



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

EXTRATO DE SESSÃO DE JULGAMENTO

DO PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM nº 19957.003052/2018-02 (RJ2018/2150) *

*** Sessão realizada exclusivamente por videoconferência, na forma da Deliberação CVM nº 855, de 30 de abril de 2020.**

Data do julgamento: 23/06/2020

Relator: Diretor Henrique Machado

Acusados:

Emílio Salgado Filho

Paulo Cesar Peixoto de Castro Palhares

Ementa: Responsabilidade de administradores e acionistas da GPC Participações S.A. - Em recuperação judicial pelo exercício irregular do direito de voto na deliberação sobre as suas próprias contas, o relatório de administração e as demonstrações financeiras. Infração aos artigos 115, § 1º, e 134, § 1º, da Lei nº 6.404/76. Multas.

Decisão: Vistos, relatados e discutidos os autos, o Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários, com base na prova dos autos e na legislação aplicável, **por unanimidade** de votos, decidiu:

(i) Pela condenação de **Paulo Cesar Palhares**, na qualidade de presidente do conselho de administração da GPC, à penalidade de **multa pecuniária no valor de 350.000,000 (trezentos e cinquenta mil reais)**, por infração aos artigos 115, § 1º, e 134, § 1º, da Lei nº 6.404/1976, ao votar, indiretamente, pela aprovação das suas contas e das demonstrações financeiras como administrador da Companhia referente ao exercício de 2016.

(ii) Pela condenação de **Emílio Salgado**, na qualidade de membro do conselho de administração e diretor da GPC, à penalidade de **multa pecuniária no valor de 350.000,000 (trezentos e cinquenta mil reais)**, por infração aos artigos 115, § 1º, e 134, § 1º, da Lei nº 6.404/1976, ao votar, indiretamente, pela

aprovação das suas contas e das demonstrações financeiras como administrador da Companhia referente ao exercício de 2016.

O Presidente da CVM, Marcelo Barbosa, em sua manifestação, concordou com as conclusões do Diretor Relator Henrique Machado, porém fez ressalvas quanto à fundamentação adotada, especificamente sobre a conclusão de que a constituição de usufruto sobre as ações de acionistas administradores não poderia afastar o impedimento de voto previsto nos arts. 115, § 1º, e 134, § 1º, da Lei 6.404/76.

A Diretora Flávia Perlingeiro também acompanhou as conclusões do voto do Diretor Relator e, em sua manifestação, destacou divergências com relação a alguns aspectos tratados ao longo do voto do Diretor Relator.

Os acusados punidos terão um prazo de 30 dias, a contar da comunicação da decisão da CVM, para interpor recurso voluntário ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional, nos termos do art. 70 da Instrução CVM nº 607/19.

Presentes os advogados René Mostardeiro Brunet e Eduardo Mattar, representantes de Luiz Fernando Cerne Lima e Paulo Cesar Peixoto de Castro Palhares.

Presente a Procuradora Luciana Dyer, representante da Procuradoria Federal Especializada da CVM.

Participaram da Sessão de Julgamento os Diretores Flávia Sant'Anna Perlingeiro, Henrique Balduino Machado Moreira e o Presidente da CVM, Marcelo Barbosa, que presidiu a Sessão.

O Diretor Gustavo Machado Gonzalez não participou da sessão.



Documento assinado eletronicamente por **Marcelo Santos Barbosa, Presidente**, em 03/08/2020, às 10:48, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Flavia Martins Sant Anna Perlingeiro, Diretor**, em 03/08/2020, às 20:54, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Henrique Balduino Machado Moreira, Diretor**, em 06/08/2020, às 15:49, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



A autenticidade do documento pode ser conferida no site https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, informando o código verificador **1064640** e o código CRC **1B5D3E86**.

This document's authenticity can be verified by accessing



https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, and typing the "Código Verificador" **1064640** and the "Código CRC" **1B5D3E86**.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº RJ2018/2150

(Processo Eletrônico nº SEI 19957.003052/2018-02)

Reg. Col. nº 1154/18

Acusados:

Emílio Salgado Filho

Paulo Cesar Peixoto de Castro Palhares

Assunto:

Apurar a responsabilidade de administradores e acionistas da GPC Participações S.A. - Em recuperação judicial, pelo eventual descumprimento aos artigos 115, § 1º, e 134, § 1º, da Lei nº 6.404/76, em decorrência do exercício irregular do direito de voto na deliberação sobre as suas próprias contas, o relatório de administração e as demonstrações financeiras.

Diretor Relator:

Henrique Machado

RELATÓRIO

I. OBJETO E ORIGEM

1. Trata-se de processo administrativo sancionador (“PAS”) instaurado pela Superintendência de Relações com Empresas (“SEP” ou “Acusação”) com objetivo de apurar a responsabilidade de Emílio Salgado Filho (“Emílio Salgado”) e Paulo Cesar Peixoto de Castro Palhares (“Paulo Cesar Palhares” e, em conjunto com Emílio Salgado, “Acusados”), na qualidade de acionistas e administradores da GPC Participações Especiais – Em recuperação judicial (“GPC” ou “Companhia”), pela utilização irregular de ações de sua propriedade para aprovação de suas próprias contas, do relatório de administração e das demonstrações financeiras relativas ao exercício social findo em 31.12.2016.

2. Este PAS é oriundo do Processo CVM nº SEI 19957.010243/2017-31, que tratou da investigação de eventuais irregularidades ocorridas na assembleia geral ordinária e extraordinária da Companhia realizada em 28.04.2017 (“AGOE 2017”),



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
www.cvm.gov.br

apontadas em reclamação protocolada nesta autarquia pelo investidor S. I. L. (“Reclamante”).

3. O Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2017/1158¹, conexo a esse feito e que está sendo julgado nesta mesma data, analisa a responsabilidade dos Acusados por condutas da mesma natureza, mas relacionadas à aprovação de suas próprias contas, do relatório de administração e das demonstrações financeiras referentes ao exercício social de 2015.

II. ACUSAÇÃO

4. Em 02.04.2018, a SEP apresentou Termo de Acusação², destacando, preliminarmente, algumas questões referentes à composição acionária da GPC e ao acordo de votos celebrado por um grupo de acionistas da Companhia, as quais serão melhor descritas no presente tópico, de modo a facilitar a compreensão da acusação formulada.

5. A SEP aponta que a base acionária da GPC era composta por um bloco majoritário, detentor de pouco menos de 40% do capital votante da Companhia, formado por pessoas signatárias de um acordo de acionistas (“Acordo de Acionistas” ou “Acordo”) e unidas entre si por vínculos familiares, do qual faziam parte os conselheiros Emílio Salgado e Paulo Cesar Palhares (titulares, em conjunto, de 31.134.567 ações, representativas de 8,7% do capital ordinário da Companhia). A Reclamante, por sua vez, era detentora de participação próxima ao bloco majoritário, porém não suficiente para prevalecer sobre esse grupo nas deliberações das assembleias gerais.

6. Dentre outras questões, o referido Acordo de Acionistas regulava os procedimentos de voto a serem seguidos em deliberações da Companhia, destacando-se os seguintes trechos:

Cláusula Terceira:

“Previamente a toda e qualquer Assembleia Geral da Companhia, deverá ser realizada reunião (“Reunião Prévia”) para estabelecer o sentido do voto uniforme a ser proferido. Idêntico procedimento será adotado previamente às reuniões do Conselho de Administração se qualquer de seus membros eleitos pelo Bloco de Controle assim o requerer.

(...)

Parágrafo Quarto:

¹ Processo nº SEI 19957.002277/2017-52.

² Doc. SEI 0476295.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

Se, em matéria a ser apreciada em Reunião Prévia, verificar-se conflito de interesses ou outra situação que legalmente imponha abstenção do voto conferido por Ações Vinculadas, caberá ao participante deste Acordo sujeito ao impedimento explicitá-lo e ressaltá-lo na Reunião Prévia; nessa hipótese, as respectivas Ações Vinculadas não terão voto na Reunião Prévia e não comporão o Bloco de Controle na Deliberação da matéria em que verificado o conflito.”

Cláusula Quinta:

“Todos os participantes deste Acordo, ainda que não tenham comparecido à Reunião Prévia ou nela se tenham absterido de votar, estarão obrigados a (i) somente votar e admitir o voto de seus representantes, ou dos administradores eleitos pelo voto das Ações Vinculadas, conforme o disposto neste Acordo, (ii) exercer e fazer com que seja exercido o voto que lhes caiba, e aos administradores eleitos pelo voto das Ações Vinculadas e (iii) substituir, revertendo-lhe o voto, o administrador que em seu voto deixe de observar as diretrizes e recomendações emanadas de Reunião Prévia.

Parágrafo Único:

De forma a assegurar a eficácia do aqui disposto, os participantes deste Acordo obrigam-se, por si e sucessores, cada qual a comparecer às Assembleias Gerais da Companhia e a nelas votar uniformemente conforme o aprovado nas Reuniões Prévias, nomeando-se desde logo, reciprocamente, para o caso de não comparecimento de qualquer deles, procuradores uns dos outros para a representação dos outorgantes ausentes em tais Assembleias, com poderes para votar conforme o sentido uniforme aprovado na Reunião Prévia, mandato esse que se considerará instrumentado com o presente, sem prejuízo da assinatura de procuração com iguais poderes, a ser renovada a cada ano.”

7. Nesse cenário, a SEP registrou o seu entendimento de que a prerrogativa dos signatários do Acordo de Acionistas de realizarem reunião prévia para fins de instrução de voto nas matérias a serem deliberadas na AGO não poderia afastar a vedação contida no art. 115, §1º, c/c 134, §1º, da Lei nº 6.404/76.

8. Não obstante as justificativas apresentadas pela Companhia, no sentido de que as ações foram “carregadas” por força da instrução de voto aprovada pelos acionistas presentes na reunião prévia, especialmente se considerada a ausência dos acionistas administradores à referida reunião prévia e à assembleia, a SEP argumentou que tal ausência não afasta a incidência do impedimento de voto e não permite que as ações desses administradores compoam o bloco de ações vinculadas na deliberação



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

sobre as suas próprias contas, o relatório de administração e as demonstrações financeiras relativas ao exercício social de 2016.

9. Na visão da Acusação, *“se tal estratégia pudesse prevalecer [...], seria muito conveniente a qualquer acionista em situação de impedimento de voto outorgar procurações a pessoas próximas para que estas pudessem se posicionar pela aprovação das matérias nas quais o acionista estivesse obrigado a se abster”*.

10. A SEP consignou que, no caso em tela, restou comprovado que as ações vinculadas aos acionistas administradores não foram determinantes para a aprovação da matéria. Sobre esse ponto, registrou que, se subtraídos os votos referentes às ações ordinárias detidas por Paulo Cesar Palhares e Emílio Salgado (510.403 ações), o resultado da deliberação não teria sido alterado, conforme o quadro demonstrativo abaixo:

Com os votos dos administradores						
Votos	A Favor	%	Contra	%	Abstenção	%
		3.116.634	58,37%	2.191.847	41,05	30.963
Sem os votos dos administradores						
Votos	A Favor	%	Contra	%	Abstenção	%
		2.606.231	48,81	2.191.847	41,05	541.366

11. Não obstante, asseverou que *“é possível que se pondere a relevância das ações impedidas para a aprovação da deliberação, mas não é possível que tal conduta irregular possa ser desconsiderada por tal motivo”*, pois *“não se discute a validade da deliberação tomada, mas sim o padrão de conduta seguido por participantes de mercado regulado pela CVM”*.

12. Por fim, a área técnica salientou que a distinção conceitual acerca das contas e das demonstrações financeiras não traz maiores repercussões no caso concreto, na medida em que a aprovação dessas matérias no âmbito da AGOE 2017 ocorreu em item único da ordem do dia.

13. Diante do exposto, a Acusação concluiu que a contabilização das ações detidas pelos acionistas administradores no bloco de ações vinculadas por Acordo de Acionistas e, conseqüentemente, na deliberação da AGOE 2017 sobre as suas próprias contas, o relatório de administração e as demonstrações financeiras relativas ao exercício social encerrado em 31.12.2016, configura infração aos art. 115³, § 1º, c/c 134⁴, § 1º, ambos da Lei nº 6.404/76.

³ “Art. 115. O acionista deve exercer o direito a voto no interesse da companhia; considerar-se-á abusivo o voto exercido com o fim de causar dano à companhia ou a outros acionistas, ou de obter, para si ou



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

III. DA MANIFESTAÇÃO DA PFE

14. Em 25.04.2018, a Procuradoria Federal Especializada junto à CVM (“PFE”) proferiu parecer⁵ no sentido de que a peça acusatória preenche os requisitos constantes dos artigos 6º e 11, da então vigente Deliberação CVM nº 538/2008 (“DCVM 538/2008”)⁶.

IV. DEFESAS

15. Devidamente intimados⁷, os acusados solicitaram e obtiveram prorrogação do prazo de defesa até 27.07.2018⁸ e apresentaram tempestiva defesa conjunta.

16. Inicialmente, antes de adentrar no mérito, os Acusados relataram o histórico da participação do Reclamante no capital social da Companhia, destacando que o seu ingresso se deu por meio de sucessivas aquisições realizadas após a divulgação de fato relevante informando a respeito do deferimento do pedido de recuperação judicial da Companhia, e que teria por objetivo a assunção do controle societário da GPC. Argumentaram que a atuação do Reclamante e seus indicados nos Conselhos de Administração e Fiscal seria contrária aos interesses da Companhia e já teria sido inclusive objeto de reclamação na CVM (Processo SEI 19957.009380/2016-42), submetida pela Companhia em 07.12.2016. Nesse contexto, a reclamação teria sido protocolada como um meio de prejudicar os acionistas e administradores da GPC e possibilitar a tomada de controle da Companhia pelo Reclamante.

17. Em relação à utilização das ações de sua titularidade para aprovação de suas próprias contas, do relatório de administração e das demonstrações financeiras relativas ao exercício social findo em 31.12.2016, argumentaram, em síntese, que:

- (i) por ocasião da AGOE 2017, a totalidade das ações de sua propriedade estavam gravadas com usufruto sobre o direito de voto, conforme Instrumentos Particulares de Constituição de Usufruto datados de

para outrem, vantagem a que não faz jus e de que resulte, ou possa resultar, prejuízo para a companhia ou para outros acionistas. § 1º o acionista não poderá votar nas deliberações da assembléia-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.”

⁴ “Art. 134. Instalada a assembléia-geral, proceder-se-á, se requerida por qualquer acionista, à leitura dos documentos referidos no artigo 133 e do parecer do conselho fiscal, se houver, os quais serão submetidos pela mesa à discussão e votação. § 1º Os administradores da companhia, ou ao menos um deles, e o auditor independente, se houver, deverão estar presentes à assembléia para atender a pedidos de esclarecimentos de acionistas, mas os administradores não poderão votar, como acionistas ou procuradores, os documentos referidos neste artigo.”

⁵ Doc. SEI 0503528.

⁶ Revogada pela Instrução CVM nº 607, de 17.06.2019.

⁷ Docs. SEI 0515173 e 0515174.

⁸ Doc. SEI 0527856.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
www.cvm.gov.br

- 17.11.2015 e registrados no Registro de Títulos e Documentos em 25.11.2015 (“Usufruto”)⁹. Desse modo, nos termos dos referidos instrumentos, caberia aos usufrutuários, e não aos Acusados, o pleno gozo do direito de voto, de forma autônoma e independente, inclusive para a aprovação de contas e demonstrações financeiras¹⁰;
- (ii) o impedimento de voto constante do art. 115, § 1º, c/c 134, § 1º, da Lei nº 6.404/1976, não poderia ser transferido aos usufrutuários, porquanto configura restrição de direito e, nesse sentido, não pode ser objeto de interpretação extensiva. Sustentam que *“caso o legislador quisesse privar o acionista-usufrutuário de ações na hipótese dos artigos 115, § 1º e 134, § 1º, da Lei nº 6.404/76 tal vedação deveria ser expressa, sob pena de retirar do usufrutuário de direitos políticos sua livre manifestação de voto”*;
 - (iii) a constituição do Usufruto não teria por objetivo a aprovação das contas e demonstrações financeiras de 2015, mas sim *“dar maior liberdade à atuação dos Acusados enquanto administradores da Companhia”* para que *“não houvesse a preocupação de que um acionista oportunista pudesse manobrar para distorcer fatos ou criar conflitos e ilações [...] e, com isso, prejudicar a votação de temas gerais da Companhia”*;
 - (iv) o cômputo dos votos inerentes às ações de sua propriedade foi irrelevante para a aprovação de suas próprias contas, do relatório de administração e das demonstrações financeiras relativas ao exercício de 2016;
 - (v) a proibição de voto estabelecida no art. 115, § 1º, c/c 134, § 1º, da Lei nº 6.404/1976 trata, apenas, das contas da administração, não se estendendo às demonstrações financeiras. Argumentaram os Acusados que as contas dos administradores envolvem fatores subjetivos, como a avaliação e desempenho da administração, enquanto as demonstrações financeiras envolvem apenas aspectos objetivos, que simplesmente espelham a situação financeira da companhia em dado momento. Assim, os Acusados poderiam

⁹ Foram anexados à defesa três instrumentos particulares de constituição de usufruto, todos datados de 17.11.2015 e registrados no Registro de Títulos e Documentos em 25.11.2015. O primeiro deles tem por objeto a constituição de usufruto sobre uma parcela, correspondente a 25.827.623 ações, da participação acionária detida por Paulo Cesar Palhares no capital da GPC, e tem como outorgados seus filhos P.C.P.C.P.F., J.P.P.C.P. e A.P.V., na proporção de aproximadamente um terço para cada. O segundo instrumento de usufruto é firmado entre as mesmas partes que o primeiro, e tem por objeto a constituição de usufruto sobre a parcela remanescente, correspondente a 3.803.630 ações, da participação acionária detida por Paulo Cesar Palhares no capital da Companhia. Por sua vez, o terceiro instrumento tem por objeto a constituição de usufruto sobre a totalidade da participação acionária detida por Emilio Salgado no capital da Companhia, correspondente a 1.503.314 ações, e tem como outorgada M.H.P.S..

¹⁰ Embora no instrumento tenham sido pactuadas algumas exceções em que o direito de voto deveria ser exercido em conjunto pelos outorgantes e pelos usufrutuários, a aprovação de contas e de demonstrações financeiras não era uma dessas hipóteses.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

ter votado nas demonstrações financeiras e demais documentos financeiros referentes ao exercício social de 2016, com exceção das contas da administração¹¹;

- (vi) a despeito disso, frisaram os Acusados que no caso em questão não teria ocorrido a aprovação de suas próprias contas, uma vez que o impedimento de voto constante da lei societária é personalíssimo e não se aplica aos signatários de acordo de voto, nem tampouco às ações de titularidade do acionista administrador, mas apenas ao exercício do direito de voto pelo acionista-administrador quanto à aprovação de suas próprias contas;
- (vii) os Acusados não participaram da formação da instrução de voto aprovada em reunião prévia, uma vez que não compareceram à referida reunião;
- (viii) os Acusados também não compareceram à AGOE 2016 na qualidade de acionistas, mas o Acusado Emilio Salgado compareceu apenas na qualidade de administrador para esclarecer dúvidas e questionamentos formulados pelos acionistas;
- (ix) da mesma forma, os usufrutuários também não compareceram à reunião prévia nem à AGOE 2016. Assim, também não teriam participado da formação da instrução de voto aprovada em reunião prévia e exercida na AGOE 2016;
- (x) eventual punição dos Acusados importaria em sancionar a forma pela qual foi externado o voto e não o mérito a respeito da existência ou não de conflito de interesses. Isso porque, “*se ao invés de os acionistas firmarem Acordo de Acionistas tivessem optado pela constituição de holding familiar, a aprovação das contas não estaria sendo questionada*”, uma vez que nessa hipótese “*a holding poderia votar carregando todas suas ações com direito a voto*”. Sobre esse ponto, sustentam que os signatários do Acordo de Acionistas votam de forma independente, e que, portanto, os acionistas administradores não exercem influência preponderante na reunião prévia¹²;
- (xi) o voto das ações de propriedade dos Acusados foi contabilizado por expressa disposição legal, constante do §9º do art. 118 da Lei nº 6.404/1976, que determina que os acionistas signatários de acordo votem com as ações do acionista que, vinculado ao acordo, esteja ausente; e

¹¹ No que concerne ao tema, compartilharam entendimento doutrinário de Ricardo Tepedino.

¹² De forma que não se poderia aplicar, no presente caso, o entendimento da CVM contido no PAS nº RJ2014/10060, segundo o qual incidiria o impedimento de voto nos casos em que o administrador votasse diretamente ou por meio de outro acionista sobre o qual exerça, em virtude de arranjo societário, influência preponderante.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

(xii) o acusado Paulo Cesar Palhares não seria mais acionista da Companhia, uma vez que teria alienado a totalidade de sua participação acionária em 03.05.2018.

18. Por fim, solicitaram que, em que pese os argumentos expostos acima, seja aplicada a penalidade de advertência caso a CVM conclua pela sua condenação, tendo em vista (i) que a suposta infração não causou dano à Companhia, aos acionistas e ao mercado, (ii) que a jurisprudência da CVM consolidou a advertência como penalidade em casos similares e (iii) a primariedade dos acusados.

19. Em sede de memoriais, os Acusados reafirmaram os argumentos expendidos na sua defesa, e argumentaram que, uma vez que o presente processo versa sobre conduta idêntica à tratada no PAS nº RJ2017/1158, eventual decisão condenatória deve considerar a hipótese de continuidade delitiva prevista no art. 71 do Código Penal, que determina a aplicação de uma única pena. Adicionalmente, em 17.06.2020, foram encaminhados à CVM, por mensagem eletrônica, os comprovantes de arquivamento dos instrumentos de usufruto perante o agente escriturador da Companhia, realizado em 24.11.2015.

V. DA DISTRIBUIÇÃO DO PROCESSO

20. Em reunião do Colegiado realizada em 11.09.2018, fui designado como relator deste processo (doc. SEI 0592296).

É o relatório.

Rio de Janeiro, 23 de junho de 2020.

HENRIQUE BALDUINO MACHADO MOREIRA
DIRETOR RELATOR



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM NºRJ2018/2150

(Processo Eletrônico nº SEI 19957.003052/2018-02)

Reg. Col. nº 1154/18

Acusados:

Emílio Salgado Filho

Paulo Cesar Peixoto de Castro Palhares

Assunto:

Apurar a responsabilidade de administradores e acionistas da GPC Participações S.A. - Em recuperação judicial, pelo eventual descumprimento aos artigos 115, § 1º, e 134, § 1º, da Lei nº 6.404/76, em decorrência do exercício irregular do direito de voto na deliberação sobre as suas próprias contas, o relatório de administração e as demonstrações financeiras (art. 115, § 1º, c/c 134, § 1º, da Lei 6.404/76).

Diretor Relator:

Henrique Machado

VOTO

I. DO OBJETO E DA PRELIMINAR DE MÉRITO

1. Trata-se de PAS¹ instaurado pela SEP com objetivo de apurar a responsabilidade de Emílio Salgado e Paulo Cesar Palhares, na qualidade de acionistas e administradores da GPC, pela utilização irregular de ações de sua propriedade para aprovação de suas próprias contas, do relatório de administração e das demonstrações financeiras relativas ao exercício social findo em 31.12.2016.

¹ Os termos iniciados em letra maiúscula utilizados neste voto que não estiverem nele definidos têm o significado que lhes for atribuído no relatório que o antecede (“Relatório”).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

II. MÉRITO

2. A infração identificada pela Acusação está relacionada à utilização irregular das ações de titularidade de Emílio Salgado e Paulo Cesar Palhares no bloco de ações vinculadas ao Acordo de Acionistas, em situação de conflito de interesses, implicando, portanto, violação aos arts. 115, §1º, c/c 134, §1º, da Lei nº 6.404/76.

3. Segundo a Acusação, o conflito seria caracterizado pelo fato de os referidos acionistas ocuparem cargos na administração da Companhia², o que ensejaria o seu impedimento de voto na deliberação sobre suas próprias contas, o relatório de administração e as demonstrações financeiras relativas ao exercício social de 2016.

4. A Acusação entendeu que as ações detidas pelos acionistas administradores não poderiam compor o bloco de ações vinculadas ao Acordo para fins de voto na referida deliberação, nem mesmo se considerada a ausência desses acionistas à reunião prévia e à assembleia, uma vez que a prerrogativa dos signatários do Acordo de Acionistas de realizarem reunião prévia para a instrução de voto nas matérias a serem deliberadas em assembleia não poderia afastar a vedação contida nos arts. 115, §1º, e 134, §1º, da Lei nº 6.404/76.

5. Para contestar a tese acusatória, entre outros argumentos subsidiários, a defesa de Emílio Salgado e Paulo Cesar Palhares argumentou que os administradores não participaram da formação da instrução de voto aprovada em reunião prévia. Pelo contrário, estariam desprovidos de qualquer direito de voto, uma vez que o pleno gozo de tal direito, em razão de usufruto constituído sobre a totalidade das ações de sua propriedade, caberia aos usufrutuários. Ademais, o cômputo de suas ações no bloco de ações vinculadas ao Acordo de Acionistas decorreria de expressa disposição legal, constante do §9º do art. 118 da Lei nº 6.404/1976, haja vista a ausência dos Acusados e dos usufrutuários à reunião prévia e à assembleia geral. Assim, não haveria como se verificar no caso concreto que os acionistas estariam atuando em causa própria, elemento essencial para a caracterização do conflito.

6. Ainda consoante alegam os Acusados, mesmo que se entenda pela proibição de seu direito de voto, tal vedação deveria alcançar apenas as contas da administração, não se estendendo às demonstrações financeiras.

7. Para facilitar o encadeamento das questões relevantes para a presente análise, examinarei, primeiro, o instituto do usufruto e suas repercussões no caso concreto e, na sequência, abordarei os balizamentos do §9º do art. 118 da Lei nº 6.404/76 nas situações de conflito de interesses. Por fim, analisarei a extensão da proibição de voto estabelecida nos artigos 115, § 1º, e 134, § 1º, da Lei nº 6.404/1976.

² À época dos fatos, o acusado Paulo Cesar Palhares era presidente do conselho de administração da Companhia, ao passo que Emílio Salgado era membro do conselho de administração e diretor da GPC.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

II.1. DO REGIME JURÍDICO DO USUFRUTO E SUA APLICAÇÃO NO CASO CONCRETO

8. Em primeiro lugar, vale ressaltar que não há dúvida de que a Lei nº 6.404/76 proíbe o acionista de votar, como acionista ou procurador, na deliberação de suas próprias contas como administrador, conforme expressamente determina o seu art. 115, §1º. Os próprios Acusados reconhecem, em sua defesa, que estavam cientes desse impedimento por exercerem cargos na administração da Companhia, sendo incontroversos os fatos subjacentes à acusação. A divergência, portanto, refere-se à maneira como a SEP interpretou os fatos à luz do referido preceito legal.

9. Além de um juízo quanto a fatos específicos, o caso desafia, a meu ver, uma análise da abrangência do direito de voto pelo usufrutuário à luz do art. 114 da Lei nº 6.404/76. A extensão completa dessa discussão, no entanto, ultrapassa os limites do presente processo. Desse modo, o principal ponto que será analisado neste tópico reside em se a constituição de usufruto sobre as ações dos acionistas administradores seria capaz de afastar as regras atinentes ao conflito de interesses a que eles estão sujeitos.

10. Muito embora o art. 114 da Lei nº 6.404/76 tenha mantido o preceito estabelecido no anterior Decreto-Lei nº 2.627/1940 (com redação ligeiramente diversa) e esteja vigorando sem alterações desde a promulgação da lei societária, a questão que hoje discutimos ainda não foi apreciada pelo Colegiado desta autarquia, e tampouco foi discutida a fundo, seja pela doutrina³, seja pela jurisprudência. Assim, considero pertinente tecer algumas considerações gerais sobre o usufruto de ações, sem qualquer pretensão de esgotar o assunto, antes de entrar no exame do caso concreto.

11. A Lei nº 6.404/76, ao dispor sobre as sociedades por ações, não pretendeu regular o usufruto, que foi disciplinado nos artigos 1.390 e seguintes do Código Civil (Lei nº 10.406/02). Esse instituto jurídico consiste, em apertada síntese, em “*direito real limitado, direito restringente da propriedade, que dá o uso e a fruição do bem gravado, ressalvada a sua substância*”⁴.

12. No âmbito do direito societário, o usufruto de ações é o negócio pelo qual o acionista (ou nu-proprietário) transfere ao usufrutuário, em caráter temporário, o direito

³ Salienta-se que a doutrina, ao se debruçar sobre o conflito de interesses no usufruto, o faz com um enfoque no potencial conflito entre o usufrutuário e o nu-proprietário quando não há prévio acordo entre eles para o exercício do direito de voto, representado pelo interesse do usufrutuário de receber dividendos, de um lado, e, de outro lado, o interesse do nu-proprietário de reinvestir os lucros nas atividades empresariais. Sobre o assunto, EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*, Volume I. São Paulo: Editora Quartier Latin, 2011, p. 646. Ainda, LEÃES, Luís Gastão Paes de Barros. *O direito de voto de ações gravadas com usufruto vidual*. In: Pareceres, v.2, Singular, São Paulo, 2004, p. 1363.

⁴ MIRANDA, Pontes de. *Tratado de Direito Privado*, Vol. 19 (Atualizado por Vilson Rodrigues Alves). Campinas: Bookseller Editora, 2002, p. 47.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

à utilização e fruição da participação acionária⁵. O referido instituto configura, assim, exceção legal ao princípio da indivisibilidade da ação, consagrado no art. 28 da Lei nº 6.404/76⁶, consoante o qual os direitos e obrigações que compõem a ação somente podem ser exercidos por quem tem a qualidade de acionista (ou seu representante)⁷.

13. A fim de entender quais direitos são transferidos pelo acionista ao usufrutuário e, portanto, o conteúdo do instituto do usufruto no âmbito da lei societária, é essencial delimitar os conceitos de “utilidade” e “fruto” da ação.

14. Como se sabe, a ação confere ao seu titular determinados direitos, alguns dos quais são ínsitos a todas as espécies de ações, como o direito de participar dos lucros sociais e de fiscalização da gestão social⁸, e outros, como o direito de voto, são ínsitos às ações ordinárias⁹, mas podem ser suprimidos às ações preferenciais¹⁰.

15. No que se refere ao direito de participar dos lucros sociais, não há dúvidas de que tal direito pode ser objeto de usufruto, na medida em que o art. 205 da Lei nº 6.404/76 expressamente autoriza o pagamento de dividendos ao usufrutuário quando o gravame

⁵ O usufruto de ações é tratado pela Lei nº 6.404/76 em 5 (cinco) dispositivos, a saber: (i) art. 40, que determina a sua averbação; (ii) art. 114, que exige prévio acordo entre proprietário e usufrutuário para o exercício do direito de voto em relação às ações gravadas; (iii) art. 169, §2º, que estende às ações decorrentes de aumento de capital, mediante capitalização de lucros ou reservas, o usufruto que onera as ações das quais elas forem derivadas, salvo convenção em contrário; (iv) art. 171, §5º, que prevê que o direito de preferência para a subscrição de aumento de capital poderá ser exercido pelo usufrutuário, quando não for exercido pelo acionista até 10 (dez) dias antes do vencimento do prazo; e (v) art. 205, que estabelece que a companhia pagará o dividendo à pessoa que, na data do ato de declaração do dividendo, estiver inscrita como proprietária ou usufrutuária da ação. Como a presente análise tem por escopo o exercício do direito de voto das ações gravadas com usufruto, seu enfoque será limitado ao art. 114 da lei societária.

⁶ “Art. 28. A ação é indivisível em relação à companhia.”

⁷ “A ação é um complexo unitário de direitos e obrigações que a lei declara indivisível em relação à companhia (art. 28): os direitos e obrigações que a compõem, embora analisados e regulados como elementos distintos, formam um todo, ou conjunto, que a lei trata como um único objeto de direito de propriedade e de outros direitos reais; e seu titular não pode dividi-lo em partes, compreendendo, cada uma, frações dos direitos e obrigações, que sejam objetos de direito distintos e possam pertencer a pessoas diferentes. [...] O princípio da indivisibilidade compreende o da incindibilidade – a ação, como conjunto de direitos, é incindível: os direitos que a integram não podem ser destacados do conjunto e atribuídos a diferentes sujeitos (salvo no caso de usufruto, expressamente autorizado pela lei); e não é válido o ato do acionista que cede a outra pessoa, destacadamente da ação, qualquer dos direitos que a compõem”. (LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Direito das Companhias*, Volume I. Rio de Janeiro: Forense, 2009, pp. 219-220)

⁸ O art. 109 da Lei nº 6.404/76 elenca os direitos essenciais do acionista, *verbis*: “Art. 109. Nem o estatuto social nem a assembleia-geral poderão privar o acionista dos direitos de: I - participar dos lucros sociais; II - participar do acervo da companhia, em caso de liquidação; III - fiscalizar, na forma prevista nesta Lei, a gestão dos negócios sociais; IV - preferência para a subscrição de ações, partes beneficiárias conversíveis em ações, debêntures conversíveis em ações e bônus de subscrição, observado o disposto nos artigos 171 e 172; V - retirar-se da sociedade nos casos previstos nesta Lei.”

⁹ “Art. 110. A cada ação ordinária corresponde 1 (um) voto nas deliberações da assembleia-geral.”

¹⁰ Por não caracterizar direito essencial do acionista, a lei societária autoriza a supressão do direito de voto das ações preferenciais nas condições em que especifica (art. 17), e regula também as hipóteses em que tais ações adquirem esse direito (art. 111). Essa questão, no entanto, é por demais abrangente e não se inclui no escopo do presente processo.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
www.cvm.gov.br

estiver regularmente averbado (art. 40)¹¹⁻¹². A transmissibilidade desse direito econômico, que protege interesse individual do acionista, não encontra resistências. Não há maiores dificuldades, portanto, em se enquadrar a percepção dos lucros e dividendos como uma forma de “usar” e “fruir” a ação.

16. Por outro lado, no que diz respeito ao direito de voto, ora analisado, embora o art. 114 da lei societária autorize o seu exercício pelo usufrutuário mediante prévio acordo com o nu-proprietário, a doutrina aponta que o direito de voto, em si, não pode ser objeto de usufruto, uma vez que *“o voto não é fruto da ação, mas exercício de direito nela contido como instrumento para que o acionista contribua para a formação da vontade social”*¹³. Em nossa vigente sistemática jurídica, o direito de voto protege, não apenas o interesse individual do acionista, mas, antes, o interesse coletivo dos acionistas consubstanciado no funcionamento da companhia¹⁴⁻¹⁵.

17. Nessa perspectiva, tem-se que a participação nos lucros caracteriza-se como elemento essencial do usufruto de ações. O usufruto constituído unicamente para a transmissão do direito de voto deve ser considerado negócio jurídico nulo¹⁶.

18. Note-se, contudo, que a constituição do gravame sujeita o usufrutuário ao risco de sócio na medida em que a fruição dos lucros sociais depende do sucesso da companhia. É essa correlação entre a participação nos lucros e os desígnios da companhia que permeia a autorização legal, contida no art. 114 da LSA, para que nu-proprietário e

¹¹ “Art. 205. A companhia pagará o dividendo de ações nominativas à pessoa que, na data do ato de declaração do dividendo, estiver inscrita como proprietária ou usufrutuária da ação.”

¹² “Art. 40. O usufruto, o fideicomisso, a alienação fiduciária em garantia e quaisquer cláusulas ou ônus que gravarem a ação deverão ser averbados: I - se nominativa, no livro de “Registro de Ações Nominativas”; II - se escritural, nos livros da instituição financeira, que os anotarará no extrato da conta de depósito fornecida ao acionista.”

¹³ REGO, Marcelo Lamy. “Direito de Voto”. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (orgs.). *Direito das Companhias*, Volume I, 1ª Ed. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 392.

¹⁴ LAMY FILHO, Alfredo e PEDREIRA, José Luiz Bulhões. “Acordo de Acionistas Sobre Exercício do Direito de Voto”. In: Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira (coord.). *A Lei das S.A.: (pressupostos, elaboração, aplicação)*. V. II. Rio de Janeiro: Renovar, 1996, p. 292.

¹⁵ Esse princípio é consagrado no art. 115 da Lei nº 6.404/76, ao dispor que o acionista deve exercer o direito a voto “no interesse da companhia”, impondo sanções ao acionista que votar no seu exclusivo interesse, quando conflitante com o interesse social.

¹⁶ Como leciona Nelson Eizirik, *“é nulo, por não satisfazer o requisito essencial do negócio jurídico, o usufruto constituído sobre a ação com declaração de que abrange apenas o exercício do direito de voto, pois é da essência do usufruto o direito do usufrutuário aos frutos da coisa gravada. No usufruto constituído sobre a ação, o único fruto é o dividendo. O voto não é fruto da ação, é exercício de direito nela contido como instrumento para que o acionista contribua para a formação da vontade social.”* (EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*, Volume I. São Paulo: Editora Quartier Latin, 2011, pp. 649-650). No mesmo sentido, Marcelo Lamy Rego: *“É, pois, da essência do usufruto o direito do usufrutuário aos frutos da coisa gravada; e o usufruto que é constituído tão-somente sobre o direito de voto, e não confere o direito de receber dividendos e lucros, é nulo porque não satisfaz a requisito essencial do negócio, sem o qual não se configura a existência do negócio jurídico de usufruto.”* (REGO, Marcelo Lamy. “Direito de Voto”. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (orgs.). *Direito das Companhias*, Volume I. Rio de Janeiro: Forense, 2009, pp. 391-392).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

usufrutuários transijam sobre o exercício do direito de voto. Nas palavras de Marcelo Lamy Rego, “*o exercício do direito de voto pelo usufrutuário tem por fim proteger o seu interesse na produção e distribuição de lucros pela companhia*”¹⁷.

19. De fato, inexistindo a fruição dos direitos patrimoniais por parte do usufrutuário, falta-lhe o legítimo interesse em participar, por meio do exercício do direito de voto, das deliberações da assembleia geral, pois não lhe propiciaria benefício econômico¹⁸ decorrente da atividade empresarial. Em tal situação, o usufrutuário não exerceria o voto “*com a prudência advinda do risco de sócio e no interesse social*”¹⁹.

20. Acrescente-se que, embora a lei societária reconheça a validade das convenções de voto, como expressamente preceitua seu art. 118²⁰, é pacífico o entendimento de que tais acordos não podem ser invocados como instrumento para a transferência do exercício do direito de voto para terceiros²¹⁻²².

21. Assinala-se, a propósito, que o ordenamento jurídico brasileiro não acolheu o instituto do *voting trust* adotado em outras jurisdições, como a norte-americana, por meio do qual o direito de voto do acionista é transferido a um terceiro fiduciário (*trustee*), mantendo o acionista (ou *beneficial owner*) os direitos patrimoniais da ação, operando-se verdadeira dissociação entre voto e propriedade²³. Ainda que largamente admitido pela

¹⁷ REGO, Marcelo Lamy. “Direito de Voto”. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (orgs.). *Direito das Companhias*, Volume I. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 392.

¹⁸ “*Se o que caracteriza as companhias é a finalidade lucrativa (art. 2º), e se tais sociedades são instrumentos criados pelos acionistas com a finalidade de auferir resultados econômicos a serem por eles percebidos, é lícito entender que se trata de direito diretamente ligado à finalidade empresarial que congrega os acionistas, enquanto os demais direitos seriam, de certa maneira, meios para viabilizar o funcionamento adequado das atividades da sociedade*”. BARBOSA, Marcelo. Direitos dos Acionistas. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (orgs.). *Direito das Companhias*, Volume I. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 306.

¹⁹ VIVANTE, Cesare. *Apud* REGO, Marcelo Lamy. “Direito de Voto”. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (orgs.). *Direito das Companhias*, Volume I. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 399.

²⁰ A discussão sobre as diferenças entre a convenção de voto prevista em contrato de usufruto e os acordos de acionistas típicos disciplinados no art. 118 da Lei nº 6.404/76 é por demais abrangente e foge ao escopo desse processo.

²¹ Ao discorrer sobre as convenções de voto, Pontes de Miranda afirma que “*se há compra-e-venda, ou cessão do direito de voto, não é de convenção de voto que se trata, mas sim de contrato com acordo de transmissão inadmissível*”. (MIRANDA, Pontes de. *Tratado de Direito Privado*, Vol. 50 (Atualizado por Wilson Rodrigues Alves). Campinas: Bookseller Editora, 2007, p. 431). No mesmo sentido: LAMY FILHO, Alfredo e PEDREIRA, José Luiz Bulhões. “Acordo de Acionistas Sobre Exercício do Direito de Voto”. In: Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira (coord.). *A Lei das S.A.: (pressupostos, elaboração, aplicação)*. V. II. Rio de Janeiro: Renovar, 1996, p. 294.

²² Caracterizando, inclusive, crime, nos termos do art. 177, § 2º, do Código Penal Brasileiro, *verbis*: “*Art. 177. (...) § 2º - Incorre na pena de detenção, de seis meses a dois anos, e multa, o acionista que, a fim de obter vantagem para si ou para outrem, negocia o voto nas deliberações de assembléia geral.*”

²³ No *voting trust*, o acionista deixa de ser o titular da ação, que é cedida ao *trustee*. Com a cessão das ações, o acionista recebe certificados de *beneficial ownership*, que comprovam a sua legitimidade para o recebimento dos direitos patrimoniais relacionados à participação societária cedida. Há, no *voting trust*,



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

legislação norte-americana, referido instituto não é indene de críticas²⁴ e sua validade “é reconhecida pela jurisprudência desde que seu fim seja conforme com a lei e os estatutos e que não importe em prejuízo para os demais acionistas, a companhia ou seus credores”.²⁵

22. Nesse contexto, percebe-se que a constituição de usufruto destinado a transferir unicamente o exercício do direito de voto, mesmo que juridicamente nulo, impõe certa reflexão sobre os interesses que o ensejaram.

23. Esse ponto é importante, pois, no caso concreto, comprova-se pelos autos que, no que se refere ao gravame constituído por Paulo Cesar Palhares sobre as ações de sua titularidade²⁶, este recaiu “exclusivamente sobre o direito de voto”, não contemplando os direitos patrimoniais contidos na ação²⁷.

verdadeira renúncia dos direitos políticos do acionista, que passam a ser de exclusiva titularidade do *trustee*. “A voting trust is simply a trust of stock which is created when participating stockholders execute a written trust agreement and, pursuant to the agreement, endorse and transfer their stock certificates and the legal title to their shares to a voting trustee. The trustee, in turn, registers the transfer of the shares on the corporation’s books, thus becoming the record holder of the shares. The participating stockholders are issued certificates of beneficial ownership evidencing their remaining equitable interest in the stock held pursuant to the trust agreement. During the term of the voting trust, the trustee votes the shares as directed by the trust agreement. [...] The voting trust is a simple and effective way to transfer voting control of a corporation. The stripping of voting rights from shares is self-executing because the trustee is the legal owner and is registered as such on the stock ledgers of the corporation.” (WOLOSZYN, John J. “A Practical Guide to Voting Trusts”, *University of Baltimore Law Review*: Vol. 4: Iss. 2, Article 4. Disponível em: <http://scholarworks.law.ubalt.edu/ublrvol4/iss2/4>. Acesso em 04.05.2020.

²⁴ Em especial quando utilizado na modalidade de *blind trust*, em que a identidade dos ativos e sua gestão pelo *trustee* não é de conhecimento do acionista, com o objetivo de afastar conflitos de interesse. Sobre o tema: BALLARD, Megan J., *The Shortsightedness of Blind Trusts*. *Kansas Law Review*, Vol. 56, nº 43, 2007; Gonzaga University School of Law Research Paper nº 2016-14. Disponível em SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2850681>.

²⁵ LAMY FILHO, Alfredo e PEDREIRA, José Luiz Bulhões. "Acordo de Acionistas Sobre Exercício do Direito de Voto". In: Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira (coord.). *A Lei das S.A.: (pressupostos, elaboração, aplicação)*. V. II. Rio de Janeiro: Renovar, 1996, p. 286.

²⁶ Conforme mencionado no relatório que antecede o presente voto, Paulo Cesar Palhares celebrou dois instrumentos particulares de constituição de usufruto sobre suas ações: o primeiro deles constituiu o gravame sobre parcela de sua participação acionária correspondente a 25.827.623 ações, e o segundo recaiu sobre a parcela de ações remanescentes, correspondente a 3.803.630 ações.

²⁷ O inteiro teor das cláusulas de ambos os instrumentos era idêntico, variando apenas em relação à quantidade de ações objeto de usufruto em cada um deles. Para evitar repetições desnecessárias, transcrevemos a seguir apenas as disposições constantes do primeiro instrumento particular de constituição de usufruto: “Cláusula 1 – *Constituição do Usufruto* [...] I – o usufruto recai exclusivamente sobre o direito de voto das 25.827.623 (vinte e cinco milhões, oitocentas e vinte e sete mil, seiscentas e vinte e três) ações ordinárias nominativas, sem valor nominal, do capital social da GPC Participações S.A de titularidade do OUTORGANTE, e se estenderá automaticamente, independentemente de qualquer formalidade, ao direito de voto das ações de qualquer espécie distribuídas em decorrência de correção monetária ou capitalização de lucros ou reservas, às ações gravadas, bem como às resultantes de desdobramento ou grupamento. O usufruto é constituído pelo OUTORGANTE a favor dos OUTORGADOS exclusivamente sobre o direito de voto e na seguinte proporção: [...]”.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

24. É bem verdade que não cabe à CVM anular ou declarar nulidades de atos jurídicos, o que compete ao Poder Judiciário²⁸. Isso não afasta, contudo, o poder do órgão regulador de, no exercício do seu poder de supervisão e sanção, interpretar fatos e atos societários apurados no âmbito do seu mandato legal e efetuar seu juízo sobre a legalidade desses atos²⁹.

25. Nesse cenário, parece-me que, sob uma perspectiva estritamente formal, a constituição de usufruto abrangendo apenas o direito de voto, como foi o caso do gravame instituído por Paulo Cesar Palhares, não encontra respaldo jurídico, e sequer pode ser caracterizado, do ponto de vista conceitual, como um negócio de usufruto.

26. Passo, então, ao exame do usufruto constituído por Emílio Salgado.

27. À semelhança do usufruto constituído por Paulo Cesar Palhares, tal gravame foi outorgado a título gratuito e por prazo indeterminado, mas, diferentemente daquele, não se restringiu aos direitos políticos, abrangendo também os direitos econômicos, consistentes na percepção da totalidade dos dividendos distribuídos às ações de sua titularidade.

28. No tocante ao direito de voto, o contrato outorgou o seu exercício à usufrutuária, ressalvando-se apenas determinadas matérias, nas quais o exercício desse direito dependeria de prévio acordo entre as partes, nos termos do art. 114 da Lei nº 6.404/76 (entre as quais não se incluía a deliberação sobre as contas dos administradores e as demonstrações financeiras)³⁰.

29. Ao regular o exercício do direito de voto sobre as ações gravadas com usufruto, o art. 114 da Lei nº 6.404/76 assim dispõe:

Art. 114. O direito de voto da ação gravada com usufruto, se não for regulado no ato de constituição do gravame, somente poderá ser exercido mediante prévio acordo entre o proprietário e o usufrutuário.

²⁸ Conforme preceitua o art. 168 do Código Civil, *verbis*: “Art. 168. As nulidades dos artigos antecedentes podem ser alegadas por qualquer interessado, ou pelo Ministério Público, quando lhe couber intervir. Parágrafo único. As nulidades devem ser pronunciadas pelo juiz, quando conhecer do negócio jurídico ou dos seus efeitos e as encontrar provadas, não lhe sendo permitido supri-las, ainda que a requerimento das partes.”

²⁹ Como já consignou a CVM no âmbito do Processo RJ2014/3511, de minha relatoria, julgado em 27.09.2016. No mesmo sentido, Processos CVM nºs RJ/2004/4558, RJ/2004/4559, RJ/2004/4569 e RJ/2004/4583, julgados em 21.09.2004.

³⁰ “Cláusula 2 – Exercício do Direito de Voto – Para os efeitos do artigo 114 da Lei nº 6.404, de 15/12/1976, o exercício do direito de voto relativo às ações objeto do usufruto está sujeito às seguintes regras: I – o direito de voto será exercido exclusivamente pela OUTORGADA, sendo que, relativamente às matérias adiante elencadas, tal direito será exercido em conjunto pelo OUTORGANTE e pela OUTORGADA: a) emissão de novas ações com direito a voto, de debêntures conversíveis em ações com direito a voto; b) negociação com as próprias ações pela GPC Participações S.A.; c) alienação ou oneração de elementos do ativo permanente da GPC Participações S.A.; d) requerimento de falência da GPC Participações S.A.; e) incorporação, fusão, cisão ou dissolução da GPC Participações S.A.”



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

30. A questão da titularidade do exercício do direito de voto das ações gravadas com usufruto é bastante controversa, distinguindo-se aqueles que defendem a legitimidade do usufrutuário nas condições especificadas no ato de constituição do gravame ou posteriormente acordadas com o proprietário³¹, e aqueles que a ela se opõem³².

31. Independentemente da interpretação que se adote, porém, parece-me inafastável a subordinação dos ajustes contratuais às normas imperativas da lei sobre o exercício dos direitos sociais, como é o caso da norma contida nos artigos 115, § 1º, e 134, § 1º, da Lei nº 6.404/76, que proíbe o administrador de atuar em causa própria³³. Caso contrário, a simples constituição de usufruto seria capaz de afastar a proibição de voto dirigida à pessoa natural do acionista.

32. Esse raciocínio não inova, sendo o princípio que subordina a vontade das partes aos preceitos de ordem pública há muito consagrado na legislação pátria, a teor do parágrafo único do art. 2.035 do Código Civil³⁴. Recentemente, esse princípio foi mais uma vez reforçado na Lei nº 13.874, de 20 de setembro de 2019, que instituiu a Declaração de Direitos da Liberdade Econômica, *verbis*:

Art. 3º São direitos de toda pessoa, natural ou jurídica, essenciais para o desenvolvimento e o crescimento econômicos do País, observado o disposto no parágrafo único do art. 170 da Constituição Federal: [...]

VIII - ter a garantia de que os negócios jurídicos empresariais paritários serão objeto de livre estipulação das partes pactuantes, de forma a aplicar todas as regras de direito empresarial apenas de maneira subsidiária ao avençado, **exceto normas de ordem pública;** (destaquei)

33. Não à toa, temos que, no âmbito dos acordos de voto típicos, regulados pelo art. 118 da lei societária, o § 2º desse dispositivo expressamente dispõe que tais ajustes “*não poderão ser invocados para eximir o acionista de responsabilidade no exercício do direito de voto (artigo 115) ou do poder de controle (artigos 116 e 117)*”. Parece-me que uma análise sistemática da Lei nº 6.404/76, que mantenha a coerência pretendida pelo legislador e que compreenda de forma ampla o racional de cada um dos comandos

³¹ MARTINS, Fran. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. Rio de Janeiro: Forense, 4ª Edição, p. 393; REGO, Marcelo Lamy. “Direito de Voto”. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (orgs.). *Direito das Companhias*, Volume I. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 390.

³² LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. Saraiva, 1980, p. 243.

³³ Destacando o caráter cogente da referida norma: MIRANDA, Pontes de. *Tratado de Direito Privado*, Vol. 50 (Atualizado por Wilson Rodrigues Alves). Campinas: Bookseller Editora, 2007, p. 359.

³⁴ “Art. 2.035. [...] Parágrafo único. Nenhuma convenção prevalecerá se contrariar preceitos de ordem pública, tais como os estabelecidos por este Código para assegurar a função social da propriedade e dos contratos”.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

contidos naquele diploma, implica reconhecer a aplicação desse racional também à convenção de voto estabelecida no âmbito de contrato de usufruto.

34. Exsurge daí que o ajuste de voto em contrato de usufruto, tal como aquele contido em típico acordo de acionistas, deve ser inspirado pelo princípio que impõe a necessária compatibilização desses ajustes aos comandos legais. É dizer: o acionista não pode se utilizar desses instrumentos para o descumprimento da lei. Nas palavras de Calixto Salomão Filho:

Essa mesma inserção dos acordos de voto na estrutura societária tem outra consequência, não tão curial, sobre a sua disciplina. Exatamente por se inserir na estrutura societária, não pode contrariar sua disciplina obrigatória, mas apenas preencher suas lacunas. Assim, se dispositivo do acordo de voto for contrário à lei ou a disposição obrigatória do estatuto, não só o voto emanado segundo suas disposições é ineficaz perante a sociedade, mas também eventual descumprimento em Assembleia de voto predefinido em conformidade com o acordo não gera descumprimento contratual. Integrado à estrutura societária, o acordo é interpretado e sua eficácia depende destes (desde que, é claro, se pretenda que o acordo produza efeitos perante a sociedade)³⁵.

35. Como corolário, o comando normativo que impede o administrador de fazer um juízo sobre as suas próprias contas deve permear as convenções de voto de que for parte, seja um típico acordo de acionistas, seja um contrato de usufruto.

36. Ao analisar o art. 114 da Lei nº 6.404/76, a CVM, em seu Parecer CVM/SJU nº 005/1980, apontou que o direito de voto das ações gravadas fica prejudicado “*por razões subjetivas (i.e., divergência entre nu-proprietário e usufrutuário) e específicas*”. Entendo que o mesmo raciocínio se aplica quando o direito de voto é afastado por razões objetivas e gerais legalmente previstas, como é o caso do impedimento de voto do administrador em relação às suas próprias contas, ainda que o fundamento legal seja diverso. Ora, se a própria lei societária afastou *ex ante*, e de forma absoluta, o direito de voto do acionista administrador nessas hipóteses, a convenção por ele celebrada deve ser instruída pelas vedações legais que lhe são próprias.

37. Um ponto a reforçar esse argumento é o de que eventual exercício do direito de voto pelo usufrutuário está sempre condicionado ao acordo com o acionista nu-proprietário, seja no momento da negociação dos termos e condições do ato de constituição do gravame, seja por oportunidade da busca pelo consenso, quando aquele direito não estiver regulado no respectivo instrumento contratual. Neste último caso, se

³⁵ FILHO, Calixto Salomão. *O Novo Direito Societário*, 4ª Edição. São Paulo: Malheiros, 2011, p. 136. Ver também: LAMY FILHO, Alfredo e PEDREIRA, José Luiz Bulhões. “Acordo de Acionistas Sobre Exercício do Direito de Voto”. In: Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira (coord.). *A Lei das S.A.: (pressupostos, elaboração, aplicação)*. V. II. Rio de Janeiro: Renovar, 1996, p. 291.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

esse consenso não se obtém ou se vem a cessar³⁶, fica suprimido o direito de voto, nos termos do art. 114 da Lei nº 6.404/76. Assim, o acionista administrador não perde integralmente, com o usufruto, o direito de intervir nas deliberações sociais.

38. Essa interveniência é ainda mais evidente no usufruto outorgado a título gratuito e por prazo indeterminado, como o que ora se apresenta, na medida em que sujeita o usufrutuário a uma maior influência por parte do acionista, no interesse de preservar a manutenção do gravame e a consequente percepção dos lucros sociais, tornando-o ainda mais suscetível à negociação do exercício do direito de voto, conduta que contraria o ordenamento societário vigente e também configura crime nos termos do art. 177, § 2º, do Código Penal Brasileiro.

39. Registre-se que o fato de a usufrutuária ser também acionista da Companhia em nada altera a situação, uma vez que estaria exercendo o direito de voto, no tocante às ações detidas por Emílio Salgado, na qualidade de usufrutuária.

40. Desse modo, admitir, como quer a defesa dos Acusados, que o acordo veiculado na constituição do usufruto exime o acionista de responsabilidade no exercício do direito de voto, à luz dos arts. 115 e 118, §2º, da Lei nº 6.404/76, não me parece estar em consonância com a própria natureza do usufruto e tampouco com a sistemática prevista na lei societária.

41. Nessa perspectiva, entendo que a melhor forma de interpretar o art. 114 da Lei nº 6.404/76 é no sentido de que o prévio acordo³⁷ deve ser instruído e animado de modo a respeitar as regras imperativas para o exercício de voto do acionista nu-proprietário, em especial o conflito de interesses. Por conta disso, não estaria afastado o impedimento de voto do acionista administrador no caso concreto.

42. Cabe uma palavra adicional a respeito do argumento de que o impedimento constante nos arts. 115, §1º, e 134, §1º, da Lei nº 6.404/76, teria como único destinatário o acionista administrador, não alcançando o usufrutuário, por configurar regra restritiva de direitos que não admite interpretação extensiva. A meu ver, não se trata de ampliar o alcance de regra restritiva de direitos, mas, ao contrário, reduzi-la às suas exatas e normais proporções, sem suprimentos exegéticos.

43. Com efeito, não se está a questionar que o usufrutuário é pessoa natural distinta do acionista, com ele não se confundindo. Todavia, o comando legal que impede o administrador de atuar em causa própria tem por finalidade impedir que a vontade do administrador participe da formação da deliberação social, seja diretamente, seja por intermédio de outra pessoa sobre a qual possa exercer influência, como tem reconhecido

³⁶ Como consignado no Parecer CVM/SJU nº 005/1980, “*inexistindo o acordo prévio ou sobrevindo a divergência entre ambos, as ações gravadas terão o seu direito de voto prejudicado*”.

³⁷ Na forma verbal ou escrita, sendo que esta última constitui prova de sua existência.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

a CVM em sua jurisprudência mais recente³⁸. Como bem explicitado pelo então Diretor Pablo Renteria, no julgamento do PAS CVM nº RJ2014/10060:

(...) é forçoso reconhecer que o administrador deve abster-se de votar diretamente e por intermédio de outro acionista sobre o qual exerça, em virtude de arranjo societário, influência preponderante. Afinal, se a norma procura afastar da deliberação a vontade desse administrador, não é lógico nem razoável admitir que essa vontade se manifeste por meio diverso, mas com a mesma efetividade.

O argumento de que se estaria desse modo interpretando extensivamente uma regra restritiva de direito não me parece decisivo, porque, como se sabe, a atividade hermenêutica deve pautar-se, prioritariamente, nos fins e nos valores a que se orienta a norma jurídica. Se é verdade, como visto, que a hipótese legal de impedimento de voto tem por finalidade assegurar a higidez do processo de deliberação social, é certo, por conseguinte, que deve ser reconhecida à norma a amplitude necessária à realização de sua finalidade. Interpretada de outro modo, a regra legal restaria amesquinhada, desprovida de sentido e utilidade prática.

44. É necessário reconhecer que o caso em tela se distingue dos precedentes mencionados. A principal distinção se refere ao fato de que, naqueles casos, o direito de voto foi exercido por acionista pessoa jurídica na qual o administrador cujas contas estavam sendo julgadas detinha participação societária relevante e exercia influência preponderante. O impedimento de voto da pessoa jurídica, portanto, dependeria de uma análise casuística³⁹.

45. A bem da verdade, contudo, ao passo que no exercício do voto por meio de pessoa jurídica o centro de decisões, a rigor, desloca-se para tal veículo (titular das ações), o mesmo não ocorre no usufruto, onde são transferidos ao usufrutuário apenas o *jus utendi* e o *jus fruendi* das ações, caracterizados pela percepção dos lucros sociais, não excluindo integralmente o acionista do juízo quanto ao exercício do direito de voto. Por conta disso, não há uma “blindagem” em relação à formação da vontade política do usufrutuário, o que, a meu ver, obsta a manifestação da vontade do acionista por meio do cômputo de suas ações neste caso.

46. De toda forma, importa registrar que, no caso ora em apreço, há elementos adicionais que devem ser considerados.

³⁸ Processos Administrativos Sancionadores CVM nºs RJ2014/10060, Dir. Rel. Pablo Renteria, julgado em 10.11.2015; RJ2014/10556, Dir. Rel. Pablo Renteria, julgado em 24.10.2017; e RJ2018/4328, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez, julgado em 13.08.2019.

³⁹ Conforme destacado pelo Diretor Gustavo Gonzalez no âmbito do PAS RJ2018/4328, julgado em 13.08.2019: “nem todo acionista pessoa jurídica, de que seja sócio administrador da companhia, está impedido de votar na aprovação das contas da administração”.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

47. O primeiro deles consiste no vínculo familiar entre, respectivamente, Emílio Salgado e a outorgada M.H.P.S., e Paulo Cesar Palhares e os outorgados P.C.P.C.P.F., J.P.P.C.P. e A.P.V., elemento que me parece reforçar a influência dos acionistas sobre os usufrutuários, uma vez que, em linha com os precedentes da CVM, há *“uma presunção relativa em relação à vinculação de interesses em virtude de relações de parentesco [...] em especial naquelas em que as pessoas sujeitas a tais relações detêm participações em uma mesma companhia”*⁴⁰.

48. Reconheço que esse fato, considerado isoladamente, não tem o condão de configurar uma atuação conjunta e deliberada para a realização de manobra fraudulenta. Contudo, além da existência desse vínculo, o caso concreto apresenta outros elementos que, analisados conjuntamente, apontam nesse sentido.

49. Nesta direção, outro ponto a ser considerado refere-se ao contexto em que foi celebrado o usufruto.

50. Com efeito, por ocasião da celebração dos negócios, em 17.11.2015, estariam ocorrendo diversas desavenças entre, de um lado, os acionistas signatários do Acordo, detentores de pouco menos de 40% do capital votante da GPC, e, de outro lado, o acionista Reclamante, detentor de participação inferior, porém próxima ao bloco majoritário, a respeito da condução da gestão da Companhia. Os próprios Acusados reconhecem, em sua defesa, a preocupação de que o Reclamante pudesse *“prevalecer nas deliberações sociais”* e afirmam que o usufruto teria sido firmado para que *“não houvesse a preocupação de que um acionista oportunista pudesse manobrar para distorcer fatos ou criar conflitos e ilações [...] e, com isso, prejudicar a votação de temas gerais da Companhia”*.

51. Assim, examinada a constituição dos gravames no seu devido contexto fático, pode-se afirmar que, no momento de sua celebração, já era provável o embate entre acionistas nas assembleias gerais subsequentes e, por conseguinte, já era previsível o risco de reprovação das contas da administração – contexto que, aliás, manteve-se inalterado quando da realização da AGOE 2017.

52. Nessas circunstâncias, portanto, não se pode dissociar a celebração do usufruto da estratégia que seria usada pelos administradores para a defesa de seus interesses pessoais no seio da Companhia.

⁴⁰ PAS CVM nº 09/2009, Rel. Dir. Luciana Dias, julgado em 21.07.2015. Também mencionando expressamente como exemplo de parte relacionada ao administrador um parente próximo: Processo CVM nº RJ2014/3723, julgado em 20.5.2014; PAS CVM nº 09/2006, Dir. Rel. Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes, julgado em 5.3.2013; PAS RJ2013/1840, Dir. Rel. Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes, julgado em 15.4.2014; e RJ2013/11699, Dir. Rel. Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes, julgado em 2.9.2014.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
www.cvm.gov.br

53. As características do usufruto, que, como mencionado, foi outorgado a título gratuito e por prazo indeterminado, reforçam ainda mais essa noção.

54. Parece-me também importante ressaltar que, segundo informado pelos Acusados em sua defesa, os usufrutuários não compareceram à reunião prévia e à assembleia. Esse ponto enfraquece ainda mais a tese de defesa, evidenciando a contradição de se pretender fazer prevalecer o voto dos usufrutuários quando sequer houve o exercício desse direito por partes daqueles.

55. Por fim, registre-se que a celebração do contrato de usufruto não impediu os acusados de continuarem a exercer o direito de voto nas assembleias da Companhia, mesmo com relação a matérias que, a rigor, nos termos do contrato celebrado, tenham sido reservadas aos usufrutuários. É o que se verifica, por exemplo, da leitura da ata da assembleia geral extraordinária realizada em 09 de maio de 2016, enviada pela Companhia à CVM⁴¹. Esse ponto reforça a compreensão de que, a par da formalização do usufruto, os acusados continuavam se comportando como acionistas, evidenciando a irregular utilização do usufruto.

56. Desse modo, a meu juízo, os indícios apresentados se afiguram fortes o suficiente para sustentar que o usufruto foi o meio escolhido pelos acusados Emílio Salgado e Paulo Cesar Palhares para que o bloco de ações vinculadas estivesse em condições de preponderar na futura deliberação assemblear a respeito da tomada de contas, já que os próprios acusados estariam proibidos de votar diretamente na matéria.

II.2. A VINCULAÇÃO DE VOTO NO ACORDO DE ACIONISTAS

57. Superada a primeira questão, o segundo ponto que se apresenta para a discussão, no tocante ao cômputo das ações detidas pelos administradores na deliberação sobre suas próprias contas e as demonstrações financeiras, diz respeito aos efeitos do disposto no § 9º do art. 118 da Lei nº 6.404/76, mais especificamente nas hipóteses de impedimento de voto do administrador.

58. Nesse aspecto, salienta-se, em primeiro lugar, que o próprio Acordo de Acionistas é expresso em estabelecer que as ações detidas por acionista conflitado não podem ser contabilizadas no bloco de ações vinculadas ao Acordo na deliberação da matéria em que verificado o conflito. Para maior clareza, transcreve-se a seguir o inteiro teor do dispositivo em questão:

Cláusula Terceira:

Previamente a toda e qualquer Assembleia Geral da Companhia, deverá ser realizada reunião (“Reunião Prévia”) para estabelecer o sentido do

⁴¹ Na qual foi aprovado o grupamento de ações da Companhia e a correspondente alteração no Estatuto Social.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

voto uniforme a ser proferido. Idêntico procedimento será adotado previamente às reuniões do Conselho de Administração se qualquer de seus membros eleitos pelo Bloco de Controle assim o requerer.

(...)

Parágrafo Quarto:

Se, em matéria a ser apreciada em Reunião Prévia, verificar-se conflito de interesses ou outra situação que legalmente imponha abstenção do voto conferido por Ações Vinculadas, caberá ao participante deste Acordo sujeito ao impedimento explicitá-lo e ressaltá-lo na Reunião Prévia; nessa hipótese, as respectivas Ações Vinculadas não terão voto na Reunião Prévia e não comporão o Bloco de Controle na Deliberação da matéria em que verificado o conflito. (grifei)

59. Independentemente da referida previsão contratual, porém, penso que outra não poderia ser a solução. Como já expliquei na seção anterior do presente voto, para a qual me reporto, acredito que seja indubitável que o arbítrio das partes não possa afastar as disposições imperativas da lei sobre o exercício dos direitos sociais, como é o caso da norma que proíbe o administrador de aprovar suas próprias contas⁴².

60. E isso vale também para as hipóteses de não comparecimento ou abstenção. Caso contrário, bastaria ao acionista administrador signatário de acordo de acionistas ausentar-se para que fosse superado o impedimento legal – o que creio não ser a finalidade da lei.

61. Mais uma vez, faço referência ao disposto no § 2º do art. 118 da Lei nº 6.404/76, que impede que os acordos de voto sejam invocados pelo acionista para afastar as responsabilidades decorrentes do exercício do direito de voto⁴³.

62. Nessa perspectiva, alinho-me à posição já adotada pela CVM no PAS nº 09/2009⁴⁴, quando o Colegiado, por unanimidade, manifestou o entendimento de que os parágrafos 8º e 9º do art. 118 não abrigam condutas “*vedadas ou de outra forma reprováveis por outros comandos da Lei nº 6.404, de 1976*”.

63. Essa conclusão é especialmente pertinente no caso concreto, em que se está diante de uma presunção legal absoluta de conflito de interesses, que impede, *a priori*, o exercício do direito de voto por parte do administrador (conflito formal).

⁴² Ao discorrer sobre o acordo de acionistas, Celso Barbi Filho bem observa que tais acordos não podem ter por objeto as “*declarações de verdade (v.g., aprovação de contas da administração)*”. FILHO, Celso Barbi. “Acordo de Acionistas: Panorama Atual do Instituto no Direito Brasileiro e Propostas para a Reforma de sua Disciplina Legal”. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, v. 121, São Paulo: Ed. Malheiros, jan-mar, 2001, p. 39.

⁴³ “Art. 118. [...] § 2º *Esses acordos não poderão ser invocados para eximir o acionista de responsabilidade no exercício do direito de voto (artigo 115) ou do poder de controle (artigos 116 e 117).*”

⁴⁴ Rel. Dir. Luciana Dias, julgado em 21.07.2015.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

64. Ressalto que o fato de as ações vinculadas aos acionistas administradores não terem sido determinantes para a aprovação da matéria não é capaz de afastar a ilegalidade de sua conduta e tampouco de retirar deles a responsabilidade pela participação irregular. Trata-se, como já tive a oportunidade de me manifestar no julgamento do PAS CVM nº RJ2013/2759⁴⁵, de minha relatoria, de infração de cunho formal, embora tal fato possa constituir um elemento a ser considerado na dosimetria da pena.

65. Da mesma forma, o fato de o acusado Paulo Cesar Palhares não ser mais acionista da Companhia também não tem o condão de elidir a sua responsabilidade, porquanto a alienação de sua participação acionária se deu posteriormente à AGOE 2017, sendo a infração praticada quando ainda detinha a qualidade de acionista.

66. Desta feita, parece-me correta a conclusão alcançada pela SEP no sentido de que as ações detidas pelos administradores Emílio Salgado e Paulo Cesar Palhares não poderiam ter sido computadas no bloco de ações vinculadas ao Acordo de Acionistas do qual eram signatários em violação aos artigos 115, § 1º, e 134, § 1º, da Lei nº 6.404/76.

II.3. PROIBIÇÃO DE VOTO

67. Finalmente, a última questão relevante suscitada por este processo é a da extensão da proibição de voto do acionista administrador, à luz do disposto nos artigos 115, § 1º, e 134, § 1º, da Lei nº 6.404/1976.

68. Como já mencionei, não há dúvidas quanto à proibição de voto do administrador em relação às suas próprias contas, tendo em vista o princípio de que a ninguém é dado ser juiz em causa própria – *nemo iudex in causa propria*⁴⁶. Nesse sentido, é expresso o § 1º do art. 115⁴⁷.

69. Também é pacífico o entendimento de que a hipótese de impedimento de voto constante do § 1º do art. 115 deve ser interpretada em cotejo com o disposto no § 1º do art. 134⁴⁸ da lei societária, que também regula as limitações ao exercício do direito de voto do acionista administrador.

70. A questão se torna, porém, controversa em relação à extensão dessa proibição, na medida em que o art. 134 preceitua que os administradores não poderão votar, como

⁴⁵ Julgado em 20.02.2018.

⁴⁶ Veja-se, por todos: EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*, Volume I. São Paulo: Editora Quartier Latin, 2011, p. 657.

⁴⁷ “Art. 115. [...] § 1º o acionista não poderá votar nas deliberações da assembléia-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.”

⁴⁸ “Art. 134. [...] § 1º Os administradores da companhia, ou ao menos um deles, e o auditor independente, se houver, deverão estar presentes à assembléia para atender a pedidos de esclarecimentos de acionistas, mas os administradores não poderão votar, como acionistas ou procuradores, os documentos referidos neste artigo.”



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

acionistas ou procuradores, os documentos referidos nesse dispositivo⁴⁹, a saber: “I - o relatório da administração sobre os negócios sociais e os principais fatos administrativos do exercício findo; II - a cópia das demonstrações financeiras; III - o parecer dos auditores independentes, se houver; IV - o parecer do conselho fiscal, inclusive votos dissidentes, se houver”.

71. Mais especificamente, a discussão reside em se a vedação de voto estaria restrita às contas dos administradores, ou se alcançaria também as demonstrações financeiras⁵⁰. A questão ainda não foi enfrentada de forma clara pelo Colegiado, e na doutrina é objeto de divergências.

72. Nesse ponto, me filio à doutrina majoritária⁵¹ e à jurisprudência dos nossos tribunais superiores, para quem a proibição de voto alcança também as demonstrações financeiras, pelas razões que passo a expor.

73. Em primeiro lugar, recorro à interpretação gramatical do § 1º do art. 134, que expressamente proíbe o voto do administrador nos documentos lá elencados, dentre os quais se incluem as demonstrações financeiras. Embora reconheça que, de fato, alguns desses documentos (como os pareceres dos auditores independentes e do conselho fiscal) não sejam objeto de deliberação da assembleia geral, não há como dizer que o mesmo procede com as demonstrações financeiras (art. 132, I, da Lei nº 6.404/76).

74. É preciso lembrar que esse preceito, em sua essência, encontra-se em consonância com o que já constava do art. 100 do revogado Decreto-lei nº 2.627, de 1940, que explicitamente proibia os administradores de tomar parte na deliberação da assembleia geral relativa às contas e ao balanço⁵². A inovação da Lei nº 6.404/76 consistiu

⁴⁹ O *caput* do art. 134 faz remissão aos documentos constantes do art. 133 da Lei nº 6.404/76.

⁵⁰ Embora muitas vezes seja feita referência à aprovação das contas de forma genérica, abrangendo tanto as contas propriamente ditas como as demonstrações financeiras, é consenso que se tratam de instrumentos distintos, que podem ser objeto de deliberações distintas. As contas propriamente ditas consubstanciam o relatório de administração, juntamente com as eventuais informações prestadas a respeito da gestão dos negócios sociais. As demonstrações financeiras, por sua vez, compreendem, nos termos do art. 176 da Lei nº 6.404/76, os seguintes documentos: “I - balanço patrimonial; II - demonstração dos lucros ou prejuízos acumulados; III - demonstração do resultado do exercício; e IV - demonstração dos fluxos de caixa; e V - se companhia aberta, demonstração do valor adicionado.”

⁵¹ Nesse sentido: EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*, Volume II. São Paulo: Editora Quartier Latin, 2011, p. 157; TEIXEIRA, Egberto Lacerda, e GUERREIRO, José Alexandre. *Das Sociedades Anônimas no Direito Brasileiro*, São Paulo: Bushatsky, 1979, p.416; ADAMEK, Marcelo Vieira Von. *Abuso de Minoria em Direito Societário*. São Paulo: Malheiros, 2014, p. 194; CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. 2º Volume - Arts. 75 a 137. São Paulo. Editora Saraiva. 6ª Edição. 2014, p. 1.153-1.1154; VALVERDE, Trajano de Miranda. *Sociedades por Ações (Comentários ao decreto-lei nº 2.627, de 26 de setembro de 1940)*, Vol. II, 2ª Edição. Rio de Janeiro: Revista Forense, 1953, p. 136; e NETO, Alfredo Sergio Lazzareschi. *Tratado de Direito Comercial*, coord. Fabio Ulhoa Coelho, vol. 2, Ed. Saraiva, p. 446.

⁵² Sobre a incidência da proibição de voto dos administradores também nas demonstrações financeiras sob a égide do Decreto-lei nº 2.627/40, ver: VALVERDE, Trajano de Miranda. *Sociedades por Ações (Comentários ao decreto-lei nº 2.627, de 26 de setembro de 1940)*, Vol. II, 2ª Edição. Rio de Janeiro: Revista Forense, 1953, p. 136.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

em estender a vedação também às hipóteses em que o administrador estiver atuando como procurador ou representante de acionista⁵³, o que não era admitido sob a égide da lei anterior⁵⁴. Nessa perspectiva, entendo que a alteração promovida pela Lei nº 6.404/76 teve o intuito de manter o rigor já constante da legislação precedente, e não o de afrouxá-lo.

75. Em segundo lugar, ressalto que as demonstrações financeiras, ao lado do relatório da administração, e dos pareceres do conselho fiscal e do auditor independente, se houver, consubstanciam, no regime da Lei nº 6.404/76, os instrumentos da prestação de contas dos administradores⁵⁵, permitindo aos acionistas avaliar o desempenho de diretores e conselheiros.

76. Discordo, aliás, da interpretação de que o balanço compreende apenas um juízo objetivo e deve ser concebido como mera reprodução da realidade econômica da empresa. Ao contrário, a elaboração das demonstrações financeiras não pode prescindir de um juízo valorativo em função dos seus fins, no que se convém denominar “política de balanço”. Sobre o tema, precisa é a lição de Fabio Konder Comparato:

O balanço, como de resto toda a contabilidade, não pode jamais ser um simples reflexo de fatos econômicos, porque se trata de uma interpretação simbólica e, portanto, convencional da realidade. Os fatos econômicos não passam para os livros contábeis no estado bruto, mas são traduzidos, simbolicamente, em conceitos e valores; ou seja, são previamente estimados e valorados, segundo um critério determinado e em função de uma finalidade específica.

A exatidão matemática dos balanços, que o vulgo contempla admirativamente, é mera coerência interna e recíproca de lançamentos em partidas dobradas, simples exatidão formal. Mas entre a realidade econômica e a sua tradução contábil interfere, necessariamente, um juízo de valor, uma estimativa axiológica. cuja imprecisão e

⁵³ “Art. 126. [...] § 1º O acionista pode ser representado na assembleia-geral por procurador constituído há menos de 1 (um) ano, que seja acionista, administrador da companhia ou advogado; na companhia aberta, o procurador pode, ainda, ser instituição financeira, cabendo ao administrador de fundos de investimento representar os condôminos.”

⁵⁴ Nas palavras de José Luiz Bulhões Pedreira: “A nova lei proíbe o voto como procurador porque em regra as procurações não definem como o mandatário deverá votar, cabendo-lhe, portanto, o poder de escolher o voto proferido”. (PEDREIRA, José Luiz Bulhões. “Exercício Social e Demonstrações Financeiras”. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (orgs.). *Direito das Companhias*, Volume II. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 1.518.

⁵⁵ PEDREIRA, José Luiz Bulhões; e ROSMAN, Luiz Alberto Colonna. “Aprovação das Demonstrações Financeiras, Tomada de Contas dos Administradores e seus Efeitos. Necessidade de Prévia Anulação da Deliberação que Aprovou as Contas dos Administradores para a Propositura da Ação de Responsabilidade”. In: Rodrigo Monteiro de Castro e Leandro Santos de Aragão (coord.), *Sociedade Anônima: 30 Anos da Lei 6.404/76*, São Paulo: Quartier Latin, 2007, p. 43.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

contestabilidade jamais poderão ser suprimidas, porque inerentes ao próprio processo de conhecimento.⁵⁶

77. Nesse sentido, a meu ver, a deliberação da assembleia geral que aprova as demonstrações financeiras não é mera declaração de ciência, mas, antes, “*autêntica declaração de vontade*”⁵⁷ acerca de elemento essencial à tomada de contas dos administradores.

78. Não por outra razão, o § 3º do art. 134 prevê expressamente que a “*aprovação, sem reserva, das demonstrações financeiras e das contas, exonera de responsabilidade os administradores e fiscais, salvo erro, dolo, fraude ou simulação (artigo 286)*”. A conjunção aditiva “e” evidencia que ambas as deliberações – das contas e das demonstrações financeiras – produzem efeitos na esfera jurídica dos administradores, na medida em que a aprovação sem reservas dessas duas matérias é pressuposto para a outorga da quitação, que implica a disposição do direito de reclamar dos administradores qualquer indenização em razão dos atos praticados à frente dos negócios da companhia, no exercício social precedente.

79. Com efeito, não se pode ignorar que as demonstrações financeiras podem refletir adequadamente a situação patrimonial da companhia, com estrita observância das prescrições legais, mas os acionistas entenderem que a gestão dos negócios sociais foi inadequada, em consequência de atos ou operações praticados em violação à lei ou ao estatuto. Da mesma forma, é possível também que os acionistas concordem com a atuação dos administradores, aprovando as suas contas, ao mesmo tempo em que rejeitam as

⁵⁶ COMPARATO, Fabio Konder. *Natureza Jurídica do Balanço de Sociedade Anônima. Licitação*. In: *Doutrinas Essenciais de Direito Empresarial*, vol. 3, 2010, p. 693.

⁵⁷ Como reconheceu a CVM no Parecer de Orientação CVM nº 16, de 17.11.1988.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

demonstrações financeiras por constatarem falhas ou omissões. Em um ou outro caso, não se opera o *quitus*⁵⁸⁻⁵⁹.

80. É justamente essa a coerência do sistema: de um lado, a aprovação sem reservas das contas e das demonstrações financeiras implica na desoneração dos administradores, e, de outro, a lei proíbe os administradores de votarem nessas matérias, na medida em que não podem atuar como juízes em causa própria⁶⁰. Como bem pontuou Alfredo Sergio Lazzareschi Neto: “*Não faria sentido a Lei Societária proibir o voto dos administradores por ocasião do julgamento de suas contas e das demonstrações financeiras se a aprovação dessas peças não os exonerasse de responsabilidade*”⁶¹.

81. Registre-se, ademais, que é praxe no mercado a deliberação conjunta dessas matérias em um único item da ordem do dia da assembleia geral⁶² – como ocorreu no

⁵⁸ Como bem observa Modesto Carvalhosa: “*Já com relação às demonstrações financeiras, os critérios de deliberação são diversos. [...] Constituem tais documentos, com efeito, uma proposta, dos administradores à assembleia geral, a ponto de poder o conclave aprovar modificação no valor das obrigações da companhia e no montante do lucro do exercício. Essas alterações significam a aprovação com retificação das demonstrações financeiras e importam no reconhecimento de erro na elaboração do balanço patrimonial e na demonstração dos resultados do exercício ou dos lucros ou prejuízos acumulados (arts. 186 e 187). A aprovação com reserva das demonstrações financeiras obriga os administradores a promoverem a republicação de todos os documentos componentes das demonstrações financeiras (art. 176), mesmo aqueles que não foram retificados com as deliberações tomadas na assembleia geral. As modificações nas contas do balanço patrimonial ou em outros grupos componentes das demonstrações financeiras importam no reconhecimento de um erro acidental, ou, então substancial, na elaboração do documento. Se a falha for de natureza acidental, não caberá, em princípio, a responsabilização dos administradores. Se, no entanto, tratar-se de um erro substancial, poderá o fato levar à própria rejeição das demonstrações financeiras, com a consequente responsabilização e impedimento dos administradores (art. 159).*” (CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. 2º Volume. São Paulo: Editora Saraiva, 6ª Edição, 2014, p. 1.153-1.1154). Sobre o assunto, vale também transcrever essa passagem de Nelson Eizirik: “*Assim, os acionistas, ao analisarem as demonstrações financeiras, não estão apenas verificando a regularidade formal dos lançamentos contábeis efetuados, mas também manifestando a sua concordância com a gestão dos administradores naquele exercício social*”. (EIZIRIK, Nelson. *Temas de Direito Societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, p. 112).

⁵⁹ Confira-se, nesse sentido os seguintes julgados do STJ: Recurso Especial nº 1.515.710 – RJ, Relator Min. Marco Aurélio Bellizze, Terceira Turma, j. em 12.05.2015; e Recurso Especial nº 1.313.725 – SP, Relator Min. Ricardo Villas Bôas Cueva, Terceira Turma, j. em 26.06.2012. O Tribunal de Justiça de São Paulo também se manifesta no mesmo sentido, valendo citar os seguintes julgados: Apelação Cível nº 0003410-53.2011.8.26.0011, Relator Carlos Alberto Garbi, 2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, j. em 28.11.2016; Agravo de Instrumento nº 0046023-87.2012.8.26.0000, Relator Ramon Mateo Júnior, 7ª Câmara de Direito Privado, j. em 17/10/2012.

⁶⁰ Em outras jurisdições, como a italiana, a coerência é mantida adotando-se solução diversa, qual seja: de um lado, autoriza-se o voto dos administradores na deliberação sobre o balanço, mas, por outro, prescreve-se que a aprovação do balanço não exonera de responsabilidade os administradores. (NETO, Alfredo Sergio Lazzareschi. *Tratado de Direito Comercial*, coord. Fabio Ulhoa Coelho, vol. 2, Ed. Saraiva, p. 446.)

⁶¹ NETO, Alfredo Sergio Lazzareschi. *Tratado de Direito Comercial*, coord. Fabio Ulhoa Coelho, vol. 2, Ed. Saraiva, p. 446.

⁶² Essa prática, conhecida como *bundling*, é também comumente utilizada como estratégia para induzir a aprovação de matérias que, se deliberadas separadamente, teriam menor probabilidade de aprovação em assembleia geral, por conta de quórum (nas companhias de capital pulverizado) ou de impedimento do acionista controlador. Embora esse recurso seja a princípio legítimo, os limites de sua utilização tem sido



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
www.cvm.gov.br

caso em apreço –, justamente por se tratarem de matérias logicamente correlacionadas, ainda que, em restritas hipóteses, e a depender das circunstâncias fáticas, o juízo quanto à regularidade das contas possa diferir daquele relativo à regularidade das demonstrações financeiras.

82. Assim, creio que, também por uma interpretação teleológica e sistemática da Lei nº 6.404/76, os administradores encontram-se impedidos de votar, ainda, na deliberação sobre as demonstrações financeiras.

III. DOSIMETRIA

83. Na fixação de penalidades por esta CVM, o Colegiado deverá atentar para os princípios da proporcionalidade e da razoabilidade, assim como os motivos que justifiquem sua imposição. Em cada caso, observar-se-á a gravidade em abstrato do ilícito, eventuais circunstâncias atenuantes ou agravantes, à luz da jurisprudência dessa comissão e da legislação de regência da matéria.

84. Ressalta-se que os fatos analisados neste PAS, apesar de conexos aos apurados no PAS nº RJ2017/1158, revelam ato instantâneo, não havendo que se falar em infração continuada ou de natureza permanente, restando, destarte, inaplicável, por analogia, o art. 71 do Código Penal⁶³. Assim, em decorrência da infração aos artigos 115, § 1º, e 134, § 1º, da Lei nº 6.404/1976, ao votar, indiretamente, pela aprovação das suas contas e das demonstrações financeiras relativas ao exercício de 2016 como administradores da Companhia, avalio que a penalidade a ser aplicada aos Acusados Paulo Cesar Palhares⁶⁴ e Emilio Salgado⁶⁵ deve considerar a relevante gravidade em abstrato do ilícito e as agravantes demonstradas ao longo deste voto, uma vez que a infração dos administradores da companhia foi cometida mediante ardil. Além disso, não se pode desconsiderar a mácula que a conduta representa à imagem do mercado de valores mobiliários. Por outro lado, deixo de considerar outras circunstâncias agravantes neste

objeto de alguns debates e questionamentos, por suas repercussões nos direitos dos acionistas. Sobre o assunto, confira: COX, James D.; FERRI, Fabrizio; HONIGSBERG, Colleen; e THOMAS, Randall S., *Quieting the Shareholders' Voice: Empirical Evidence of Pervasive Bundling in Proxy Solicitations*. Southern California Law Review, Vol. 89:1179, 2016; Vanderbilt Law and Economics Research Paper No. 15-10; Columbia Business School Research Paper No. 15-56; Duke Law School Public Law & Legal Theory Series No. 2015-22. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=2602827>.

⁶³ “Art. 71 - Quando o agente, mediante mais de uma ação ou omissão, pratica dois ou mais crimes da mesma espécie e, pelas condições de tempo, lugar, maneira de execução e outras semelhantes, devem os subsequentes ser havidos como continuação do primeiro, aplica-se-lhe a pena de um só dos crimes, se idênticas, ou a mais grave, se diversas, aumentada, em qualquer caso, de um sexto a dois terços”.

⁶⁴ Condenado à penalidade de multa no âmbito do PAS CVM nº RJ2014/591, por violação aos arts. 156 e 138, §1º, da Lei nº 6.404/76. Acórdão do CRSFN 263/2018, de 12 de dezembro de 2018, transitado em julgado.

⁶⁵ Condenado a penalidades de multa no âmbito do PAS CVM nº RJ2014/591, por infração aos artigos 24, §3º, X, e 30, VIII, ambos da Instrução CVM nº 480/09, do art. 8º, V, da Instrução CVM nº 481/09, e arts. 154, §1º, e 138, §1º, ambos da Lei nº 6.404/76. Acórdão do CRSFN 263/2018, de 12 de dezembro de 2018, transitado em julgado.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

caso em razão de as ações a eles vinculadas não terem sido determinantes para a aprovação da matéria.

IV. CONCLUSÃO E PENALIDADES

85. Por todo o exposto, voto, com fundamento no art. 11 da Lei nº 6.385/76, nos seguintes termos:

- (i) Pela condenação de **Paulo Cesar Palhares**, na qualidade de presidente do conselho de administração da GPC, à penalidade de **multa pecuniária no valor de 350.000,000 (trezentos e cinquenta mil reais)**, por infração aos artigos 115, § 1º, e 134, § 1º, da Lei nº 6.404/1976, ao votar, indiretamente, pela aprovação das suas contas e das demonstrações financeiras como administrador da Companhia referente ao exercício de 2016.
- (ii) Pela condenação de **Emílio Salgado**, na qualidade de membro do conselho de administração e diretor da GPC, à penalidade de **multa pecuniária no valor de 350.000,000 (trezentos e cinquenta mil reais)**, por infração aos artigos 115, § 1º, e 134, § 1º, da Lei nº 6.404/1976, ao votar, indiretamente, pela aprovação das suas contas e das demonstrações financeiras como administrador da Companhia referente ao exercício de 2016.

É como voto.

Rio de Janeiro, 23 de junho de 2020.

HENRIQUE BALDUINO MACHADO MOREIRA
DIRETOR RELATOR



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº RJ2018/2150

(Processo Eletrônico nº SEI 19957.003052/2018-02)

Reg. Col. nº 1154/18

Acusados:

Emílio Salgado Filho
Paulo Cesar Peixoto de Castro Palhares

Assunto:

Apurar a responsabilidade de administradores e acionistas da GPC Participações S.A. - Em recuperação judicial, pelo eventual descumprimento aos artigos 115, § 1º, e 134, § 1º, da Lei nº 6.404/76, em decorrência do exercício irregular do direito de voto na deliberação sobre as suas próprias contas, o relatório de administração e as demonstrações financeiras (art. 115, § 1º, c/c 134, § 1º, da Lei 6.404/76).

Diretor Relator:

Henrique Machado

Manifestação de voto

1. Estou de acordo com o Diretor Relator tanto com relação à proposta de condenação de Paulo Cesar Palhares e Emilio Salgado¹ pela infração aos artigos 115, § 1º, e 134, § 1º, da Lei nº 6.404/1976, quanto, de modo geral, com as razões em que se ampara. Entretanto, tenho algumas ressalvas em relação à fundamentação adotada, especificamente naquilo que se refere à conclusão de que a constituição de usufruto sobre as ações dos acionistas administradores não permitiria afastar o impedimento de voto previsto naqueles dispositivos.

2. Minha divergência decorre unicamente da constatação do Diretor Relator de que o regime de usufruto não seria capaz de criar uma “*blindagem*” em relação à formação da vontade política do usufrutuário” e, por isso, as ações gravadas não poderiam ser

¹ Os termos iniciados em letra maiúscula utilizados neste voto e que não estiverem aqui definidos têm o significado que lhes foi atribuído no relatório apresentado pelo Diretor Relator.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

www.cvm.gov.br

utilizadas para aprovar as contas da administração, quando o nu-proprietário é um acionista-administrador da companhia.

3. Ainda que, no presente caso, haja elementos de prova suficientes para se chegar a essa conclusão, entendo que, a depender de suas características, arranjos contratuais (incluindo o usufruto) ou mecanismos organizacionais podem ser capazes de dissociar a vontade de determinado acionista da influência do acionista-administrador, impedido de deliberar sobre as próprias contas². Nestas situações (e, evidentemente, desconsiderados os casos em que há indícios de fraude³), o impedimento de voto alcança apenas o acionista administrador diretamente.

4. Aliás, é justamente a partir dessa constatação – a de que esses arranjos aptos a assegurar a independência da decisão podem ser implementados – que os precedentes da CVM firmaram o posicionamento de que não se pode presumir que o interesse de uma entidade de previdência complementar, patrocinada por companhia aberta ou seus controladores, se confunde com a de seu instituidor⁴. Em casos envolvendo a eleição em separado de membros do conselho de administração ou fiscal, é preciso analisar, em concreto, as características organizacionais da entidade, inclusive sua governança e dependência político-administrativa, para se verificar a existência de influência por parte do instituidor.

5. Embora essa solução tenha sido concebida em um contexto específico, não vejo por que não adotar uma análise semelhante – isto é, essencialmente casuística – ao que se fez em outras situações em que se discutia a amplitude do impedimento de voto.

6. Deste modo, considero a análise dos elementos fáticos do caso concreto fundamental para se definir a extensão art. 134, § 1º, da Lei nº 6.404/1976, sob pena de

² Neste sentido, vale lembrar que o então diretor Gustavo Borba, ao tratar da extensão do impedimento de voto do administrador à pessoa jurídica por ele controlada, no âmbito do PAS CVM nº RJ 2014/10060, j. em 10.11.2015, destacou a possibilidade existirem “*situações em que uma sociedade, mesmo possuindo um controlador definido, concebe centros de interesses próprios, com administradores realmente independentes e autônomos, de forma que os atos da sociedade não seriam servis às posições do controlador, mas sim gerados de forma independente pelos próprios órgãos da sociedade*”.

³ Ao analisar, por exemplo, o PAS CVM nº RJ 2014/10556, j. em 24.10.2017, o Colegiado levou em consideração a existência de elementos de fraude, que, na visão do relator daquele caso, expunham a instrumentalização da pessoa jurídica para se desviar do impedimento legal.

⁴ Cf. PAS CVM nº RJ 2001/9686, j. em 12.08.2004, PAS CVM nº RJ 2002/4985, j. em 8.11.2005, PAS CVM nº RJ 2009/4768, j. em 13.10.2010, PAS CVM nº RJ 2010/10555, j. em 06.09.2011 e PAS CVM nº 11/2012, j. em 02.12.2014).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

www.cvm.gov.br

se frustrar a eficácia de um comando legal concebido sob a premissa de que somente tal exame casuístico permitiria se enxergar além das zonas cinzentas que existem entre as situações consideradas lícitas e aquelas que não se coadunam com o sistema da lei societária.

7. Por esses motivos, não me parece adequado afirmar, *a priori*, que, no regime de usufruto, não é possível blindar a vontade política do usufrutuário dos interesses do nu-proprietário (ainda que haja diferenças entre esse regime e o aplicável à aprovação das próprias contas por meio de uma pessoa jurídica, conforme mencionado pelo Relator). A meu ver, o instrumento de usufruto também poderia conter dispositivos aptos a dissociar os interesses das partes no momento de exercício do direito de voto pelo usufrutuário e, se fosse esse o caso, os acusados não deveriam ser condenados.

8. E tais dispositivos, sendo do conhecimento não apenas das partes mas igualmente da companhia (como condição de oponibilidade), seriam observados regularmente – ou ao menos é o que se deve presumir –, cumprindo o objetivo pretendido pelas partes.

9. Ocorre que, no presente processo, os instrumentos de usufruto não continham mecanismos que blindassem a vontade do usufrutuário da influência do nu-proprietário. Pelo contrário, embora previssem que “*o direito de voto será exercido exclusivamente pelos OUTORGADOS*”, o nu-proprietário mantém sua ingerência sobre determinadas matérias. Além disso, os instrumentos preveem prazo indeterminado e foram ajustados a título gratuito, o que reforça a influência dos acusados sobre os usufrutuários, pois a manutenção do gravame depende, basicamente, da vontade do outorgante.

10. Assim, ante as características do caso concreto, me parece assistir razão ao Relator quando entende que Paulo Cesar Palhares e Emilio Salgado utilizaram o usufruto como meio para que suas ações fossem utilizadas no cálculo de uma deliberação que lhes beneficiaria, esquivando-se do impedimento legalmente previsto. Afinal, como bem destacou em seu voto, há diversos indícios que apontam nessa direção, como: (i) o vínculo familiar entre os respectivos usufrutuários e nu-proprietários no presente caso; (ii) o contexto em que o usufruto foi celebrado; (iii) as características da avença, outorgada a título gratuito e por prazo indeterminado; e (iv) a atuação ativa dos acusados em determinadas deliberações assembleares, mesmo após a constituição do gravame.

11. Consequentemente, as ações cedidas em usufruto não poderiam compor o conjunto de ações que aprovou as contas relativas ao exercício social de 2016, mesmo



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

www.cvm.gov.br

que estivessem vinculadas ao Acordo de Acionistas, como bem fundamentou o Diretor Relator na seção II.2 de seu voto.

12. Por esses motivos, **acompanho** as conclusões do Diretor Relator quanto à condenação de **Paulo Cesar Palhares**, na qualidade de presidente do conselho de administração da GPC, e de **Emílio Salgado**, na qualidade de membro do conselho de administração da GPC, à penalidade de multa pecuniária no valor de **R\$350.000,00 (trezentos e cinquenta mil reais)**, para cada um, por infração aos artigos 115, § 1º, e 134, § 1º, da Lei nº 6.404/1976, ao votarem, indiretamente, pela aprovação das suas contas referente ao exercício de 2016 como administradores da Companhia.

É como voto.

Rio de Janeiro, 23 de junho de 2020

Marcelo Barbosa

Presidente



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº RJ2018/2150

(Processo Eletrônico nº SEI 19957.003052/2018-02)

Reg. Col. 1154/18

Acusados: Emílio Salgado Filho
Paulo Cesar Peixoto de Castro Palhares

Assunto: Apurar a responsabilidade de administradores e acionistas da GPC Participações S.A. - Em Recuperação Judicial, pelo eventual descumprimento aos arts. 115, § 1º, e 134, § 1º, da Lei nº 6.404/1976, em decorrência do exercício irregular do direito de voto na deliberação sobre as suas próprias contas, o relatório de administração e as demonstrações financeiras (art. 115, § 1º, c/c 134, § 1º, da Lei nº 6.404/1976).

Diretor Relator: Henrique Machado

MANIFESTAÇÃO DE VOTO

Senhor Presidente,

1. Eu também voto pela condenação de Emílio Salgado Filho e Paulo Cesar Peixoto de Castro Palhares (“Acusados”) às penalidades propostas no bem fundamentado voto do Diretor Relator Henrique Machado. Contudo, teço breves considerações para explicitar e fundamentar meu entendimento divergente a respeito de alguns aspectos tratados ao longo do voto do Ilustre Relator.

2. Esclareço, inicialmente, que compartilho da visão de que houve a utilização irregular das ações de titularidade dos Acusados – acionistas e administradores da GPC¹ – integrantes do bloco de ações vinculadas ao Acordo de Acionistas, quanto à deliberação sobre suas próprias contas, relativas ao exercício social findo em 31.12.2016, à luz do impedimento de voto dos Acusados, em infração ao art. 115, §1º, c/c 134, §1º, da Lei nº 6.404, de 15.12.1976.

3. Entretanto, respeitosamente, divirjo do entendimento que se extrai do voto do Relator de que, independentemente das circunstâncias do caso, o impedimento de voto do acionista, que também seja administrador, quanto à deliberação acerca da aprovação de suas próprias contas, se estende ao voto exercido por usufrutuário de ações de titularidade de tal

¹ Os termos iniciados em letra maiúscula utilizados nesta manifestação de voto e que não estiverem aqui definidos têm o significado que lhes foi atribuído no voto do Diretor Relator ou no Relatório.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

acionista (nu-proprietário), em razão da natureza do direito de voto e de regras cogentes que regem o seu exercício, às quais as convenções de voto devem se alinhar.

4. Nesse sentido, antes de abordar as especificidades deste caso concreto, passo à análise, ainda em tese, do objeto do usufruto de ações e da convenção de voto entre nu-proprietário e usufrutuário.

I. Considerações Gerais sobre o Usufruto de Ações e o Direito de Voto

5. Em regra, não pode o acionista transferir a terceiros o exercício de direitos inerentes à propriedade da ação. Exceção a essa regra se dá na instituição de usufruto de ações, quando a própria lei admite que certas faculdades inerentes à propriedade da ação sejam atribuídas a um terceiro, o usufrutuário, por vínculo de direito real, restringindo o domínio do acionista².

6. Consoante a disciplina legal do instituto³, ao usufrutuário é conferido o direito a posse, uso, administração e percepção dos frutos da coisa. Por sua vez, remanesce com o nu-proprietário das ações os demais direitos delas decorrentes. O usufruto não precisa abranger, necessariamente, todos os frutos da coisa, pois é admitido o usufruto parcial.

7. O cerne da controvérsia que se coloca é o que ocorre com o direito de voto.

8. A esse respeito, e independentemente da discussão sobre se, e em que medida, esse direito integra ou não o objeto do usufruto – assunto ao qual retornarei mais adiante –, é expressamente facultado, nos termos do art. 114⁴ da Lei nº 6.404/1976, que o direito de voto, havendo usufruto sobre as ações, seja atribuído, por acordo de vontade entre as partes, ao nu-proprietário, ao usufrutuário ou mesmo a ambos.

9. Significa dizer que a convenção de voto terá, portanto, liberdade para regular a titularidade desse direito, estabelecendo, por exemplo, como ocorre no caso concreto, as matérias em relação às quais o nu-proprietário ou o usufrutuário terá direito de voto.

² Nessa linha, destaca-se na doutrina: “Os direitos que integram a ação não podem ser destacados do conjunto e atribuídos a diferentes titulares. A única hipótese em que a Lei das S.A. admite titulares distintos de direitos que são elementos da ação é a de constituição de usufruto. No entanto, a incidibilidade dos direitos que são elementos da ação não impede a cessão dos direitos de crédito ao dividendo declarado, à quota de rateio repartida, à preferência para subscrever valores mobiliários em determinada emissão, e ao valor de reembolso nascido do exercício do direito de retirada (...) O usufruto constitui um direito real limitado, mediante o qual o proprietário (nu-proprietário) da coisa atribui a alguém (o usufrutuário) a sua posse, uso, administração e percepção dos frutos. Assim, o conteúdo econômico do usufruto é constituído pelo poder temporário de fruir as utilidades e os frutos do bem, sem que exista a transferência de sua propriedade. O usufruto é tido como um direito restringente, uma vez que o dono fica privado de usar e fruir, atividades que, em princípio, são típicas do exercício do domínio” (EIZIRIK, Nelson. Lei das S/A Comentada. Volume I - Artigos 1º ao 120. São Paulo: Quartier Latin, 2011, pp. 194-195 e 645).

³ Cf. Artigos 1.390 a 1.411 do Código Civil e artigos 40; 100, inciso I, alínea “F”; 114; 169, §2º; 171, §5º; e 205, caput, da Lei nº 6.404/1976.

⁴ Art. 114. O direito de voto da ação gravada com usufruto, se não for regulado no ato de constituição do gravame, somente poderá ser exercido mediante prévio acordo entre o proprietário e o usufrutuário.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

10. No silêncio das partes, porém, a lei atribui, a meu ver, o direito de voto conjuntamente ao nu-proprietário e ao usufrutuário, considerando o fato de que a cada um deles compete parte dos direitos conferidos pela ação. Não é por outra razão que, nessa situação, o exercício do direito de voto passa a depender de prévio acordo entre nu-proprietário e usufrutuário, por ocasião de cada deliberação, já que, do contrário, as partes não terão, individualmente (e independentemente da outra), legitimidade para exercer o direito de voto⁵.

11. Nesse contexto, entendo que a análise quanto a impedimento de voto do acionista administrador na deliberação sobre as suas próprias contas deve levar em consideração a existência ou não de convenção de voto, no ato de constituição do usufruto.

12. Analisando a questão em tese, a meu ver, se, mediante convenção de voto em usufruto, o direito de voto em relação à aprovação de contas da administração for atribuído exclusivamente ao usufrutuário das ações e este não for administrador da companhia, ele não estará impedido de votar na assembleia geral de acionistas convocada para deliberar sobre as contas da administração de que participe o nu-proprietário. O usufrutuário formará sua própria convicção acerca da regularidade das contas da administração e terá liberdade para aprová-las ou rejeitá-las, não podendo o nu-proprietário coibir-lhe o exercício do direito de voto, consoante convencionado⁶.

13. Por sua vez, se assim pactuado, o nu-proprietário sequer terá direito de voto sobre a matéria, o qual terá sido transferido com exclusividade, ao usufrutuário, não havendo que se falar, conseqüentemente, em impedimento de voto de sua parte. Ainda em tese, a constituição de usufruto com tais características seria capaz de afastar a proibição de voto dirigida à pessoa natural do acionista, justamente porque essa pessoa, embora ainda acionista, não teria mais direito de voto sobre a matéria.

14. Ademais, como é cediço, o impedimento de voto do administrador é de natureza subjetiva, pessoal, decorrente do princípio de que a ninguém é dado ser juiz da própria causa (*nemo iudex in causa sua*).

15. Entretanto, o reconhecimento da referida transferência com exclusividade não se aplica em situações em que restar configurada simulação por utilização de interposta pessoa ou veículo ou de estrutura ou instituto jurídico em desvio de finalidade e fraude a lei⁷, pois, em tais

⁵ O art. 84 do Decreto-lei nº 2.627, de 26.09.1940, já previa, de forma semelhante ao art. 114 da Lei nº 6.404/1976, que, no usufruto de ações, o direito de voto somente poderia ser exercido mediante prévio acordo entre o proprietário e o usufrutuário. Ao comentar sobre esse dispositivo, Trajano de Miranda Valverde prelecionava que “[o] legislador partiu da hipótese mais simples: a de que ambos, proprietário e usufrutuário, estão interessados no funcionamento normal da sociedade e, por conseguinte, não de encontrar sempre uma fórmula de conciliação, para a defesa dos seus direitos. Se o conflito estala, somente o Judiciário poderá resolvê-lo” (Sociedades por Ações. v. II, 3ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 1959, p. 75).

⁶ Note-se que a oponibilidade da convenção do usufruto a terceiros, inclusive a própria companhia, requer o devido registro/averbação do usufruto, nos termos exigidos por lei, configurando sua oponibilidade *erga omnes*, qualidade atribuída aos direitos e garantia reais.

⁷ v. art. 166, III e VI, e art. 167, §1º, do Código Civil.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

situações, o que se vê é que, em essência, a vontade manifestada no voto deriva daquele que se encontraria impedido, caso pretendesse exercer diretamente o direito de voto.

16. Portanto, entendo que, em regra, se assim convencionado no ato de instituição do usufruto, o acionista administrador perde o direito de intervir nas deliberações sociais em relação à matéria em que o direito de voto foi transferido exclusivamente ao usufrutuário.

17. Contrariamente, se não tiver havido convenção de voto ou, ainda, se esta atribuir o direito de voto indistintamente (concomitantemente) ao nu-proprietário (acionista administrador) e ao usufrutuário, ambos deverão decidir, de comum acordo, previamente à manifestação na assembleia geral de acionistas, como será exercido o voto na deliberação acerca das contas da administração. Nesse caso, o voto expressará manifestação de vontade conjunta, seja por presunção legal, seja por força da convenção. Como a formação da vontade para o exercício do direito estará sujeita, necessariamente, à intervenção do administrador, na oportunidade da busca pelo consenso, entendo que remanesceria o impedimento de voto, ainda que fosse manifestado em assembleia pelo usufrutuário.

II. Caso Concreto

18. Neste processo, a Acusação entendeu que as ações de propriedade dos Acusados não poderiam compor o bloco de ações vinculadas ao Acordo de Acionistas para fins de voto na deliberação de que se trata, nem mesmo se considerada sua ausência na reunião prévia e na assembleia em questão, uma vez que a prerrogativa dos signatários do Acordo de Acionistas (entre os quais os Acusados) de realizarem reunião prévia para a instrução de voto nas matérias a serem deliberadas em assembleia não poderia afastar a vedação contida nos arts. 115, §1º, e 134, §1º, da Lei nº 6.404/1976.

19. Ao refutar a tese acusatória, os Acusados alegaram, em síntese, que não participaram da formação da instrução de voto aprovada em reunião prévia e que sequer detinham direito de voto, uma vez que o pleno gozo desse direito, em razão de usufrutos constituídos sobre a totalidade das ações de sua propriedade, caberia aos usufrutuários, que eram seus familiares e também eram acionistas da GPC. Segundo os Acusados, o cômputo de suas ações no bloco de ações vinculadas ao Acordo de Acionistas decorria do disposto no §9º do art. 118 da Lei nº 6.404/1976, tendo em vista a ausência dos Acusados e dos usufrutuários à reunião prévia e à assembleia geral. Assim, não haveria como se verificar no caso concreto que os acionistas estariam atuando em causa própria, elemento essencial para a caracterização do conflito.

⁸ § 9º O **não comparecimento** à assembleia ou às reuniões dos órgãos de administração da companhia, bem como as abstenções de voto de qualquer parte de acordo de acionistas ou de membros do conselho de administração eleitos nos termos de acordo de acionistas, **assegura à parte prejudicada o direito de votar com as ações pertencentes ao acionista ausente ou omissa** e, no caso de membro do conselho de administração, pelo conselheiro eleito com os votos da parte prejudicada. (grifos aditados).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

20. Especificamente na matéria de que se trata, não me convence a alegação de que, seria necessária a presença dos Acusados na reunião prévia, para verificar a situação de impedimento de voto, que, como dito, no caso, decorria do simples fato de que esses eram também administradores, o que, sem dúvida, era do conhecimento de todos. É igualmente não convincente a alegação de que tal ausência eliminaria sua influência determinante.

21. De todo modo, a meu ver, não é essa a principal discussão que aqui se coloca, mas sim se os usufrutos, nas circunstâncias em que constituídos e implementados, eram, efetivamente, aptos a afastar a vedação legal (também expressa no Acordo de Acionistas) ao cômputo das ações de titularidade de acionistas em situação de conflito de interesses no bloco de ações vinculadas ao acordo, para fins da referida deliberação na AGO.

22. Releva, assim, aferir se, no caso, a situação de impedimento de voto teria mesmo restado desconfigurada em razão dos usufrutos celebrados. Em outras palavras, é necessário perquirir se há razão para imputar aos Acusados (e não aos usufrutuários) responsabilidade pelos votos computados com base nas referidas ações integrantes do bloco de ações vinculadas ao Acordo de Acionistas, não obstante o que havia sido convencionado com os usufrutuários.

23. Quanto a isso, em primeiro lugar, esclareço que não divirjo do entendimento do Relator de que os usufrutos de ações instituídos pelo acusado Paulo Cesar Palhares⁹ em favor de seus filhos não encontram respaldo jurídico e sequer podem ser efetivamente caracterizados, do ponto de vista conceitual, como negócio de usufruto, por terem tido como objeto exclusivo o direito de voto atribuído às ações¹⁰.

24. Reconheço, como muito bem pontuado pelo Relator, que a CVM não tem competência para anular ou declarar nulidades de atos jurídicos, o que cabe ao Judiciário, mas

⁹ Já o outro acusado instituiu usufruto sobre os direitos econômicos e de voto.

¹⁰ Marcelo Lamy Rego assim se pronuncia sobre a questão: “*O direito de voto não pode ser objeto de usufruto. A proibição advém do princípio geral de que o direito de voto, porque indissociável da ação, não pode ser alienado ou cedido independentemente da ação (...). Além disso, o próprio instituto do usufruto não comporta o usufruto do direito de voto. Dispõe o artigo 1.390 do Código Civil que o usufruto pode abranger os frutos e utilidades de bens móveis ou imóveis. PONTES DE MIRANDA (1957, Tomo XIX, p. 14), comentando o texto do Código Civil anterior, semelhante ao atual, o define como o direito real limitado que consiste em ter determinada pessoa, física ou jurídica, o uso e a fruição da coisa gravada, respeitados a própria coisa e o seu destino. É, portanto, direito real que restringe a propriedade. Pondera, ainda, que quem só usa e frui não destaca elemento da propriedade, posto que lhe restrinja o conteúdo e, pois, o exercício. O direito de usufruto é direito restringente. Nem ele, nem o uso, nem a habitação arrancam pars dominii, ou pars rei. O dono, sem deixar de ser, integralmente, dono, fica privado de usar e fruir, atividades de exercício de domínio. É, pois, da essência do usufruto o direito do usufrutuário aos frutos da coisa gravada; e o usufruto que é constituído tão-somente sobre o direito de voto, e não confere o direito de receber dividendos e lucros, é nulo porque não satisfaz a requisito essencial do negócio, sem o qual não se configura a existência do negócio jurídico de usufruto. Tem razão, pois, JOSÉ LUIZ BULHÕES PEDREIRA (parecer não publicado) quando afirma que o voto não é fruto da ação, mas exercício de direito nela contido como instrumento para que o acionista contribua para a formação da vontade social. Assim, o direito de voto não pode, por conseguinte, ser objeto de usufruto. O que é objeto do usufruto, nos termos do artigo 40 da LSA, é a ação” (In Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira (coord.). Direito das Companhias. V. 1. Rio de Janeiro: Forense, 1ª ed., 2009, pp. 391-392) (grifos adotados). No mesmo sentido: EIZIRIK, Nelson (*op.cit.*, pp. 649-650).*



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

que isso não afasta a prerrogativa da CVM de formar seu juízo acerca da legalidade e da validade dos referidos usufrutos quando do julgamento deste processo sancionador¹¹.

25. De todo modo, no presente caso, também não me parece ser determinante para a conclusão de responsabilização dos Acusados o exame quanto a se os referidos usufrutos eram formalmente válidos nos termos avençados.

26. Isso porque, como bem detalhado no voto do Diretor Relator, os elementos fáticos que circundam a celebração dos instrumentos de constituição de usufruto, em especial o contexto de iminente e previsível embate societário em assembleia¹², e o modo pelo qual foi alcançado o cômputo dos votos relativos às ações pertencentes aos Acusados, considerados em conjunto, são indícios a meu ver suficientes para demonstrar que, no caso concreto, os referidos negócios jurídicos foram utilizados como meio escolhido pelos Acusados para que o bloco de ações vinculadas ao Acordo de Acionistas (incluindo as suas¹³) estivesse em condições de preponderar na futura deliberação assemblear a respeito da tomada de contas dos administradores, com o claro propósito de burlar as disposições legais que impunham o impedimento de voto dos Acusados (e, portanto, a exclusão de tais ações do cômputo) e que restaram por eles infringidas.

27. Também considero, em linha com o ponderado pelo Relator, que o fato de os usufrutuários não terem comparecido à reunião prévia e à assembleia evidencia uma contradição da tese de defesa de que, por meio dos usufrutos, se pretendia fazer prevalecer o voto dos usufrutuários, quando sequer houve manifestação por parte daqueles.

28. Quando constata-se o desvio de finalidade e que os votos, em realidade, não deixaram de exprimir a manifestação de vontade dos Acusados (inteiramente alinhada com os demais integrantes do bloco), é forçoso reconhecer que, como salientado pelo Relator, o arbítrio das partes não poderia afastar as disposições imperativas das normas que proíbem o administrador de aprovar suas próprias contas, o que vale também quanto ao exercício pelo representante do bloco nas hipóteses de não comparecimento ou abstenção de acionistas com relação às ações vinculadas ao Acordo de Acionistas. Se assim não fosse, bastaria ao acionista administrador, signatário de acordo de acionistas com vinculação de voto, ausentar-se para que fosse superado o impedimento legal.

29. Tanto é assim que o próprio Acordo de Acionistas¹⁴ impunha aos Acusados que revelassem eventuais situações de impedimento de voto, caso em que suas ações teriam de ser desconsideradas nas deliberações da reunião prévia e no cômputo das ações vinculadas para fins de votação em bloco, na assembleia geral. No entanto, os usufrutos serviam justamente

¹¹ E do PAS CVM nº RJ2017/1158 (conexo), também julgado nesta data.

¹² Ainda que os usufrutos tenham sido celebrados em novembro de 2015, a própria defesa reconhece que já se considerava o contexto de embate com minoritário, que, segundo aponta, tentava enfraquecer a administração da companhia, criando situações de conflito para tentar prevalecer nas deliberações sociais.

¹³ E, nesse contexto, a situação não se diferencia pelo fato de que eles eram minoritários no bloco.

¹⁴ v. item 58 do voto do Diretor Relator, em que transcrito o parágrafo quarto da Cláusula Terceira.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

como meio para que os Acusados conseguissem viabilizar a utilização irregular de ações de sua propriedade para aprovação de suas próprias contas, sob a aparência de estarem praticando uma conduta regular.

30. Merece também destaque a informação apontada no voto do Relator¹⁵ de que os Acusados votaram em assembleia geral extraordinária realizada em 09.05.2016 (ou seja, já após a instituição dos usufrutos), em matéria a respeito da qual, nos termos pactuados, o direito de voto caberia aos usufrutuários e não aos Acusados, o que reforça a percepção de que o avençado não refletia o que as partes concretizavam na prática.

31. Por fim, ressalvo que é o conjunto fático-probatório referido acima que me conduz à convicção de que os Acusados devem ser responsabilizados pela infração imputada e não o fato de que os usufrutos foram instituídos a título gratuito, por prazo indeterminado, com pessoas com as quais os Acusados mantinham vínculos familiares.

32. Com efeito, como também reconhece o Relator, não há qualquer ilegalidade de *per se* na instituição de usufruto de ações em favor de filhos ou de cônjuge. Tampouco se deve considerar, *a priori*, que o nu-proprietário, nessas condições, é que estaria votando, por interposta pessoa, a cada vez que o usufrutuário exercesse esse direito na assembleia de acionistas, mesmo que em observância à convenção de voto celebrada por ocasião da instituição do gravame. A meu ver, o caso concreto não contamina o instituto. O uso do instituto em fraude a lei é que contamina o caso concreto.

33. De todo modo, em que pesem tais características (prazo indeterminado, pacto não oneroso e vínculos familiares entre as partes), quando individualmente consideradas, não serem aptas a configurar, de *per se*, a prática do ilícito que trata este processo, uma vez tomadas no conjunto, acabam reforçando sim as evidências de que os Acusados, por meio de uma série de expedientes adotados de modo comissivo e omissivo, lograram fazer prevalecer sua vontade no voto para aprovação de suas próprias contas, devendo ser responsabilizados por violação ao disposto no art. 115, §1º, c/c o art. 134, §1º, da Lei nº 6.404/1976.

É como voto.

Rio de Janeiro, 23 de junho de 2020.

Flávia Sant'Anna Perlingeiro

Diretora

¹⁵ Essa informação consta do item 55 do voto do Diretor Relator.