

PROTEÇÃO DE ACIONISTAS MINORITÁRIOS E GOVERNANÇA REGULATÓRIA

MINORITY SHAREHOLDERS PROTECTION AND REGULATORY GOVERNANCE

Renata Maccacchero Victor¹

RESUMO: Este artigo analisa se os objetivos regulatórios da MP nº 1.040/2021, convertida na Lei nº 14.195/2021 foram atingidos, no que tange às alterações promovidas na Lei nº 6.404/1976 e se as inovações legislativas em questão produzem o efeito desejado no campo das companhias que pretende regular, no sentido de efetivamente aumentar o grau de proteção dos investidores (e o desenvolvimento do mercado de capitais). Para tanto, contextualiza o ambiente regulatório das companhias listadas na B3 e examina se tais alterações são compatíveis com o sistema de proteção de minoritários concebido pela Lei das S.A.. Na sequência, empreende análise quanto à restrição da eficácia da regra do artigo 122, inciso X, da Lei nº 6.404/1976, alterado pela Lei nº 14.195/2021, que impôs a obrigatoriedade de deliberação pela assembleia geral de matérias que tratem sobre transações entre partes relacionadas, em razão da mudança de interpretação do artigo 115, §1º, do mesmo diploma legal, pela Comissão de Valores Mobiliários. Chega-se à conclusão de que mudanças de interpretação de regras legais que sejam feitas pelo órgão regulador podem ter o efeito de retirar ou restringir os objetivos pretendidos pelo legislador. Além disso, sinaliza sobre a importância de ampliar o debate sobre possíveis modificações da redação do artigo 115, §1º para definir como deve ocorrer a apuração do conflito de interesse no direito societário brasileiro, para que a questão não fique sujeita a interpretações que se alternam de tempos em tempos, em razão de modificações na composição do colegiado do órgão regulador, aponta para a inadequação da utilização de medidas provisórias para alterações que impactem o sistema de proteção de acionistas previsto na Lei Societária e pela existência de condições que inviabilizaram os objetivos regulatórios almejados com a alteração da Lei nº 6.404/1976.

PALAVRAS-CHAVE: Governança Regulatória. Proteção de Acionistas Minoritários. Transações entre partes relacionadas.

ABSTRACT: This article analyzes whether the regulatory objectives of MP n. 1.040/2021, converted into Law n. 14.195/2021 were achieved, with regard to the changes promoted in Law n. 6.404/1976 and if the legislative innovations in question had the effect obtained in the field of companies that they intend to regulate, in the sense of effectively increasing the degree of investor protection (and the development of the capital market). To this end, it contextualizes the regulatory environment of companies listed on B3 and examines whether such changes are compatible with the minority protection system designed by the Brazilian Corporate Law. Next, it undertakes an analysis regarding the restriction of the effectiveness of the rule of article 122, item X, of Law n. 6.404/1976, amended by Law n. 14.195/2021, which imposed the obligation of deliberation by the general meeting of matters that deal with related parties transactions, due to the change in the interpretation of article 115, paragraph 1, thereof legal diploma, by the Comissão de Valores Mobiliários. It comes to the conclusion that changes in the interpretation of rules that are made by the regulatory body can have the effect of withdrawing or restricting

¹ Advogada do BNDES. Mestre e Doutoranda em Direito da Regulação pela FGV direito Rio.

the objectives intended by the legislator. In addition, it indicates the importance of broadening the debate on possible changes to the wording of article 115, paragraph 1, to define how the determination of the conflict of interest in Brazilian corporate law should occur, so that the issue is not subject to the understanding that alternate from time to time, due to changes in the composition of the collegiate body of the regulatory body, it points to the inadequacy of using provisional measures for changes that impact the shareholder protection system provided for in the Corporate Law and the existence of conditions that made regulatory objectives unfeasible aimed at amending Law n. 6.404/1976.

KEYWORDS: Regulatory Governance. Minority Shareholders Protection. Related Parties Transactions.

SUMÁRIO: Introdução. 1. O desenvolvimento do Novo Mercado. 2. O regulamento do Novo Mercado e a sua interação com a legislação societária. 3. A mudança de entendimento do órgão regulador sobre impedimento de voto por conflito de interesse. 4. Governança regulatória. 5. Conclusão. Referências.

SUMMARY: Introduction. 1. New Market development. 2. New Market listing rules and its interaction with the corporate law. 3. The regulatory body's change of understanding regarding voting impediments due to conflict of interest. 4. Regulatory governance. 5. Conclusion. References.

Introdução.

Em 30.03.2021 foi editada a Medida Provisória nº 1.040/2021 (“MP 1.040/2021”), posteriormente convertida na Lei nº 14.195, de 26.08.2021 (“Lei nº 14.195/2021”). A MP 1.040/2021 dispôs sobre a facilitação para abertura de empresas, a proteção de acionistas minoritários e outras medidas destinadas à melhoria do ambiente de negócios no Brasil e, conforme esclarece a Exposição de Motivos, estava entre os seus objetivos melhorar a posição do país na classificação geral do relatório *Doing Business*, do Banco Mundial.

A referida MP 1.040/2021, em capítulo próprio denominado “Da Proteção de Acionistas Minoritários”, promoveu a alteração de alguns dispositivos da Lei nº 6.404/1976, que dispõe sobre as sociedades por ações.

Algumas inovações na Lei nº 6.404/1976, promovidas pela Lei nº 14.195/2021, são previstas no segmento de listagem do Novo Mercado da B3, tais como a vedação da acumulação de cargo de diretor presidente com o de presidente do conselho de administração e a participação obrigatória de membros independentes nos conselhos de administração das companhias.

Pode-se dizer que a modificação potencialmente mais relevante, trazida pela Lei nº 14.195/2021, com o intuito de ampliar a proteção de investidores, foi a alteração do art. 122,

inciso X, da Lei nº 6.404/1976, que passou a dispor em um de seus incisos que caberá à assembleia geral deliberar sobre transações entre partes relacionadas. Porém, os efeitos buscados pelo legislador, no que tange à alteração promovida no art. 122, inciso X, da Lei nº 6.404/1976, podem ter sido restringidos em razão de mudança de interpretação do órgão regulador do mercado de capitais quanto ao critério de apuração de conflito de interesse do acionista. Após mais de 10 (dez anos), a CVM modificou o seu posicionamento e passou a entender que a existência de conflito de interesse, a exceção das hipóteses expressamente previstas na Lei, não determina, *ex ante*, o impedimento de voto do acionista.

No presente artigo, parte-se do pressuposto de que há uma correlação positiva entre proteção de acionistas minoritários e o desenvolvimento do mercado de capitais. Nessa linha, torna-se relevante analisar o conteúdo de Lei com capítulo especial denominado “Da Proteção de Acionistas Minoritários”, na forma prevista pela Lei nº 14.195/2021. Considerou-se, para a referida análise, o arcabouço regulatório existente, notadamente as regras de listagem do Novo Mercado da B3 e a principal indagação é se as inovações legislativas em questão produzem o efeito desejado no campo das companhias que pretende regular, no sentido de efetivamente aumentar o grau de proteção dos investidores (e o desenvolvimento do mercado de capitais), analisando, ao longo do trabalho, se tais alterações são compatíveis com o sistema de proteção de minoritários concebido pela Lei das S.A..

Por meio do presente artigo, pretende-se analisar determinadas condições que parecem inviabilizar os objetivos almejados com a alteração da Lei nº 6.404/1976. Para proceder à referida análise, o item 1 descreve a trajetória de crescimento do Novo Mercado e procura mostrar a sua relevância para o mercado de capitais brasileiro como segmento principal de listagem das companhias listadas da B3; o item 2 descreve alterações pontuais promovidas pela Lei nº 14.195/2021 e as compara com regras já existentes no Regulamento do Novo Mercado; nos itens 3 e 4 são analisadas as condições que parecem inviabilizar os efeitos pretendidos originalmente com a edição da MP 1.040/2021, em razão de alterações introduzidas no Projeto de Lei de Conversão e da decisão do órgão regulador sobre conflito de interesse.

Ao final, apresento a conclusão. Primeiro, destaco que os prazos de tramitação das medidas provisórias são incompatíveis com alterações sistêmicas da lei societária. Na sequência, concluo que a alteração legislativa em comento não produziu os efeitos buscados, de aumento do nível de proteção de acionista minoritários.

1. O desenvolvimento do Novo Mercado.

No ano de 2000 a então Bolsa de Valores de São Paulo – BOVESPA, mais tarde denominada BM&F BOVESPA e atual B3 criou os segmentos especiais de listagem – Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado –, estabelecendo regimes diferenciados de governança corporativa, com regras de governança mais rígidas do que as previstas em Lei para as companhias listadas nestes segmentos.

Com a criação dos referidos segmentos especiais de listagem, as companhias listadas na B3 ou aquelas que viessem a requerer a sua listagem, passaram a poder aderir, voluntariamente, a regras que conferem maior proteção aos investidores do que a Lei 6.404/1976. O Nível 1, Nível 2 e o Novo Mercado apresentam regras com graus crescentes de proteção dos investidores, sendo a característica central do Novo Mercado a exigência de que todas as ações tenham direito de voto (“uma ação, um voto”).

O contexto no qual foram criados os segmentos especiais de governança corporativa era de grande dificuldade para o mercado acionário brasileiro, com pedidos recorrentes de cancelamento de registro, decréscimo do volume de negociação, desvalorização de ações negociadas e decréscimo do número de companhias requerendo a abertura capital², tudo isso motivado, em tese, por questões macroeconômicas (na época o Brasil tinha a maior taxa de juros do mundo) que afetavam o apetite para o investimento em *equity*.

O Nível 1 recebeu as primeiras adesões em 2001 e, em 2002, quatro empresas foram listadas nos outros dois segmentos, duas no Nível 2 e duas no Novo Mercado³. Enquanto até o ano de 2003 a maior parte das companhias aderiu ao segmento do Nível 1, a partir do ano de 2004 a adesão ao segmento do Novo Mercado passou a ter crescimento mais significativo, tanto em números absolutos quanto proporcionalmente ao crescimento dos outros segmentos⁴.

² SANTANA, Maria Helena *et al.*. *Novo Mercado and Its Followers: Case Studies in Corporate Governance Reform*. 2008. B3. Disponível em: https://www.b3.com.br/data/files/2C/46/8A/B7/88337610515A8076AC094EA8/Focus%205_Capitulo%20Novo%20Mercado%20_IFC%202008_pdf. Acesso em: 05 dez. 2022.

³ *Ibid.*, Acesso em: 05 dez. 2022.

⁴ The Novo Mercado eventually became the highlight of Bovespa's premium listing segments, but that success developed only over time. From its official launch in December 2000 until 2002, the Novo Mercado had no listings, and did not become a mainstream option for IPOs until 2004. GILSON, R. J.; HANSMANN, H.; PARGENDLER, M. *Regulatory Dualism as a Development Strategy: Corporate Reform in Brazil, the United States, and the European Union*. *Stanford Law Review*, [s. l.], v. 63, n. 3, p. 475-538, 2011. Disponível em: <https://search-ebscohost-com.sbproxy.fgv.br/login.aspx?direct=true&AuthType=ip,uid&db=edshol&AN=edshol.hein.journals.stflr63.17&lang=pt-br&site=eds-live>. Acesso em: 13 dez. 2022.

Nos últimos 20 anos, 80% das companhias que foram listadas na bolsa de valores buscaram o novo mercado⁵. O gráfico abaixo demonstra a preponderância do segmento do Novo Mercado em relação aos outros segmentos de listagem, quando se trata de ofertas iniciais de ações de companhias na bolsa de valores (IPO).



Figura 1 - Número de IPOs por ano, considerando o segmento de listagem do Novo Mercado.

Fonte: Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas. Os dados foram agregados por Ezequiel Fajreldines dos Santos, pesquisador do Laboratório de dados e Pesquisa Empírica da Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas.

A preponderância do Novo Mercado pode igualmente ser aferida pelo número de companhias por segmento de listagem. Conforme os indicadores do gráfico abaixo, ao longo dos anos observa-se a inversão da prevalência de companhias listadas no Nível Básico⁶ para a prevalência de companhias listadas no Novo Mercado. No ano de 2021, havia 214 (duzentas e catorze) companhias listadas no Novo Mercado e 108 (cento e oito) listadas no Nível Básico⁷, enquanto no ano de 2007, havia 91 (noventa e uma) companhias listadas no Novo Mercado e 216 (duzentas e dezesseis) no Nível Básico.

⁵ IBGC. *Flavia Mouta entrevista sobre IPO*. Ibgc.org. Disponível em: <https://ibgc.org.br/blog/Flavia-Mouta-entrevista-sobre-IPO4/~2r>. Acesso em: 05 nov. 2022.

⁶ Sem regras diferenciadas de governança corporativa.

⁷ Ao todo, são trezentas e setenta e cinco companhias listadas na B3, nos segmentos do Nível Básico (com 108 companhias) Nível 1 (com 28 companhias), Nível 2 (com 25 companhias) e Novo Mercado (com 214 companhias). Dados de out. de 2021.

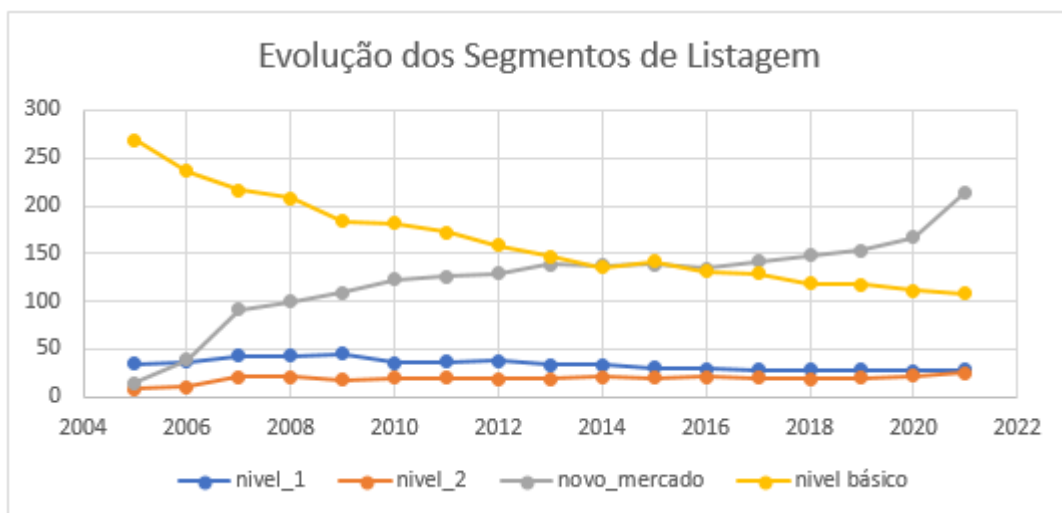


Figura 2 – Evolução do número de companhias por segmento de listagem.
 Fonte: Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas. Os dados foram agregados por Ezequiel Fajreldines dos Santos, pesquisador do Laboratório de dados e Pesquisa Empírica da Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas.

A importância do Novo Mercado no universo das companhias listadas na B3 também pode ser aferida em relação ao volume financeiro negociado nesse segmento, em comparação aos demais:

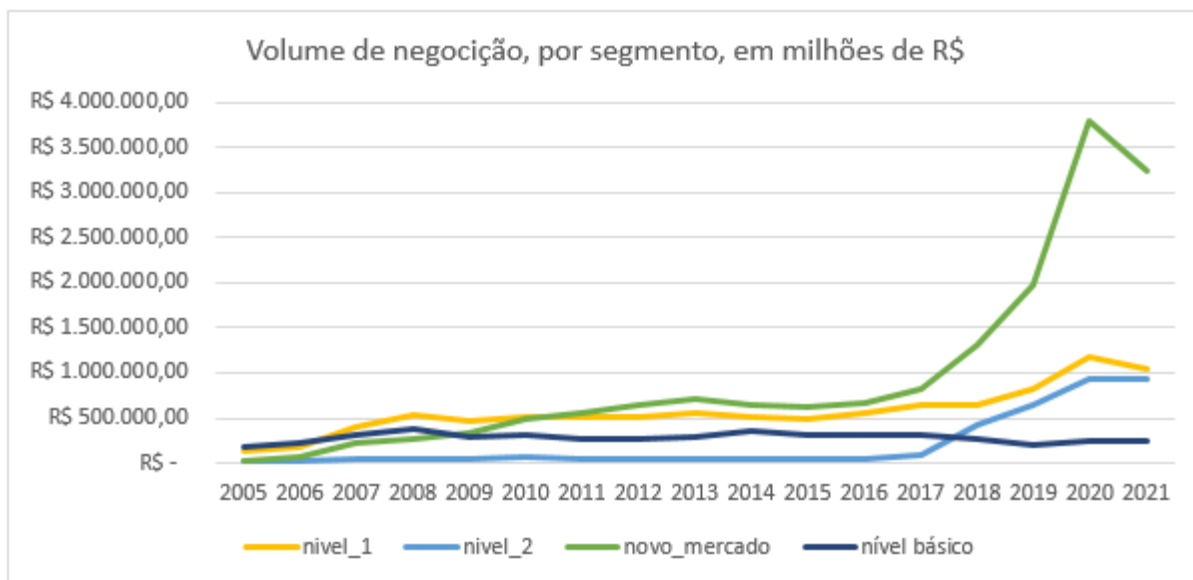


Figura 3 - Volume de negociação, por segmento, em milhões de R\$.
 Fonte: Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas. Os dados foram agregados por Ezequiel Fajreldines dos Santos, pesquisador do Laboratório de dados e Pesquisa Empírica da Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas.

Desde que foi criado, o Novo Mercado passou por três reformas: em 2006, 2011 e a última em 2018⁸, todas com o objetivo de aperfeiçoar os regulamentos dos segmentos de listagem com regime diferenciado de governança corporativa.

Quanto à última reforma, de 2018⁹, pode-se destacar o aprimoramento das regras sobre composição do conselho de administração, com a obrigação de, no mínimo, dois conselheiros independentes em termos absolutos ou 20%, alteração da regra de saída do Novo Mercado, que passou a ser submetida a um quórum de acionistas minoritários e o estabelecimento de normas de fiscalização e controles, prevendo a existência de código de conduta com conteúdo mínimo, função de *compliance* e de auditoria interna e comitê de auditoria obrigatório, estatutário ou não estatutário.

A B3 conduziu as discussões que levaram à última reforma Novo Mercado. O processo de alteração passou pelas etapas de Consulta Pública¹⁰, Audiência Pública e Audiência Restrita¹¹, aprovação pelas companhias listadas no segmento e, finalmente, a aprovação pela CVM. A Consulta Pública se iniciou em 15.03.2016, seguida de duas etapas de Audiência Pública, a primeira de 27/06/2016 a 09/09/2016 e a segunda de 07/11/2016 a 06/01/2017, seguida de Audiência Restrita¹², de 15/03/2017 a 31/05/2017 e finalizando com a aprovação pelos participantes em 23.06.2017¹³. Finalmente, em 05.09.2017, a CVM aprovou o novo Regulamento¹⁴.

O Regulamento das companhias listadas no Novo Mercado entrou em vigor em 02.01.2018, sendo que algumas regras específicas só entraram em vigor a partir de 2021, ampliando-se o prazo para a adaptação das companhias¹⁵. Ou seja, entre a Consulta Pública e a

⁸ “Desde a sua criação, o Novo Mercado passou por revisões em 2006 e 2011. Recentemente, após extenso trabalho conjunto entre B3, participantes do mercado e companhias listadas, a nova versão do Regulamento do Novo Mercado foi aprovada em audiência restrita pelas companhias listadas em junho de 2017 e pelo Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários em setembro de 2017. O novo regulamento entrará em vigor em 02/01/2018.”. BRASIL. B3. *Regulamento de listagem do Novo Mercado*. B3. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/segmentos-de-listagem/novo-mercado/. Acesso em: 02 fev. 2023.

⁹ As alterações propostas no Regulamento do Nível 2 de governança corporativa não alcançaram o quórum necessário para a aprovação.

¹⁰ Consulta pública, por meio de questionário sobre práticas de governança corporativa e reuniões com entidades de mercado, investidores e companhias.

¹¹ BRASIL. B3. *Companhias aprovam o Regulamento do Novo Mercado*. B3. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/noticias/segmentos-especiais-8AE490CA646C8899016484939FA03BEC.htm. Acesso em: 05 jan. 2023.

¹² Quando só são consultadas as companhias listadas.

¹³ BRASIL. B3. *B3 apresenta propostas finais dos regulamentos do Novo Mercado e Nível 2 que serão submetidas à Audiência Restrita*. B3. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/noticias/regulamentos-do-novo-mercado-e-nivel-2.htm. Acesso em: 05 jan. 2023.

¹⁴ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Decisão do Colegiado de 05/09/2017*. CVM. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2017/20170905_R1/20170905_D0791.html. Acesso em: 10 jan. 2023.

¹⁵ BRASIL. B3. *Ofício DRE, de 3 Out. 2017*. Disponível em:

aprovação pela CVM, foram decorridos um ano e seis meses de longo e amplo debate, que resultou em aprimoramentos em regras de governança, patrimoniais, informacionais e de fiscalização e controle.

2. O regulamento do Novo Mercado e a sua interação com a legislação societária.

A Lei nº 14.195/2021 promoveu uma série de alterações em diversos diplomas legais com o intuito de “melhorar o ambiente de negócios no Brasil” e a sua posição no relatório do *Doing Business*¹⁶, segundo se depreende dos objetivos estatuídos em seu artigo 1º e consta expressamente da Exposição de Motivos da MP, que deu origem a Lei¹⁷:

Art. 1º Esta Lei dispõe sobre a facilitação para abertura de empresas, **sobre a proteção de acionistas minoritários**, sobre a facilitação do comércio exterior, sobre o Sistema Integrado de Recuperação de Ativos (Sira), sobre as cobranças realizadas pelos conselhos profissionais, sobre a profissão de tradutor e intérprete público, sobre a obtenção de eletricidade, sobre a desburocratização societária e de atos processuais e a prescrição intercorrente na Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002 (Código Civil).

Em capítulo denominado “Da Proteção de Acionistas Minoritários”, a Lei nº 14.195/2021 promoveu alterações na Lei nº 6.404/1976 que, entre outras medidas, abrangeu a vedação da acumulação de cargo de diretor presidente com o de presidente de conselho de administração, a participação obrigatória de membros independentes nos conselhos de administração das companhias, além da previsão de deliberação obrigatória pela assembleia geral de transações entre partes relacionadas (“TPR”) e de operações de alienação de ativos (artigos 122, inciso X, 138, §3º e 140, §2º)¹⁸:

Art. 122. Compete à assembleia geral:

file:///C:/Users/renat/Dropbox/PC/Downloads/Oficio-DRE-Implantacao-do-Novo-Mercado.pdf. Acesso em: 10 jan. 2023.

¹⁶ O Banco Mundial encerrou a publicação de seu relatório ‘*Doing Business*’, sobre o ambiente para investimento e negócios nos países, depois que uma investigação citou “pressão indevida” de autoridades importantes. SHALAL, Andrea; LAWDER, David. *Banco Mundial encerra relatório 'Doing Business' após investigação citar "pressão indevida" sobre classificação da China*. UOL. Disponível em: <https://noticias.uol.com.br/ultimas-noticias/reuters/2021/09/16/banco-mundial-encerra-relatorio-doing-business-apos-investigacao-citar-pressao-indevida-sobre-classificacao-da-china.htm?cmpid=copiaecola>. Acesso em: 10 out. 2021.

¹⁷ 1.Submetemos à sua elevada apreciação proposta de Medida Provisória que objetiva melhorar o ambiente de negócios no Brasil, bem como impactar positivamente a posição do país na classificação geral do relatório *Doing Business* do Banco Mundial. BRASIL. Presidência da República. Casa Civil. *EMI nº 00049/2021 ME AGU MJSP MME SG*, Data: 18 mar. 2021.

¹⁸ O projeto de lei de conversão da MP 1.040 incluiu dispositivos que autorizaram as companhias a adotarem o voto plural, assim como a extensão do prazo de convocação de assembleias.

.....
X - deliberar, quando se tratar de companhias abertas, **sobre a celebração de transações com partes relacionadas**, 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. (grifou-se)

Art. 138.

.....
§ 3º É vedada, nas companhias abertas, a acumulação do cargo de presidente do conselho de administração e do cargo de diretor-presidente ou de principal executivo da companhia.

Art. 140.

(...)

§ 2º Na composição do conselho de administração das companhias abertas, é obrigatória a participação de conselheiros independentes, nos termos e nos prazos definidos pela Comissão de Valores Mobiliários.

Nos termos da redação da MP 1.040/2021, as TPRs deveriam ser ou não submetidas à assembleia geral, atendendo a critério de relevância a ser estabelecido pelo órgão regulador do mercado de capitais (CVM), no mesmo molde do disposto no artigo 110-A, §12¹⁹, que trata do voto plural. Contudo, no âmbito do Projeto de Lei de Conversão²⁰ que deu origem à Lei nº 14.195/2021, efetuou-se alteração no texto da MP 1.040/2021, no sentido de que apenas transações entre partes relacionadas que representem mais de 50% dos ativos totais da companhia devem ser submetidas à assembleia geral de acionistas.

Assim, com a modificação do art. 122, inciso X, da Lei nº 6.404/1976, pela Lei nº 14.195/2021, as companhias passaram a ter que submeter aos seus acionistas as transações que se enquadrem no critério de relevância estabelecido por este novo dispositivo, sem a flexibilidade observada no Regulamento do Novo Mercado, segundo o qual a companhia é que deve estabelecer os órgãos societários responsáveis pela aprovação das TPRs (critério orgânico²¹).

De acordo com o Regulamento de listagem do Novo Mercado²², é obrigatória a divulgação de Política de Transações entre Partes Relacionadas, por meio da qual as companhias devem classificar as operações como TPRs, adotar procedimentos internos para a

¹⁹ § 12. Não será adotado o voto plural nas votações pela assembleia de acionistas que deliberarem sobre:

I – (...); e

II – a celebração de transações com partes relacionadas que atendam aos critérios de relevância a serem definidos pela Comissão de Valores Mobiliários.

²⁰ BRASIL. Câmara dos Deputados. *Projeto de Lei de Conversão n. 15/2021*. Disponível em: <https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=2275840>. Acesso em: 10 jan. 2023.

²¹ “Por solução orgânica ou estrutural quer-se significar a tentativa de resolver nos órgãos societários o problema de conflito, seja através da incorporação no órgão de todos os agentes que tem interesse ou sofrem as consequências., ou através da criação de órgãos independentes, não passíveis de ser influenciados pelos interesses conflitantes.”. SALOMÃO FILHO, Calixto. *O Novo Direito Societário*. 4. ed. São Paulo: Malheiros, 2015, p. 104-105.

²² BRASIL. B3. *Regulamento de listagem do Novo Mercado*. Acesso em: 18 nov. 2022.

identificação do conflito de interesse e, se for o caso, determinar o impedimento de voto do acionista ou administrador. Além disso, deve haver a indicação das instâncias de aprovação das transações com partes relacionadas, a depender do valor envolvido ou de outros critérios de relevância a serem estabelecidos.

Compulsando a política de transações entre partes relacionadas de quatro companhias não financeiras listadas no segmento de listagem do Novo Mercado, escolhidas aleatoriamente, pode-se observar que nenhuma delas estabelece a obrigatoriedade do exame das TPRs pela assembleia geral de acionistas, segundo quaisquer critérios de relevância, estipulando outras regras de governança para a fiscalização desses negócios, como a análise por comitê de auditoria ou a aprovação pelo conselho de administração²³, a depender de determinados critérios de relevância dessas transações, estabelecidos nas próprias políticas de transações entre partes relacionadas destas companhias e no estatuto social.

Sabe-se que a assembleia geral pode ter um papel determinante no que tange a estrutura de governança das companhias, notadamente quanto ao exercício da atividade de fiscalização e monitoramento e que varia de país para país as matérias que são objeto de deliberação obrigatória pela assembleia geral. Porém, em regra, negócios ordinários da companhia não devem ficar na alçada decisória dos acionistas²⁴.

Na maioria dos países²⁵, a assembleia geral tem poderes para eleger os membros da administração e deliberar a alteração de dispositivos do estatuto social da companhia, a transformação da companhia em outro tipo societário e sobre a sua liquidação²⁶. Porém, a deliberação sobre TPRs nem sempre está sujeita à deliberação pelos acionistas, ficando a critério de cada companhia determinar os órgãos sociais responsáveis pela sua aprovação.

Nota-se, assim, que não é usual a fixação, a priori, da assembleia geral como órgão societário responsável por deliberar matérias que envolvam TPRs.

Relativamente à modificação promovida na Lei nº 6.404/1976, quanto à obrigatoriedade de composição do conselho de administração por membros independentes, nota-se que tal regra já é contemplada tanto pelo Regulamento do Novo Mercado, quanto pelo

²³ Vale S.A.; Magazine Luiza S.A.; AMBEV S.A.; e WEG S.A.

²⁴ HART, Oliver; ZINGALES, Luigi. *The New Corporate Governance*. Scholars Harvard. Disponível em: https://scholar.harvard.edu/sites/scholar.harvard.edu/files/hart/files/hart-zingales_august_2022.pdf. Acesso em: 28 abr. 2023.

²⁵ VAN DER ELST, Christoph. *Shareholder Rights and Shareholder Activism: The role of the General Meeting of Shareholders*. ECGI – Law Working Paper nº 188/2012. Disponível em: <file:///C:/Users/renat/Downloads/SSRN-id2017691.pdf>. Acesso em: 19 dez. 2022.

²⁶ Shareholder monitoring and shareholder activism is at the heart of the corporate governance debate. It is considered as a fundamental component balancing the powers of the board and the shareholders. *Ibid.*, Acesso em: 19 dez. 2022.

regulamento do Nível 2. Na reforma promovida em 2018, o número mínimo de conselheiros independentes que devem compor o conselho de administração foi aumentado, o qual agora deve ser integrado por 20% ou 2 (dois) conselheiros independentes, o número que for maior²⁷.

Desta forma, esta alteração da Lei impactou as companhias listadas no Nível Básico e no Nível 1 de governança corporativa que, conforme gráfico apresentado na figura 3, representavam em 2021, 36% das companhias listadas na B3.

No que tange à acumulação do cargo de diretor presidente com o de presidente do conselho de administração²⁸, até a edição da nova Lei apenas as companhias listadas no Nível Básico não precisavam ser aderentes a essa regra, já prevista para os todos os níveis diferenciados de governança corporativa da B3.

3. A mudança de entendimento do órgão regulador sobre impedimento de voto por conflito de interesse.

Transações que envolvam conflito de interesse direto (negócios consigo mesmo – transações entre partes relacionadas) ou indireto (interesse diverso da maioria dos acionistas) devem, em tese, ser submetidas à deliberação obrigatória da assembleia geral de acionistas, como meio de monitorar e evitar a extração de benefícios privados por acionistas controladores²⁹.

No Brasil, porém, a maioria das transações entre partes relacionadas são aprovadas em âmbito do conselho de administração e não pela assembleia geral, ficando de fora da esfera de decisão dos acionistas minoritários. O principal argumento utilizado para que as TPRs não sejam submetidas aos acionistas liga-se ao fato de que essas transações são muito frequentes, em especial as transações intragrupo societário e, por essa razão, dificultaria sobremaneira o

²⁷ “Art. 15 A companhia deve prever, em seu estatuto social, que seu conselho de administração seja composto por, no mínimo, 2 (dois) conselheiros independentes – ou 20% (vinte por cento), o que for maior.” O Regulamento do Nível 2 exige um mínimo de 5 membros para compor o CA, sendo que 20% devem ser independentes.

²⁸ Art. 20 A companhia deve prever, em seu estatuto social, que os cargos de presidente do conselho de administração e de diretor presidente ou principal executivo da companhia não poderão ser acumulados pela mesma pessoa.

²⁹ *Private benefits of control without qualification identify all utilities accruing to a controller that do not share with (Other) investors on a pro rata basis. These include nonmonetary rewards such as the prestige and political power stemming from being at the helm. Of a large Corporation or positive feelings about leaving a prosperous company to one's descendants.* ROCK, Edward B. *Majority of the Minority Approval in a world of Active Shareholders.* In: ENRIQUES, Lucas; TROGER, Tobias H. *The Law and Finance of Related Party Transactions.* Cambridge University Press, 2019, p. 105-134.

processo de aprovação destes negócios que em sua maioria são corriqueiros na vida das companhias³⁰.

Não obstante, existe o entendimento de que a aprovação por acionistas desinteressados são desejáveis em operações realizadas entre partes relacionadas, principalmente por trazerem a público informações com base nas quais os acionistas poderão votar ou tomar qualquer providência que entendam necessária, notadamente quanto à decisão sobre eventual litígio judicial³¹.

A alteração do artigo 122 da Lei 6.404.1976 foi orientada para que TPRs passassem a ser submetidas à assembleia geral de forma obrigatória o que, em conjunto com o que dispõe o artigo 115, §1º, resultaria em impedir que TPRs fossem aprovadas por acionistas com interesse direto ou indireto na deliberação. Explica-se:

O art. 115, § 1º, da Lei nº 6.404/1976, estabelece que o acionista não poderá votar em determinadas deliberações, notadamente naquelas em que tiver interesse conflitante com a companhia.

Art. 115. (...)

§ 1º. O acionista não poderá votar nas deliberações da assembleia-geral relativas ao laudo de avaliação de bens com que concorrer para a formação do capital social e à aprovação de suas contas como administrador, nem em quaisquer outras que puderem beneficiá-lo de modo particular, ou em que tiver interesse conflitante com o da companhia.

A primeira parte do dispositivo acima citado traz duas proibições expressas para o exercício do direito de voto do acionista - deliberações assembleares relativas a laudo de avaliação de bens de sua propriedade que sejam integralizados em aumento de capital e a aprovação de suas contas como administrador e, além destas hipóteses anteriormente mencionadas, a parte final do dispositivo em questão traz mais duas situações em que estabelece a proibição do exercício do direito de voto: aquelas que possam beneficiar o acionista de modo particular ou em que tenham interesse conflitante com o da companhia.

A interpretação da parte final do dispositivo legal, a respeito do impedimento de voto por conflito de interesses, é objeto de debate na literatura nacional³² e no órgão regulador

³⁰ CAMARGO, André Antunes Soares de. *Transações entre partes relacionadas: um desafio regulatório complexo e multidisciplinar*. 3. ed. São Paulo: Almedina, 2016, p. 206.

³¹ DJANKOV, S. *et al.*. *The Law and economics of self-dealing*. Journal of Financial Economics, nº 88, 2008. Disponível em: <https://dash.harvard.edu/bitstream/handle/1/2907526/selfdeal.may17.jfe.pdf>. Acesso em: 21 dez. 2022.

³² A minoria da literatura especializada classifica a hipótese residual de conflito de interesses do art. 115, § 1º, como conflito formal. Nesse sentido, v. SALOMÃO FILHO, Calixto. *O Novo Direito Societário*. 4. ed. São Paulo: Malheiros, 2015, p. 104-118.

do mercado de valores mobiliários, notadamente quanto ao mecanismo de controle do conflito de interesses, que pode ser formal (controle *ex ante*) ou material (controle *ex post*).

A regra legal do art. 115, § 1º é interpretada de duas formas: para aqueles que entendem que o controle deve ser *ex post*, o acionista que exerce o seu voto em conflito de interesses deve indenizar a companhia pelos danos causados, assim como a deliberação fica sujeita a ser anulada; e, para aqueles que se filiam à corrente que entendem que o controle deve ser *ex ante*, verificada a existência do potencial conflito de interesses, ou seja, havendo interesse direto ou indireto na deliberação, o acionista estará cautelarmente impedido de votar. Ressalte-se, contudo, que majoritariamente a doutrina nacional adota o entendimento de que o controle deve ser *ex post*³³.

Em razão da divergência de entendimento acima apontada e da importância que a eficiência do mecanismo de controle adotado pode representar na proteção de acionistas minoritários³⁴, o dispositivo legal em questão já foi objeto de propostas de alteração legislativa, seja para estabelecer explicitamente que o controle deve ser exercido *ex ante*³⁵, seja para estabelecer que o controle deve ser *ex post*³⁶. Nenhuma das propostas de alteração legislativa, contudo, resultou na modificação do artigo 115, §1º, da Lei nº 6.404/1976.

CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. v. II. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 2008, p. 514-515.

Em outro giro, a maioria classifica como hipótese de conflito material. Nesse sentido v, FRANÇA, Erasmio Valladão Azevedo e Novaes. *Conflito de Interesse nas Assembléias de S.A.* São Paulo: Malheiros, 1993; EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S.A. Comentada*. v. I. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 650-664.

LAMY FILHO, Alfredo. *Temas de S. A.: exposições, pareceres*. Rio de Janeiro: Renovar, 2007, p. 349-358.

ARAGÃO, Paulo Cezar. *Apontamentos sobre Desvios no Exercício do Direito de Voto: Abuso de Direito, Benefício Particular e Conflito de Interesses*. In: CASTRO, Rodrigo Monteiro de. *Direito Empresarial e Outros Estudos de Direito em Homenagem ao Professor José Alexandre Tavares Guerreiro*. São Paulo: Quartier Latin, 2013, p. 184-214.

MARCELLA, Blok. *Conflito de interesses nas sociedades anônimas: critério de apuração formal ou substancial?* In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. Malheiros: São Paulo, v. 153-154, jan./2010, p. 36-66.

GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *Conflitos de Interesse entre Sociedade Controladora e entre Coligadas, no Exercício de voto em Assembléias Gerais e reuniões sociais*. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo, a. 22, n. 51, jul./set., 1983, p. 29-32.

³³ Tal entendimento vai além da interpretação da regra legal. Para a doutrina nacional o mecanismo de controle de transações que envolvam conflito de interesse a ser estabelecido pela lei deve ser o *ex post*.

³⁴ Para Calixto Salomão, “o controle posterior do conteúdo da decisão não era e não é factível, seja pela demora de uma sentença definitiva de mérito seja pela aversão do Judiciário em entrar no mérito das decisões assembleares”. SALOMÃO FILHO, Calixto. *O Novo Direito Societário*. 4. ed. São Paulo: Malheiros, 2015, p. 120.

³⁵ Na ampla reforma da lei societária, empreendida pela Lei 10.303, de 31.10.2001, foi explicitado que o acionista em situação de conflito de interesse não poderia exercer o seu direito de voto. Não obstante, o dispositivo foi vetado pelo Presidente da República. BRASIL. Presidência da República. *Mensagem nº 1.213, de 31 de outubro de 2001*. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/Mensagem_Veto/2001/Mv1213-01.htm. Acesso em: 28 jan. 2023.

³⁶ A emenda 147 à MP 1040/2021, ao final rejeitada, propôs redação que estabeleceria mecanismo de controle *ex post*. BRASIL. Câmara dos Deputados. *Emenda à MP n. 1040/2021*. Disponível em: <https://legis.senado.leg.br/sdleg->

A CVM, desde 2010³⁷, adota o entendimento de que o controle das transações que envolvem conflito de interesse deve ser *ex ante*, não importando, para efeito do impedimento de voto do acionista por conflito de interesse, a verificação quanto à ocorrência de prejuízos causados à companhia ou a outros acionistas³⁸.

Desta forma, a modificação introduzida pela Lei nº 14.195/2021 influencia diretamente a regra de conflito (art. 115, §1º), na medida em que adotando-se a linha do controle *ex ante* das transações que envolvem conflito de interesse, a alteração do artigo 122, inciso X, da Lei nº 6.404/1976, teria como efeito principal e imediato impedir o exercício do voto por acionistas interessados em deliberações que usualmente ficam na alçada do Conselho de Administração, deixando na esfera de decisão de acionistas minoritários a aprovação das referidas transações.

Porém, em decisão por maioria, proferida recentemente pelo seu Colegiado³⁹, a CVM mudou o seu entendimento, passando a adotar a linha de que o art. 115, §1º, da Lei 6.404/1976, consubstancia hipótese de conflito material (controle *ex post*) em questões de conflito de interesses e, portanto, não autoriza o impedimento prévio ou formal do exercício do direito de voto por parte do acionista. De acordo com o voto do Relator, *é necessária uma análise da substância da manifestação do acionista para que se possa concluir pela regularidade ou não do voto, o que apenas pode ocorrer a posteriori*⁴⁰.

Este novo entendimento por parte do órgão regulador torna a regra que estabelece que as TPRs sejam submetidas à assembleia geral menos eficaz, na medida em que permite que acionistas com interesse direto ou indireto na deliberação – notadamente o controlador – exerçam o seu direito de voto.

A eficácia do dispositivo legal em questão também foi restringida pela alteração do texto original da MP 1.040/2021: a MP estabeleceu que cabia à CVM estipular o grau de

getter/documento?dm=8948534&ts=1652228226288&disposition=inline&ts=1652228226288. Acesso em: 28 jan. 2023. (As emendas 161, 214 e 136 também apresentaram proposta de alteração do artigo 115, §1º).

³⁷ Em 2002 a CVM proferiu decisão no âmbito do *Inquérito Administrativo CVM nº RJ 2002/1153* manifestando-se, favoravelmente, por maioria, pela tese do conflito material. Até o ano de 2010 nenhuma outra decisão foi proferida sobre a matéria.

³⁸ Por meio do julgamento no Processo CVM/RJ nº 2009/13179 (caso Tractebel), a CVM adotou a teoria formal do conflito de interesses, aplicando esse entendimento a casos subsequentes.

³⁹ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Decisão do Colegiado. *Processo CVM nº 19957.003175/2020-50*. Rio de Janeiro, 16 de agosto de 2022. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/collegiado-inicia-julgamento-de-processos-que-apuram-conflito-de-interesses-diluicao-injustificada-e-falhas-informacionais>. Acesso em: 21 dez. 2022.

⁴⁰ A alteração do entendimento da CVM, com a mudança da interpretação da regra do art. 115, § 1º, não se justifica com base em modificação no ambiente externo, como por exemplo o aperfeiçoamento do sistema de *enforcement* privado no Brasil. Trata-se de alternância de entendimento decorrente da alteração da composição do Colegiado.

relevância das TPRs para a determinação da submissão ou não à assembleia geral⁴¹. Com a alteração promovida na MP pelo Projeto de Lei de Conversão, retirou-se da alçada do órgão regulador a determinação da relevância das TPRs, e se fixou, na própria Lei, o critério de submissão dessas transações à assembleia geral.

Tal critério fixado em Lei - transações que representem 50% ou mais dos ativos da companhia – torna, porém, a regra de submissão obrigatória de TPRs à assembleia geral pouco eficaz⁴², sendo esperado que um número bastante reduzido de hipóteses atenda ao critério de relevância estabelecido na Lei.

4. Governança regulatória.

O objetivo regulatório do diploma legal em questão, no tocante ao capítulo relativo à “proteção de acionista minoritário” é o desenvolvimento do mercado de capitais.

Sob a ótica da teoria do *Law and Finance*, regras legais protetivas de acionistas minoritários são fundamentais para o desenvolvimento do mercado de capitais. Ou seja, para essa teoria há uma correlação positiva entre a proteção de acionistas minoritários e o desenvolvimento do mercado de capitais.

Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer e Robert Vishny publicaram diversos artigos nos quais analisam regras legais que consideram críticas para a qualidade dos direitos dos investidores e apresentam evidências empíricas de que essas regras protetivas dos investidores têm impacto no desenvolvimento do mercado financeiro e de capitais⁴³.

Em outro artigo, *Law and Economics of Self Dealing*, os mesmos autores se utilizam de uma transação hipotética entre duas companhias sob controle comum para analisar empiricamente como cada país pesquisado regula uma tal transação e concluem que nas situações de TPRs a regulação estatal tem um papel central, notadamente em relação às matérias

⁴¹ O critério de relevância das TPRs é estabelecido pela CVM para o efeito do comunicado obrigatório sobre transações entre partes relacionadas, previsto no Anexo F da Resolução CVM N° 80, de 29 de março de 2022 e, mais recentemente, para o exercício do voto plural (art. 45-A).

⁴² O critério estabelecido pela CVM, tanto para determinar a divulgação obrigatória das TPRs como para o não exercício do voto plural é mesmo: transações que superem o valor que supere 50 milhões de reais ou 1% do ativo total do emissor/ou em razão de características, natureza e extensão do interesse pessoal na TPR. Como se nota, infinitamente distante do critério estabelecido na Lei n° 14.495/2021.

⁴³ BLACK, Bernard S. *Legal and Institutional Preconditions for Strong Securities Markets, the [article]*. UCLA Law Review. Issue 4, 781, 2000. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=182169. Acesso em: 17 out. 2021.

GORGA, Érica. *Direito Societário Atual*. São Paulo: Elsevier, 2013, p. 89-90.

que devem ser levadas à assembleia geral e para dispor que o acionista ou administrador conflitado não deve exercer o seu direito de voto, ainda que o conflito seja potencial (conflito formal)⁴⁴:

Perhaps the most basic conclusion from the data is that *laissez-faire*—the strategy of no public involvement at all—does not lead to more developed financial markets. The public sector clearly has a central role to play, but principally as the designer of the rules of the game, which are then enforced by private action.

(...)

To avoid self-dealing, however, it appears best to rely on extensive disclosure, approval by disinterested shareholders, and private enforcement.

O Novo Mercado, de outra parte, foi criado por agentes privados, estando no campo da autorregulação (contratual) e pode-se dizer que exerceu papel relevante no que tange ao desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, em razão da adesão maciça das companhias listadas na B3 ao segmento diferenciado que ostenta regras mais rígidas de proteção dos investidores, seja no campo informacional⁴⁵, no campo patrimonial⁴⁶ ou da governança⁴⁷ das companhias que aderem a este segmento.

Conforme apontado no item 2, as regras do Novo Mercado no que tange a TPRs não estabelecem a priori que essas transações terão que ser submetidas à assembleia geral, nem que o acionista ou administrador conflitado estarão impedidos de votar, conferindo à própria companhia, por meio de seus órgãos, liberdade para dispor sobre o mecanismo de controle destas transações.

A Lei nº 14.195/2021, porém, estipulou a obrigatoriedade de submissão de TPRs à assembleia geral, condicionada a critério de eficácia duvidosa. Os dois instrumentos regulatórios (Lei e Regras de Listagem) se complementam, porém, regras legais cogentes irão sempre preponderar, como é o caso da regra que determina que TPRs devam ser submetidas à assembleia geral. Isto porque as regras de listagem, por serem contratuais, são hierarquicamente inferiores a normas legais cogentes.

⁴⁴ DJANKOV, S. *et al.*. *The Law and economics of self-dealing*. Journal of Financial Economics, nº 88, 2008. Disponível em: <https://dash.harvard.edu/bitstream/handle/1/2907526/selfdeal.may17.jfe.pdf>. Acesso em: 20 dez. 2022.

⁴⁵ As companhias listadas no Novo Mercado devem divulgar: política de remuneração, política de indicação de membros do conselho de administração, comitês de assessoramento e diretoria estatutária; política de gerenciamento de riscos; política de transações entre partes relacionadas e política de negociação de valores mobiliários, além de código de conduta com conteúdo mínimo.

⁴⁶ O Regulamento do Novo Mercado prevê direito de *tag along* de 100% para as ações ordinárias, enquanto a Lei Societária prevê o direito de *tag along* de 80%. (Art. 254-A, da Lei Societária) e após a reforma de 2018, o quórum da OPA de Saída do Novo Mercado para 50%.

⁴⁷ As companhias listadas no Novo Mercado obrigatoriamente devem ter em sua estrutura comitê de auditoria, contar com área de auditoria interna e implementar funções de *compliance* controles internos e riscos corporativos.

Contudo, conforme visto anteriormente, tanto a alteração da regra que estabelecia a modulação, pela CVM, dos critérios de relevância para a submissão de TPRs para um critério fixo e de difícil alcance, quanto a decisão do órgão regulador, alteraram significativamente o objetivo almejado pela MP 1.040/2021, de submeter essas transações à aprovação dos acionistas minoritários.

Nessa linha, é preciso notar que ainda que *não* houvesse a modificação da MP 1.040/2021 pelo Projeto de Lei de Conversão, a mudança na interpretação da regra do artigo 115, §1º, da Lei nº 6.404/1976, quanto à possibilidade de exercício de direito de voto por acionistas com interesse na deliberação, restringiria o alcance da alteração legal promovida pela MP 1.040/2021 e, conseqüentemente, o objetivo consignado na Exposição de Motivos.

Conclui-se, assim, com base na redação do artigo 122, inciso X, combinado com o artigo 115, § 1º e considerando o novo posicionamento do órgão regulador, que além de serem raros os casos de submissão obrigatória de TPRs à assembleia geral, tendo em vista o critério de relevância estabelecido pela Lei Societária, a priori não é aplicável regra de impedimento de voto do acionista em deliberações que tenha interesse direto ou indireto.

5. Conclusão.

O segmento de listagem do Novo Mercado, que tem regras diferenciadas de governança corporativa e confere maior proteção aos investidores, se tornou o mais acessado pelas companhias abertas, superando os outros segmentos, tanto em números absolutos quanto em volume de negociação. Tanto a sua criação, quanto as reformas por que passou, foram precedidas de longo e amplo debate, efetivado por meio de consultas públicas, audiências públicas e audiências restritas, que contaram com a contribuição de participantes do mercado, nas esferas pública e privada.

Contudo, não se deve descartar o papel da regulação estatal (Lei) no desenvolvimento do mercado de capitais. Porém, qualquer alteração da Lei Societária, notadamente aquelas que tenham por objetivo promover mudança estrutural nos padrões de comportamento exigidos de administradores e acionistas ou de regras que influenciem diretamente tal comportamento, deve ser objeto de amplo debate, o que parece ser incompatível com os prazos exíguos de tramitação de medidas provisórias.

Além de as reformas na Lei Societária não se enquadrarem, ordinariamente, em matérias de relevância e urgência que justificam a edição de medidas provisórias, a incompatibilidade com os prazos exíguos de tramitação, anteriormente referido, pode ser inferida se comparada com os prazos mais extensos que são observados nas reformas que foram promovidas no Regulamento do Novo Mercado.

Além disso, mudanças de interpretação de regras legais que sejam feitas pelo órgão regulador podem ter o efeito de retirar ou restringir os objetivos pretendidos pelo legislador, notadamente quando se trata de conceitos abertos e controvertidos como é o caso do conceito de conflito de interesses. Este ponto reforça a importância de ampliar o debate sobre possíveis modificações da redação do artigo 115, §1º para definir como deve ocorrer a apuração do conflito de interesse no direito societário brasileiro, para que a questão não fique sujeita a interpretações que se alternam de tempos em tempos, em razão de modificações na composição do colegiado do órgão regulador.

Pode-se, assim, considerar que os objetivos regulatórios buscados com a edição da MP 1.040/2021 não foram atingidos, por duas razões: a primeira delas consiste no fato de que parcela significativa das empresas listadas na B3 já adotam regras sobre a composição do conselho de administração com membros independentes e quanto à vedação da acumulação de cargo de presidente do conselho de administração com o de diretor presidente; e a segunda liga-se ao fato de que a fixação de regra geral para submissão de transações entre partes relacionadas à assembleia geral restou enfraquecida como mecanismo de proteção, seja pela alteração promovida na MP 1.040/2021, no âmbito do Projeto de Lei de Conversão, seja em razão da alteração do entendimento do colegiado da CVM, para permitir que o acionista vote quando haja potencial conflito de interesse.

Ademais, o objetivo secundário da alteração da regra societária, que segundo a exposição de motivos era melhorar a posição do Brasil no ranking do relatório do *Doing Business*, não foi atingido primordialmente pelo fato de o referido relatório ter sido descontinuado pouco tempo depois, como amplamente noticiado⁴⁸.

⁴⁸ After data irregularities on *Doing Business 2018* and *2020* were reported internally in June 2020, World Bank management paused the next *Doing Business* report and initiated a series of reviews and audits of the report and its methodology. Read the full statement released by the World Bank Group on the *Doing Business* report. the WORLD BANK GROUP. *Doing Business report*. World Bank Group. Disponível em: <https://archive.doingbusiness.org/en/doingbusiness>. Acesso em: 20 dez. 2022.

Referências.

ARAGÃO, Paulo Cezar. *Apontamentos sobre Desvios no Exercício do Direito de Voto: Abuso de Direito, Benefício Particular e Conflito de Interesses*. In: CASTRO, Rodrigo Monteiro de. *Direito Empresarial e Outros Estudos de Direito em Homenagem ao Professor José Alexandre Tavares Guerreiro*. São Paulo: Quartier Latin, 2013.

BLACK, Bernard S. *Legal and Institutional Preconditions for Strong Securities Markets, the [article]*. *UCLA Law Review*. Issue 4, 781, 2000. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=182169. Acesso em: 17 out. 2021.

BRASIL. B3. *B3 apresenta propostas finais dos regulamentos do Novo Mercado e Nível 2 que serão submetidas à Audiência Restrita*. B3. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/noticias/regulamentos-do-novo-mercado-e-nivel-2.htm. Acesso em: 5 jan. 2023.

BRASIL. B3. *Companhias aprovam o Regulamento do Novo Mercado*. B3. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/noticias/segmentos-especiais-8AE490CA646C8899016484939FA03BEC.htm. Acesso em: 5 jan. 2023.

BRASIL. B3. *Ofício DRE, de 3 Out. 2017*. Disponível em: <file:///C:/Users/renat/Dropbox/PC/Downloads/Oficio-DRE-Implantacao-do-Novo-Mercado.pdf>. Acesso em: 10 jan. 2023.

BRASIL. B3. *Regulamento de listagem do Novo Mercado*. B3. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/segmentos-de-listagem/novo-mercado/. Acesso em: 02 fev. 2023.

BRASIL. Câmara dos Deputados. *Emenda à MP n. 1040/2021*. Disponível em: <https://legis.senado.leg.br/sdleg-getter/documento?dm=8948534&ts=1652228226288&disposition=inline&ts=1652228226288>. Acesso em: 28 jan. 2023.

BRASIL. Câmara dos Deputados. *Projeto de Lei de Conversão n. 15/2021*. Disponível em: <https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=2275840>. Acesso em: 10 jan. 2023.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Decisão do Colegiado de 05/09/2017*. CVM. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2017/20170905_R1/20170905_D0791.html. Acesso em: 10 jan. 2023.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Decisão do Colegiado. Processo CVM nº RJ 2009/1379*. Rio de Janeiro, 9 de setembro de 2010. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/decisoes/2010/20100909_R1/20100909_D09.html. Acesso em: 10 jan. 2023.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Decisão do Colegiado. Processo CVM nº 19957.003175/2020-50*. Rio de Janeiro, 16 de agosto de 2022. Disponível em:

<https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/collegiado-inicia-julgamento-de-processos-que-apuram-conflito-de-interesses-diluicao-injustificada-e-falhas-informacionais>. Acesso em: 21 dez. 2022.

BRASIL. Presidência da República. Casa Civil. *EMI nº 00049/2021 ME AGU MJSP MME SG*, Data: 18 mar. 2021.

BRASIL. Presidência da República. *Mensagem nº 1.213, de 31 de outubro de 2001*. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/Mensagem_Veto/2001/Mv1213-01.htm. Acesso em: 28 jan. 2023.

CAMARGO, André Antunes Soares de. *Transações entre partes relacionadas: um desafio regulatório complexo e multidisciplinar*. 3. ed. São Paulo: Almedina, 2016.

CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. v. II. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 2008.

DJANKOV, S. *et al.*. *The Law and economics of self-dealing*. *Journal of Financial Economics*, nº 88, 2008. Disponível em: <https://dash.harvard.edu/bitstream/handle/1/2907526/selfdeal.may17.jfe.pdf>. Acesso em: 21 dez. 2022.

EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S.A. Comentada*. v. I. São Paulo: Quartier Latin, 2011.

ENRIQUES, Luca *et al.*. *Related party-transactions*. In: KRAAKMAN, Reinier *et al.*. *The Anatomy of Corporate Law: a comparative and functional approach*. 3. ed. Oxford University Press, 2017.

ENRIQUES, Lucas; TROGER, Tobias. *The Law and (some). Finance of Related Party Transactions: An Introduction*. In: ENRIQUES, Lucas; TROGER, Tobias H. *The Law and Finance of Related Party Transactions*. H. Cambridge University Press, 2019.

FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *Conflito de Interesse nas Assembléias de S.A.* São Paulo: Malheiros, 1993.

GILSON, R. J.; HANSMANN, H.; PARGENDLER, M. *Regulatory Dualism as a Development Strategy: Corporate Reform in Brazil, the United States, and the European Union*. *Stanford Law Review*, [s. l.], v. 63, n. 3, p. 475-538, 2011. Disponível em: <https://search-ebshost-com.sbproxy.fgv.br/login.aspx?direct=true&AuthType=ip,uid&db=edshol&AN=edshol.hein.journals.stflr63.17&lang=pt-br&site=eds-live>. Acesso em: 13 dez. 2022.

GORGA, Érica. *Direito Societário Atual*. São Paulo: Elsevier, 2013.

GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *Conflitos de Interesse entre Sociedades Controladora e entre Coligadas, no Exercício de voto em Assembléias Gerais e reuniões sociais*. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo, a. 22, n. 51.

_____. *Conflitos de Interesse entre Sociedade Controladora e entre Coligadas, no Exercício de voto em Assembléias Gerais e reuniões sociais*. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo, a. 22, n. 51, jul./set., 1983.

HART, Oliver; ZINGALES, Luigi. *The New Corporate Governance*. Scholars Harvard. Disponível em: https://scholar.harvard.edu/sites/scholar.harvard.edu/files/hart/files/hart-zingales_august_2022.pdf. Acesso em: 28 abr. 2023.

IBGC. *Flavia Mouta entrevista sobre IPO*. Ibgc.org. Disponível em: <https://ibgc.org.br/blog/Flavia-Mouta-entrevista-sobre-IPO4/>~2r. Acesso em: 05 nov. 2022.

LA PORTA, Rafael *et al.*. *Law and Finance*. The Journal of Political Economy. v. 106, Issue 6. Dec, 1998. Disponível em: <https://www-jstor-org.sbproxy.fgv.br/stable/pdf/10.1086/250042.pdf?refreqid=excelsior%3A9c387756b08200e17a6d1c95fbeb586a>. Acesso em: 05 dez. 2022.

LAMY FILHO, Alfredo. *Temas de S.A.: exposições e pareceres*. Rio de Janeiro: Renovar, 2007.

MARCELLA, Blok. *Conflito de interesses nas sociedades anônimas: critério de apuração formal ou substancial?* In: Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. Malheiros: São Paulo, v. 153-154, jan./ 2010.

ROCK, Edward B. *Majority of the Minority Approval in a world of Active Shareholders*. In: ENRIQUES, Lucas; TROGER, Tobias H. *The Law and Finance of Related Party Transactions*. Cambridge University Press, 2019.

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

SANTANA, Maria Helena *et al.*. *Novo Mercado and Its Followers: Case Studies in Corporate Governance Reform*. 2008. B3. Disponível em: https://www.b3.com.br/data/files/2C/46/8A/B7/88337610515A8076AC094EA8/Focus%205_Capitulo%20Novo%20Mercado%20_IFC%202008_.pdf. Acesso em: 05 dez. 2022.

SHALAL, Andrea; LAWDER, David. *Banco Mundial encerra relatório 'Doing Business' após investigação citar "pressão indevida" sobre classificação da China*. UOL. Disponível em: <https://noticias.uol.com.br/ultimas-noticias/reuters/2021/09/16/banco-mundial-encerra-relatorio-doing-business-apos-investigacao-citar-pressao-indevida-sobre-classificacao-da-china.htm?cmpid=copiaecola>. Acesso em: 10 out. 2021.

VAN DER ELST, Christoph. *Shareholder Rights and Shareholder Activism: The role of the General Meeting of Shareholders*. ECGI – Law Working Paper n° 188/2012. Disponível em: <file:///C:/Users/renat/Downloads/SSRN-id2017691.pdf>. Acesso em: 19 dez. 2022.

WORLD BANK GROUP. *Doing Business report*. World Bank Group. Disponível em: <https://archive.doingbusiness.org/en/doingbusiness>. Acesso em: 20 dez. 2022.

Recebido em: 10/05/2023
Aprovado pelo Conselho Editorial da Revista