



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](http://www.cvm.gov.br)

**PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº RJ2017/1158**

(Processo Eletrônico nº SEI 19957.002277/2017-52)

Reg. Col. 0815/17

**Acusados:** Emílio Salgado Filho  
Luiz Fernando Cerne Lima  
Paulo Cesar Peixoto de Castro Palhares

**Assunto:** Apurar a responsabilidade de administradores e acionistas da GPC Participações S.A. - Em Recuperação Judicial, e a ocorrência de infrações relacionadas (i) ao atraso na convocação e realização de assembleia geral ordinária (art. 132 c/c 142, IV, da Lei nº 6.404/1976); e (ii) ao 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 6.404/1976).

**Diretor Relator:** Henrique Machado

**MANIFESTAÇÃO DE VOTO**

Senhor Presidente,

1. Eu também voto pela condenação de Emílio Salgado Filho, Luiz Fernando Cerne Lima e Paulo Cesar Peixoto de Castro Palhares 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, relativamente às infrações ao art. 115, §1º, c/c art. 134, §1º, da Lei nº 6.404, de 15.12.1976, imputadas exclusivamente aos acusados Emílio Salgado Filho e Paulo Cesar Peixoto de Castro Palhares (“Acusados”).

2. Esclareço, inicialmente, que compartilho da visão de que houve a utilização irregular das ações de titularidade dos Acusados – acionistas e administradores da GPC<sup>1</sup> – integrantes do bloco de ações vinculadas ao Acordo de Acionistas, quanto à deliberação sobre suas próprias contas, relativas ao exercício social findo em 31.12.2015, à luz do impedimento de voto dos Acusados.

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

---

<sup>1</sup> 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](http://www.cvm.gov.br)

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 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 acionista<sup>2</sup>.

6. Consoante a disciplina legal do instituto<sup>3</sup>, 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. 114<sup>4</sup> 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.

---

<sup>2</sup> 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).

<sup>3</sup> 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.

<sup>4</sup> 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](http://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 voto<sup>5</sup>.

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 convencionado<sup>6</sup>.

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 lei<sup>7</sup>, pois, em tais

---

<sup>5</sup> 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).

<sup>6</sup> 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.

<sup>7</sup> 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](http://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.

---

<sup>8</sup> § 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](http://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 Palhares<sup>9</sup> 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 ações<sup>10</sup>.

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

---

<sup>9</sup> Já o outro acusado instituiu usufruto sobre os direitos econômicos e de voto.

<sup>10</sup> 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 consequente, 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](http://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 sancionador<sup>11</sup>.

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 assembleia<sup>12</sup>, 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 suas<sup>13</sup>) 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 Acionistas<sup>14</sup> 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

---

<sup>11</sup> E do PAS CVM nº RJ2018/2150 (conexo), também julgado nesta data.

<sup>12</sup> 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.

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

<sup>14</sup> v. item 76 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](http://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 Relator<sup>15</sup> 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

---

<sup>15</sup> Essa informação consta do item 73 do voto do Diretor Relator.