority Shareholder Rights*, uma revisão das regras italianas relativas a transações com partes relacionadas feita com base em declarações do regulador Italiano relata o que segue: "[t]*he review and disclosure regime may be waived for intra-company transactions entered into with subsidiaries and associates provided there is no significant interest by any other related party. The rationale is that, unless a related party has an interest in the transaction, any transfer of wealth from the listed company to companies where the ultimate controlling agent owns a lower economic interest (such as subsidiaries or associates) would be detrimental to the controlling shareholder: the decision makers of the listed company will thus have no interest to carry it out.*" OCDE. *Related Party Transactions and Minority Shareholder Rights*. OCDE Publishing, 2012, p. 116. Disponível em: <http://www.OCDE.org/daf/ca/50089215.pdf>. Acesso em 2 de novembro de 2021.

40 Para operações de menor relevância cuja competência deliberativa seja atribuída ao Conselho de Administração, cf. art. 7 (1) (d-bis) da CONSOB Regulation no. 17221, de 2010. Para operações de maior relevância, cf. art. 8 (1) da CONSOB Regulation no. 17221, de 2010.

41 Cf. Art. 3 (i-bis) da CONSOB Regulation no. 17221, de 2010: "*directors involved in the transactions" and "managing directors involved in the transaction": directors, management or supervisory directors who have an interest in the transaction, be it their own or that of third parties, in conflict with that of the company*".

transações sejam realizadas em termos e condições equivalentes às práticas comerciais vigentes à época do negócio. Sempre que uma transação com partes relacionadas de maior relevância for dispensada da revisão do comitê de conselheiros independentes, ela deve ser notificada ao regulador e aos conselheiros independentes e descrita nas informações periódicas da companhia. É preciso que sejam divulgadas as razões pelas quais se entende que a transação é regular e está em linha com as práticas de mercado[42].

A não ser que de outra forma previsto na política interna de transações com partes relacionadas da companhia, o envolvimento de acionistas na aprovação de transações com partes relacionadas é limitado e residual[43]. No entanto, observados os requisitos legais aplicáveis, a política da companhia pode prever que uma transação com partes relacionadas que tenha sido rejeitada pelo comitê de conselheiros independentes seja submetida pelo conselho de administração à aprovação da assembleia geral[44]. Para tanto, contudo, é preciso que a política interna de transações com partes relacionadas da companhia preveja que a operação não poderá ser realizada se a maioria dos "acionistas não relacionados"[45] vo-

---

42 Cf. Art. 13 (3) (c) da CONSOB Regulation no. 17221, de 2010.

43 CIAVARELLA, Angela, ENRIQUES, Luca, NOVEMBRE, Valerio, SIGNORETTI, Rossella, *Regulation and Self-Regulation of Related Party Transactions in Italy*. Disponível em <http://www.side-isle.it/ocs2/index.php/SIDE/SIDE2012/paper/view/1076/660>. Acesso em 2 de novembro de 2021.

44 Cf. Art. (2) da CONSOB Regulation no. 17221, de 2010: "[p]*rocedures may foresee, subject to the statutory provisions required by law, that the Board of Directors approves transactions of greater importance despite the contrary opinion of independent directors, provided that the completion of these transactions is authorized, pursuant to Article 2364, subsection 1, number 5) of the Italian Civil Code, by the Shareholders' Meeting acting in accordance with Article 11, subsection 3.*"; e art. 11 (3) da CONSOB Regulation no. 17221, de 2010: "[i]*f, in connection with a transaction of interest, the proposed resolutions to be submitted to be Shareholders' Meeting is approved with the contrary view of the Directors or Independent Directors, the procedures, without prejudice to the application of Articles 2368, 2369 and 2373 of the Italian Civil Code and subject to the statutory provisions as required by law, shall foresee provisions designed to prevent the completion of the transaction whenever the majority of unrelated voting shareholders shall vote against the operation. The procedures may foresee that the completion of the transaction is prevented only if the unrelated shareholders present at the meeting represent at least a certain percentage of share capital with voting rights, albeit under no circumstances exceeding ten percent.*"

45 Neste ponto, cumpre salientar que o conceito de "acionista não relacionado" é definido de forma bastante abrangente pela norma italiana. Mais precisamente, estes são conceituados como "*those which hold the right to vote other than the counterparty*

tarem contra a operação. Alternativamente, a política pode estabelecer que a operação somente poderá ser rejeitada pelo voto de "acionistas não relacionados" presentes na assembleia que representarem uma percentagem mínima do capital social com direito de voto, que em nenhuma hipótese pode ser superior a 10%[46].

Além do sofisticado sistema acima, o Código Civil italiano torna impugnável a decisão deliberada em assembleia geral com voto determinante de acionistas que estejam em conflito de interesse com os da sociedade[47]. De certa forma, portanto, a lei admite a possibilidade de que acionistas em conflito votem e disciplina o questionamento judicial caso algum voto não tenha sido proferido no melhor interesse da companhia[48].

Como se percebe analisando o regime italiano, o regulador local usou muitas estratégias regulatórias diferentes – com especial ênfase no papel atribuído aos conselheiros independentes – e, muitas vezes, uma combinação de estratégias para lidar com os conflitos inerentes às transações com partes relacionadas, sempre procurando afastar a figura do

---

in a particular transaction and subjects related to both the counterparty in a particular transaction or to the company itself"".

46 Nesse sentido, "[i]*n Italy, companies may provide that a transaction can still be entered into despite the negative advice of independent directors, provide that a shareholder meeting is convened and a majority of unrelated shareholders approve it (the whitewash). Internal codes may also provided that for the majority of unrelated shareholders to block the transaction, the unrelated shareholders represented at the meeting must hold minimum percentage of outstanding shares, no higher than 10%*". Cf. OCDE, *OECD Corporate Governance Factbook 2021*, p. 117.

47 Cf. Art. 2373 do Código Civil Italiano: "*Conflitto d'interessi – [1] La deliberazione approvata con il voto determinante di soci che abbiano, per conto proprio o di terzi, un interesse in conflitto con quello della società è impugnabile a norma dell'articolo 2377 qualora possa recarle danno. – [2] Gli amministratori non possono votare nelle deliberazioni riguardanti la loro responsabilità. I componenti del consiglio di gestione non possono votare nelle deliberazioni riguardanti la nomina, la revoca o la responsabilità dei consiglieri di sorveglianza.*" O artigo 2377 do Código Civil Italiano trata da anulabilidade das decisões assembleares.

48 O Código Civil italiano sofreu alterações em 2003, vigentes a partir do início do ano seguinte, no âmbito de uma "*reforma orgânica da disciplina das sociedades de capital e sociedades cooperativas*". Um dos dispositivos modificados foi justamente seu art. 2373, que, em sua redação original, impedia o voto do sócio cujo interesse, por conta própria ou de terceiros, conflitasse com o da sociedade. A lógica encampada pela reforma não impede o sócio de votar por conflito de interesses, embora permita aos acionistas minoritários impugnar a decisão que, tomada nessa condição, cause um dano à sociedade.

controlador ou administrador interessado da decisão. Em especial, para aquelas operações consideradas de maior relevância, o legislador italiano transferiu a decisão, ou pelo menos o poder de veto sobre ela, para um comitê de conselheiros desinteressados, sujeito a deveres fiduciários, com poder para participar de todo o processo de negociação e com capacidade de contratação de terceiros especializados para auxiliar na análise.

III. TRANSAÇÕES COM PARTES RELACIONADAS NOS ESTADOS UNIDOS

Escolheu-se descrever o tratamento dado pelos Estados Unidos para as transações com partes relacionadas porque ele ainda é o mercado de maior importância e mais sofisticado do mundo, mas também pela maturidade nas discussões teóricas e decisões judiciais sobre o tema. Assim, ainda que a estrutura de capital e o sistema jurídico sejam distintos do que ocorre no Brasil, o arcabouço americano em direito societário e mercado de capitais é sempre inspiração para todos os agentes de mercado, inclusive os reguladores.

Antes de iniciar uma breve descrição do sistema regulatório americano, é importante notar que, por conta das características do ordenamento jurídico e do mercado nesse país, as companhias americanas estão sujeitas a muitas camadas de regulação e que, enquanto a regulação do mercado de capitais se dá, sobretudo, em nível federal, as matérias relacionadas a questões societárias – incluindo a organização de companhias – são tipicamente de competência da legislação estadual, variando, portanto, de acordo com o Estado em que a companhia é constituída.

Além disso, em muito, as políticas e práticas adotadas pelas companhias são essencialmente determinadas pelos precedentes dos tribunais, em especial as cortes do Estado de Delaware, que continua a ser o principal Estado para a constituição das sociedades americanas[49] e cujos tribunais, em seus testes para decidir que padrão de revisão utilizarão para avaliar operações, buscam conferir menor interferência judicial àquelas

49 Cf. DELAWARE DIVISION OF CORPORATIONS. Annual Report Statistics, 2020. Disponível em: <https://corp.delaware.gov/stats/>. Acesso em 2 de novembro de 2021.

transações cujos processos decisórios afastaram de forma efetiva as partes interessadas, sejam elas administradores ou controladores da companhia.

Assim, mesmo sem uma obrigação legal para a exclusão das partes interessadas no processo de decisão de transações com partes relacionadas, como se verá adiante, essa é a estratégia adotada por virtualmente todas as companhias abertas americanas para lidar com essas operações, por meio de suas políticas internas e em vista do menor risco de questionamento no judiciário.

As companhias abertas americanas estão sujeitas às normas contábeis impostas pelo *Financial Accounting Standards Board* ("FASB"), exigindo transparência para as transações com partes relacionadas. Elas também se sujeitam à regulação da SEC que, por meio do item 404 da Regulation S-K, determina que companhias abertas americanas devem, tanto nos seus relatórios anuais (*ex post*), quanto nos materiais de assembleias gerais (*ex ante*) e em outras informações não financeiras exigidas pelo regulador diante de certas transações relevantes, dividir com o mercado não só a existência de transações com partes relacionadas, mas também informações predeterminadas a respeito de qualquer operação dessa natureza que exceda US$ 120.000,00[50]. A SEC também exige que as companhias descrevam suas políticas e procedimentos para a revisão, aprovação ou ratificação de qualquer transação com parte relacionada que precise ser divulgada nos termos das regras contábeis aplicáveis às empresas americanas[51].

---

50 Para esses fins, referida regra define parte relacionada como abrangendo diretores, membros do conselho de administração e beneficiários finais da propriedade de ações que excedam 5% do capital social, além de pessoas ligadas a cada uma dessas partes.

51 Cf. Item 404 (a) da Regulation S-K, editada pela SEC: "*(b) Review, approval or ratification of transactions with related persons. (1) Describe the registrant's policies and procedures for the review, approval, or ratification of any transaction required to be reported under paragraph (a) of this Item. While the material features of such policies and procedures will vary depending on the particular circumstances, examples of such features may include, in given cases, among other things: (i) The types of transactions that are covered by such policies and procedures; (ii) The standards to be applied pursuant to such policies and procedures; (iii) The persons or groups of persons on the board of directors or otherwise who are responsible for applying such policies and procedures; and (iv) A statement of whether such policies and procedures are in writing and, if not, how such policies and procedures are evidenced. (2) Identify any transaction required to be reported under paragraph (a) of this Item since the beginning of the registrant's last fiscal year where such*

Em relação às regras de conduta, essas companhias devem obedecer a normas estaduais, que, como mencionado acima, podem variar imensamente. Contudo, no caso de companhias abertas americanas, pesam também as regras de listagem, sendo as mais importantes as da *New York Stock Exchange* ("NYSE") e as da *National Association of Securities Dealers Automated Quotations* ("NASDAQ").

As regras de listagem da NYSE seguem a definição de transações com partes relacionadas constantes das regras editadas pela SEC e determinam que as transações com partes relacionadas sejam revistas e monitoradas por um comitê de auditoria ou outro comitê independente, que avalie se tais operações são consistentes com o melhor interesse da companhia e de seus acionistas[52]. As normas aplicáveis às companhias listadas na NASDAQ são, em grande medida, semelhantes às estabelecidas pela NYSE, uma vez que as transações com partes relacionadas, assim consideradas aquelas que precisam ser divulgadas conforme a regulação editada pela SEC, devem ser revisadas em periodicidade frequente por conta de potenciais conflitos de interesse, podendo a revisão ser atribuída ao comitê de auditoria ou órgão equivalente[53].

---

policies and procedures did not require review, approval or ratification or where such policies and procedures were not followed".

52 *"314.00 Related Party Transactions. A company's audit committee or another independent body of the board of directors, shall conduct a reasonable prior review and oversight of all related party transactions for potential conflicts of interest and will prohibit such a transaction if it determines it to be inconsistent with the interests of the company and its shareholders. For purposes of this rule, the term "related party transaction" refers to transactions required to be disclosed pursuant to Item 404 of Regulation S-K under the Securities Exchange Act. In the case of foreign private issuers, the term "related party transactions" refers to transactions required to be disclosed pursuant to Form 20-F, Item 7.B. The Exchange will continue to review proxy statements and other SEC filings disclosing related party transactions and where such situations continue year after year, the Exchange will remind the listed company of its obligation, on a continuing basis, to evaluate each related party transaction and determine whether or not it should be permitted to continue."* Disponível em: <https://nyseguide.srorules.com/listed-company-manual/document?treeNodeId=csh-da-filter!WKUS-TAL-DOCS-PHC-%7B0588BF4A-D3B5-4B91-94EA-BE9F17057DF0%7D--WKUS_TAL_5667%23teid-101>. Acesso em 2 de novembro de 2021.

53 *"5630. Review of Related Party Transactions. (a) Each Company that is not a limited partnership shall conduct an appropriate review and oversight of all related party transactions for potential conflict of interest situations on an ongoing basis by the Company's audit committee or another independent body of the board of directors. For purposes of this rule, the term "related party transaction" shall refer to transactions required to be disclosed*

Além das complexas camadas de regras emitidas por diferentes instâncias, como já adiantado, muito do que dita o comportamento de companhias americanas em relação às transações com partes relacionadas são os litígios trazidos aos tribunais, em especial, no Estado de Delaware, por acionistas questionando o cumprimento de deveres fiduciários atribuídos a administradores e acionistas em operações dessa natureza.

De acordo com a jurisprudência de Delaware, por força desses deveres, os interesses da companhia devem prevalecer sobre qualquer outro interesse detido pelo conselheiro, diretor ou controlador – seja ele majoritário ou não[54] – e pessoas a eles ligadas[55], que não seja compartilhado pela generalidade dos acionistas[56]. Por esse motivo, é notadamente ao redor desses deveres que se concentram as discussões nos casos de transações com partes relacionadas.

Os tribunais de Delaware impõem testes diferentes a depender de quem é a parte interessada na transação e em que medida tal parte influenciou a decisão sobre a operação sob análise. Uma transação que tem, de um lado, a companhia e, de outro, alguém com um "*controlling*

---

pursuant to Item 404 of Regulation S-K under the Act. However, in the case of non-U.S. issuers, the term "related party transactions" shall refer to transactions required to be disclosed pursuant to Form 20-F, Item 7.B. (b) Limited partnerships shall comply with the requirements of Rule 5615(a)(4)(G)". Disponível em: <https://listingcenter.nasdaq.com/rulebook/nasdaq/rules/nasdaq-5600-series>. Acesso em 2 de novembro de 2021.

54 A jurisprudência do Estado de Delaware reconhece as figuras dos controladores "*de jure*" e "*de facto*", sendo os primeiros aqueles que possuem a maioria do capital votante e os segundos aqueles que, embora não alcancem referida participação acionária, possuem o poder concreto de genericamente direcionar as atividades da companhia, ou mesmo de determinar os termos de uma operação societária específica. A questão foi consolidada pela Suprema Corte de Delaware quando do julgamento do caso *Ivanhoe Partners v. Newmont Mining Corporation*, 535 A.2d 1334 (Del. 1987).

55 Como se verificará na análise de *Southern Peru Copper Corp. Shareholders Derivative Litigation*, 52 A3d. 761 (Del. Ch. 2011). Disponível em: <https://casetext.com/case/in-re-southern-peru-copper-corp-sholder-derivative-litig>. Acesso em 2 de novembro de 2021. Um dos principais motivos para essa extensão reside no fato de que os controladores, assim como administradores, são igualmente considerados como fiduciários pela jurisprudência americana e, assim, a eles são atribuídos deveres de diligência e lealdade. Como consolidado em *Pepper v. Litton*, 308 U.S. 295 (U.S. 1939): "[a] *diretor is a fiduciary. So is a dominant or controlling stockholder or group of stockholders. Their powers are powers in trust*". Disponível em: <https://supreme.justia.com/cases/federal/us/308/295/>. Acesso em 2 de novembro de 2021.

56 Cf. *Cede Co. v. Technicolor, Inc*, 634 A.2d 345, 361 (Del. 1993).

interest" (i.e., um acionista controlador), está sujeita a um teste de "*entire fairness*" ou completa justiça, o que significa dizer que a corte revisora verificará se a operação foi realizada tanto de maneira procedimentalmente justa (*procedural fairness*) quanto se o preço acordado foi justo (*substantive fairness*)[57]. Quando esse teste é aplicado, o ônus de provar a completa justiça é da parte que impõe a opração à companhia e a seus acionistas minoritários[58].

A situação é diferente quando: (i) há a negociação da operação por um comitê formado por administradores independentes; ou (ii) a maioria dos acionistas não interessados na operação (os minoritários) a aprovaram sem a participação do acionista interessado. Embora, nesses casos, as cortes continuem a rever a operação de acordo com um teste de "*entire fairness*", transfere-se o ônus de provar que a operação é injusta ao acionista ou terceiro que pretende, em juízo, obstar a operação ou ser ressarcido em função dela[59].

---

57 O atual entendimento sobre o conceito de "*entire fairness*" foi definido no julgamento do caso *Weinberger v. Uop, Inc*, 457 A.2d 701 (Del. 1983). Vale transcrever o entendimento da Suprema Corte de Delaware nesse precedente: "[t]*he concept of fairness has two basic aspects: fair dealing and fair price. The former embraces questions of when the transaction was timed, how it was initiated, structured, negotiated, disclosed to the directors, and how the approvals of the directors and the stockholders were obtained. The latter aspect of fairness relates to the economic and financial considerations of the proposed merger, including all relevant factors: assets, market value, earnings, future prospects, and any other elements that affect the intrinsic or inherent value of a company's stock. However, the test for fairness is not a bifurcated one as between fair dealing and price. All aspects of the issue must be examined as a whole since the question is one of entire fairness. However, in a non-fraudulent transaction we recognize that price may be the preponderant consideration outweighing other features of the merger*". Disponível em: <https://casetext.com/case/weinberger-v-uop-inc-4>. Acesso em 2 de novembro de 2021.

58 Conforme decidido pela Suprema Corte de Delaware em *Sterling, Et Al., v. Mayflower Hotel Corp., Et Al*, 33 Del. Ch. 293 (Del. 1952), quando os controladores "*stand on both sides of the transaction, they bear the burden of establishing its entire fairness, and it must pass the test of careful scrutiny by the courts*". Disponível em: <https://casetext.com/case/sterling-et-al-v-mayflower-hotel-corp-et-al-2>. Acesso em 2 de novembro de 2021.

59 A propósito, a primeira vez que se discutiu com maior profundidade quais seriam os efeitos da adoção de mecanismos procedimentais na negociação e aprovação de operações entre controladas e controladoras foi em *Kahn v. Lynch Communication Systems*, 638 A.2d 1110 (Del. 1994). Nesse caso, decidiu-se que a negociação da operação por um comitê especial independente ou a sua aprovação pela maioria dos minoritários resulta no deslocamento do ônus da prova do controlador para o autor da ação. De acordo com esse precedente, no entanto, esses mecanismos não têm o condão de alterar o teste de revisão aplicável, que continua a ser o "*entire fairness*", e não a "*business judgment rule*".

No entanto, se a operação contar com ambas as salvaguardas (i.e., comitê especial independente e aprovação pela "maioria da minoria") desde o seu início, a revisão judicial pode ser feita de acordo com a "*business judgment rule*". Para que haja a alteração do padrão de revisão, porém, é preciso que sejam satisfeitos todos os seguintes requisitos: (i) o controlador deve condicionar a transação à aprovação tanto de um comitê especial e da maioria da minoria dos acionista; (ii) o comitê especial deve ser independente; (iii) o comitê especial deve possuir poderes para livremente selecionar seus próprios assessores e para vetar a operação definitivamente; (iv) o comitê especial deve ser diligente ao negociar um preço justo; (v) o voto da minoria deve ser informado; e (vi) não pode haver coerção da minoria[60].

A maior parte das disputas relativas a transações com partes relacionadas são resolvidas por meio de litígios relacionados ao descumprimento do dever de lealdade, atraindo, em tese, a aplicação dos testes e análise da completa justiça ("*entire fairness*") do negócio questionado, como discutido acima. No entanto, na prática, as companhias tentam evitar que as operações sejam revisadas com base nesses padrões porque é muito difícil fazer prova de que uma determinada operação é procedimental e materialmente justa.

Para evitar esse padrão de revisão, as companhias, via de regra, adotam as medidas procedimentais indicadas pelas cortes e formalizam a adoção dessas medidas em suas políticas internas e documentos da operação. Já nos casos em que as partes desafiam as medidas procedimentais adotadas e as cortes determinam a aplicação do teste de *entire fairness*, é muito comum que acordos sejam fechados para encerrar o litígio, evitando a produção de prova sobre a *entire fairness*.

Assim, como acontece no sistema italiano, em grande medida, as regras de listagem e cortes americanas apostam, de um lado, no afastamento dos interessados no processo de decisão sobre as transações com

---

60 Cf. *Kahn v. M&F Worldwide Corp.*, 88 A.3d 635 (Del. 2014). Disponível em: <https://casetext.com/case/kahn-v-mf-worldwide-corp>. Acesso em 2 de novembro de 2021.

partes relacionada e, de outro, no escrutínio do comitê de auditoria e conselho de administração, em especial de seus membros independentes, tais transações.

IV. Transações com partes relacionadas no Chile

Vale a pena observar também, ainda que brevemente, como é o tratamento das transações com partes relacionadas no Chile, uma vez que, por estarem na mesma região do globo e serem as mais importantes economias da América do Sul, Brasil e Chile são frequentemente comparados entre si por investidores estrangeiros e entidades multilaterais.

As transações com partes relacionadas realizadas por companhias chilenas estão reguladas primordialmente na lei societária nacional (Ley nº 18.046, de 1981)[61]. É esse documento que lida tanto com o procedimento de aprovação nos órgãos societários quanto com a transparência necessária para tais aprovações[62].

Como princípio geral, companhias abertas chilenas somente podem entrar em transações com partes relacionadas se elas tiverem por objetivo contribuir com o interesse social e desde que as condições da operação sejam iguais às que prevaleceriam no mercado à época da aprovação da transação[63].

Cumulativamente, tais transações devem cumprir certos requisitos e procedimentos, cuja observância, no entanto, pode ser dispensadas se assim previamente autorizado pelo conselho de administração, nas seguintes hipóteses: (i) se o valor da transação não for relevante[64]; (ii) se

---

61 A descrição a seguir está baseada na Ley nº 18.046, de 1981, conforme alterada até 13 de abril de 2021, pela Ley nº 21.314. Disponível em: <https://www.bcn.cl/leychile/navegar?idNorma=29473>. Acesso em 2 de novembro de 2021.

62 Em relação às informações quantitativas sobre transações com partes relacionadas, o Chile - assim como a Itália e o Brasil - adotou os padrões internacionais de contabilidade e, logo, o IAS 24.

63 Cf. Ley nº 18.046, de 1981.

64 De acordo com a o art. 147 da Ley nº 18.046, de 1981, uma transação é relevante quando o seu valor, excedendo 1% do patrimônio líquido da companhia, também ultrapassar 2.000 "unidades de fomento" ou quando, em qualquer caso, o valor da transação for superior a 20.000 "unidades de fomento". Para fins desse cálculo, presume-se que constitui uma só operação as transações realizadas no período de 12 meses por meio de um ou mais atos similares ou complementares, desde que

as operações forem realizadas no curso normal dos negócios, consideradas as atividades da companhia e às políticas gerais de habitualidade editadas pelo conselho de administração – essas políticas, contudo, não podem autorizar a celebração de transações que comprometam mais de 10% do ativo da sociedade; ou (iii) se a transação for realizada entre a companhia e uma controlada de cujo capital ela participe, direta ou indiretamente, com no mínimo 95%.

A decisão sobre as transações com partes relacionadas deve ser informada, ou seja, os órgãos que aprovam tal operação devem estar cientes dos conflitos de interesse inerentes ao negócio. Para tanto, a lei estabelece uma obrigação de que os administradores e executivos que tenham interesse ou participem de negociações que possam levar a uma transação com partes relacionadas devem revelar esse fato imediatamente ao conselho de administração ou a outro órgão por ele designado. Aquele que deixar de observar essa obrigação acaba por se tornar solidariamente responsável pelos prejuízos que a operação eventualmente causar à companhia ou aos seus acionistas[65].

Ademais, para as companhias que se enquadram nos critérios legais[66], é ainda preciso que, antes que o conselho de administração ou a assembleia geral de acionistas apreciem as transações com partes relacionadas, um órgão consultivo chamado "*Comité de Directores*", composto por pelo menos um conselheiro independente, examine a operação e emita uma opinião a respeito do preço, condições, adequação e impactos que a operação possa ter em relação à companhia[67].

---

exista identidade entre as partes relacionadas e o objeto. Por fim, vale dizer que a "unidade de fomento" é uma unidade de conta indexada à inflação calculada e publicada pelo Banco Central do Chile – em 24 de setembro de 2021, uma "unidade de fomento" equivalia a CLP 30.052,36 (pesos chilenos).

65 Cf. Art. 147, Ley nº 18.046, de 1981.

66 Cf. Art. 150, bis, Ley nº 18.046, de 1981: "*Art. 50 bis. Las sociedades anónimas abiertas deberán designar al menos un director independiente y el comité de directores a que se refiere este artículo, cuando tengan un patrimonio bursátil igual o superior al equivalente a 1.500.000 unidades de fomento y a lo menos un 12,5% de sus acciones emitidas con derecho a voto, se encuentren en poder de accionistas que individualmente controlen o posean menos del 10% de tales acciones*".

67 Cf. Art. 50 bis, Ley nº 18.046, de 1981.

As transações com partes relacionadas devem então ser aprovadas pela maioria absoluta dos membros do conselho de administração e os conselheiros interessados na operação devem ser excluídos de tal votação. Estes, no entanto, devem emitir sua opinião sobre a operação se assim for requerido pelos demais integrantes do conselho de administração[68]. As transações com partes relacionadas aprovadas pela maioria absoluta dos membros do conselho de administração devem ser levadas ao conhecimento da próxima assembleia geral de acionistas.

Há duas alternativas para a aprovação de uma transação no caso de não ser possível atingir a maioria absoluta do conselho de administração por conta da abstenção de participação dos conselheiros interessados. Primeiro, a transação com partes relacionadas pode ser aprovada pela unanimidade dos demais conselheiros ou a operação pode ser aprovada pela assembleia geral, mediante um quórum de aprovação de dois terços das ações com direito a voto. Não há impedimentos para que os acionistas interessados na transação votem, mas, ainda que aprovada por maioria qualificada, a transação fica sujeita a questionamento dos minoritários caso algum deles entenda que ela não atende o melhor interesse da companhia. Outro aspecto importante da regra chilena é que ela permite o voto do acionista interessado, mas, a depender de qual é a sua participação no capital da companhia, exige que ele convença um grupo significativo de acionistas minoritários. Se o acionista controlador tiver 50% mais um dos votos, ele terá que ter a aprovação de minoritários representando 17% do capital.

Sempre que a assembleia geral for chamada para se manifestar sobre transações com partes relacionadas, o conselho de administração deve contratar o parecer de um avaliador independente, que analisará as con-

---

68 Vale mencionar, a propósito, que a *Superintendencia de Valores y Seguros* – SVS, então regulador chileno – atualmente substituído pela *Comisión para el Mercado Financiero* ("CMF"), já considerou em caso emblemático que os conselheiros eleitos pelo controlador não eram independentes e, portanto, não poderiam votar em operação que, embora não lhes beneficiasse pessoalmente, beneficiava o acionista que os elegera, mesmo que todos os outros critérios de independência estivessem presentes. Cf. descrição do "Caso Endesa" na seção sobre o Chile em: OCDE. *Latin American Corporate Governance Roundtable Task Force Report on Related Party Transactions*, pp. 28-32.

dições, os efeitos e potenciais impactos da operação para a companhia. O avaliador deve também se manifestar sobre os pontos específicos que eventualmente tenham sido levantados pelo "*Comité de Directores*". Esse comitê (ou, nas sociedades em que ele não exista, os conselheiros desinteressados) tem o direito de designar um avaliador independente adicional caso não esteja de acordo com a seleção realizada pelo conselho. Todos os relatórios dos avaliadores devem ser postos à disposição dos acionistas, na sede da companhia e na rede mundial de computadores.

A assembleia geral é chamada a se manifestar sobre transações com partes relacionadas somente em hipóteses residuais: ou porque a maior parte dos conselheiros está em situação de conflito e não houve unanimidade entre os conselheiros desinteressados, ou porque a legislação já requeria que aquela operação, independentemente da natureza de sua contraparte, fosse submetida ao órgão máximo de deliberação da companhia.

Outro aspecto a ser destacado no sistema chileno é o alto nível de responsabilidade que a lei atribui aos membros do conselho de administração. A regra chilena determina que certas informações – a opinião dos conflitados sobre a operação, desde que requerido pelo conselho e ainda que nela não intervenham; os fundamentos da decisão; e as razões pelas quais tais administradores foram excluídos da deliberação – sejam incluídas na ata das reuniões do conselho de administração. Em outras palavras, os conselheiros devem consignar, por escrito, as opiniões e os fundamentos de sua decisão a respeito da transação.

As informações geradas por esses comandos expõem o debate dos administradores a respeito da transação a ser aprovada. Esse grau de detalhe tende a gerar duas consequências. Primeiro, os conselheiros sujeitos a esse grande nível de exposição tendem a se tornar ainda mais cuidadosos e diligentes, cercando-se de opiniões de especialistas e analisando a transação com grande dose de cuidado. A segunda possível consequência é que toda essa transparência deve gerar um material rico para possíveis questionamentos judiciais ou administrativos das operações, fato que pode colaborar para uma maior efetividade da supervisão privada do comportamento dos administradores em relação a essas operações.

Resumidamente, o regime legal chileno, embora não tenha adotado o modelo de aprovação pela "maioria da minoria" desenvolvido nos precedentes judiciais norte-americanos e igualmente refletido no regime italiano, criou um sistema de aprovação nos órgãos societários que procura transferir a decisão para os administradores independentes e adotou, para isso, uma definição rígida de independência.

Finalmente, é importante mencionar que, sem prejuízo das eventuais sanções cabíveis, a infração às disposições da lei chilena não afeta a validade da operação, mas faculta à sociedade e aos acionistas o direito de demandar, de quem quer que tenha violado tais comandos, o reembolso da companhia de soma equivalente aos benefícios que a operação tenha gerado à contraparte relacionada, além da indenização pelos respectivos danos. Nesse caso, cabe ao réu provar que a operação efetivamente ocorreu de acordo com os procedimentos previstos na lei chilena.

IV. NOTAS SOBRE O REGIME BRASILEIRO FRENTE AOS SEUS PARES INTERNACIONAIS

O regime informacional das companhias abertas brasileiras passou, nos últimos 15 anos, por grandes reformas que melhoraram a qualidade e a quantidade das informações relativas às transações com partes relacionadas, aproximando o nível de transparência exigido pela regulação local das práticas internacionais.

No entanto, quando comparadas as regras de condutas impostas pelo regime jurídico brasileiro àquilo que se exige nas jurisdições analisadas neste artigo, ou às recomendações extraídas de relatórios de organismos multilaterais como a OCDE, nota-se que ainda há um longo caminho a ser percorrido, em especial, no que diz respeito aos mecanismos exigidos para a negociação e aprovação desses negócios.

A Lei de Melhoria do Ambiente de Negócios não foi capaz de reduzir essa distância, em especial, porque os comandos introduzidos na Lei das S.A. abordaram o tema das transações com partes relacionadas de forma superficial, sem o debate necessário ou o enfrentamento do

problema essencial a essas transações, que é conflito de interesses inerente ao processo de tomada de decisão sobre elas.

Em muito, isso decorre do fato de a Lei de Melhoria do Ambiente de Negócios ter sido editada visando à introdução de dispositivos que pudessem contar pontos para elevar a posição do Brasil no relatório *Doing Business* do Banco Mundial. O objetivo do legislador aparentemente foi fazer um "tique" no formulário deste relatório, potencialmente melhorando algumas posições do ranking promovido pelo *Doing Business*, e não enfrentar o problema das transações com partes relacionadas ou fortalecer o sistema de proteção dos minoritários.

Em outras palavras, embora os efeitos concretos de uma eventual regulação dos processos decisórios a respeito das transações com partes relacionas sejam mais relevantes para a melhoria do ambiente de negócios brasileiro do que a posição do Brasil naquele relatório, essa não era a preocupação primária do legislador. E, por consequência, os dispositivos incorporados à legislação societária não foram nem aderentes às práticas internacionais, nem minimamente suficientes para endereçar os complexos problemas inerentes às transações com partes relacionadas ou, tampouco, para efetivamente aumentar a proteção dos acionistas, sobretudo os minoritários, das companhias brasileiras.

A redação dada ao art. 122, inciso X, da Lei das S.A. pela Lei de Melhoria do Ambiente de Negócios estabelece que as companhias abertas brasileiras somente podem realizar transações com partes relacionadas aprovadas pela assembleia geral de acionistas. No entanto, essa obrigação é aplicável somente para aquelas transações cujo valor corresponda, pelo menos, a 50% do total dos ativos da companhia, conforme apurado em seu último balanço patrimonial aprovado[69].

---

69 Não era essa o texto original da Medida Provisória nº 1.040, de 2021, que precedeu a Lei de Melhoria do Ambiente de Negócios. Pelo texto original da Medida Provisória nº 1.040, de 2021, o art. 122, X, da lei societária estabeleceria a competência privativa da assembleia geral de acionistas para "*deliberar, quando se tratar de companhias abertas, sobre: a) a alienação ou a contribuição para outra empresa de ativos, caso o valor da operação corresponda a mais de 50% (cinquenta por cento) do valor dos ativos totais da companhia constantes do último balanço aprovado; e b) a celebração de transações com partes relacionadas que atendam aos critérios de relevância a serem definidos pela Comissão de Valores Mobiliários*". Porém, no decorrer do processo de

Por um lado, é muito comum, na prática internacional e em linha com os princípios de governança corporativa da OCDE, a adoção de critérios de relevância que, se preenchidos, levem à incidência sobre uma determinada transação com uma parte relacionada de um regime especial de transparência e de aprovação, via de regra, pré-estabelecido pela legislação ou por uma política interna da companhia.

Por meio dessa triagem a partir de filtros de materialidade, busca-se promover um balanceamento no tratamento das transações com partes relacionadas mediante a imposição de processos de aprovação e transparência mais ou menos rígidos de acordo com a sua importância e o potencial impacto para os interesses da companhia e dos acionistas. De fato, não seria eficiente exigir que uma transação irrelevante ou com menor potencial de dano fosse submetida a um rito de aprovação mais oneroso.

No entanto, o critério relevância adotado pelo legislador brasileiro não parece ser capaz de segregar transações com partes relacionadas que possam representar um maior potencial de dano daquelas cujo risco de expropriação seja menor, seja por causa dos valores envolvidos ou de outras características da operação.

Obviamente, uma transação com parte relacionada que envolva valores que correspondam a 50% do total dos ativos da companhia parece relevante, mas transações com essa monta também são raras o suficiente para, na prática, não mudar nada ou quase nada no processo de aprovação de praticamente todas as transações dessa natureza. Na Itália, uma transação com parte relacionada é considerada relevante se corresponder a 5% de qualquer dos 3 índices aplicáveis para o teste de relevância, sendo que um deles tem base no valor dos ativos da companhia. No Chile, o legislador proíbe que as companhias considerem como sendo realizada no curso ordinário dos negócios as transações que envolvam mais de 10% de seus ativos e, portanto, que se afaste delas os procedimentos mais rigorosos de aprovação.

---

legislativo, essa delegação de competência foi retirada. Ressalve-se que, nos termos do art. 110-A, §12, II, da Lei nº 6.404, de 1976, a CVM terá competência para delimitar os critérios de relevância das transações com partes relacionadas que não estarão sujeitas ao voto plural quando submetidas à deliberação da assembleia geral.

Além disso, o critério adotado pelo legislador não diferencia o parâmetro de relevância adotado pela natureza da transação ou pela posição da parte relacionada envolvida no negócio, além de ignorar que o valor dos ativos pode não ser um fator de comparação adequado a todos os tipos de atividades, como é o caso, por exemplo, das companhias intensivas em tecnologia, cujo valor contábil de seus ativos muitas vezes não tem uma relação direta com o valor da companhia ou aquilo que é relevante para os seus administradores.

Outro aspecto importante a ser observado no contexto internacional é que os processos de aprovação mais rigorosos, via de regra, buscam afastar as partes interessadas do processo decisório ou impor quóruns de deliberação que façam com que, para além da parte interessada, outros acionistas ou administradores estejam convencidos da adequação dos termos daquela operação. Ao contrário, a Lei de Melhoria do Ambiente de Negócios não endereçou aquilo que parece ser o núcleo principal da estratégia adotada por outros países e recomendada pela OCDE, que é afastar a parte interessada dos processos decisórios ou impor outras salvaguardas que impliquem opiniões independentes sobre os termos das transações.

Em outras palavras, nada na lei societária obriga que aquelas transações com partes relacionadas que eventualmente sejam analisadas pela assembleia geral de acionistas tenham sido negociadas e aprovadas exclusivamente por administradores independentes ou desinteressados ou serão votadas, em sede assemblear, pelos acionistas não interessados.

Mais que isso, o legislador brasileiro ignorou o fato de que outras jurisdições usualmente definem o conselho de administração como o foro primário para a deliberação acerca das transações com partes relacionadas relevantes, com base na premissa de que os membros deste órgão estão submetidos a um regime fiduciário que deles exige diligência e lealdade em suas atividades, o que inclui a vedação ao favorecimento de um determinado acionista, mesmo que este seja o controlador, em detrimento dos interesses da companhia e dos demais acionistas.

Como discutido ao longo deste artigo, ainda que as transações ora discutidas possam ser levadas ao conhecimento ou aprovação da assem-

bleia geral, as normas e práticas internacionais apontam que é sobre o conselho de administração que recai a responsabilidade de executar boa parte das salvaguardas inerentes ao processo de decisão dessas transações e é sobre ele que recai a obrigação de tratar os conflitos de interesses existentes nessas operações. Mais do que isso, como se observa do levantamento elaborado pela OCDE, ao prever a competência do conselho de administração de aprovar transações com partes relacionadas relevantes, os regimes estrangeiros comumente estabelecem expressamente a necessidade de que o conselheiro interessado nessa deliberação se abstenha de participar de seu processo de negociação e aprovação.

No caso brasileiro, muito embora este ponto seja em alguma medida abrangido pelo disposto no art. 156 da Lei das S.A., que veda ao administrador intervir em qualquer operação social em que tiver interesse conflitante com o da companhia, fato é que esse dispositivo, ainda hoje, enseja discussões sobre o seu alcance, notadamente quando se está diante de um negócio que não envolve o próprio administrador ou um interesse pessoal dele, mas, sim, alguém com o qual possui alguma relação jurídica ou econômica. O legislador perdeu a oportunidade de orientar ou dirimir as discussões existentes e estabelecer critérios mais objetivos para considerar um administrador interessado ou não em uma determinada decisão.

Finalmente, outro debate que não foi diretamente enfrentado pela reforma da lei societária implementada em 2021 diz respeito à possibilidade de participação do acionista interessado no processo decisório da transação com partes relacionada. Dito de outro modo, a Lei de Melhoria do Ambiente de Nègócios, diferentemente do que se extrai dos princípios internacionais, que recomendam que os acionistas interessados sejam excluídos da votação de tais negócios ou que tais negócios estejam sujeitos a aprovação com quóruns mais elevados, como é o caso do Chile, não tratou do impedimento de voto de tal acionista ou estabeleceu quóruns distintos para aprovação de tais transações. Por esse motivo, o tema acabará por ser analisado sob o prisma do disposto no art. 115, §1º, da Lei das S.A., cujo alcance, notadamente no que tange

às hipóteses de impedimento de voto nos casos de conflito de interesses, historicamente, tem suscitado imensa polêmica entre os acadêmicos e mesmo entre os integrantes do Colegiado da CVM[70].

Com isso, no contexto da deliberação das transações com partes relacionadas que forem levadas à assembleia geral por força da nova redação do art. 122, inciso X, da Lei das S.A., continuarão a subsistir as imensas discussões relacionadas ao impedimento de voto do acionista que estiver envolvido nesse negócio ou cuja parte a ele relacionada figure nessa decisão. Para evitar esse cenário e consolidar o entendimento ainda hoje prevalecente na CVM[71], melhor seria que a lei cuidasse para que a operação fosse aprovada pelos acionistas desinteressados (i.e, pela maioria da minoria), assim como ocorre no regime italiano.

As escolhas feitas pelo legislador brasileiro fugiram ao que se observa no cenário internacional. Se, por um lado, não há qualquer demérito intrínseco no fato de o regime jurídico brasileiro ter encontrado o seu próprio caminho para lidar com os problemas inerentes às transações com partes relacionadas, não se pode ignorar, por outro lado, que ao se afastar do que se observa em mercados mais maduros, o arcabouço brasileiro acabou por deixar de incorporar estratégias regulatórias que vem sendo testadas já há algum tempo e que visam atacar justamente os pontos que a recente alteração normativa deixou em aberto.

Diante disso, à luz da experiência internacional, o regime relativo ao tratamento das transações com partes relacionadas introduzido na lei societária nacional pela Lei de Melhoria do Ambiente de Negócios não parece ser suficiente para lidar com as diversas dimensões dos complexos problemas trazidos por esses negócios e o discurso de aumento da proteção dos acionistas minoritários das companhias abertas brasileiras no contexto de tais transações deve, assim, gerar poucos efeitos práticos.

---

70 Cf. Processo CVM nº RJ2009/13179, Rel. Dir. Alexandre Broedel, j. em 9 de setembro de 2010.

71 Sem prejuízo de opiniões minoritárias dissonantes, conforme se verifica, por exemplo, no Processo CVM nº 19957.005749/2017-29, Rel. SEP, j. em 14 de julho de 2017.