



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 RJ2017/1158

(Processo Eletrônico nº SEI 19957.002277/2017-52)

Reg. Col. nº 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 6.404/76); 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 6.404/76).

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 (i) de Emílio Salgado, Luiz Fernando Lima e Paulo Cesar Palhares, na qualidade de membros do conselho de administração da GPC, pela convocação e realização intempestiva da assembleia geral ordinária relativa ao exercício social findo em 31.12.2015, e (ii) de Emílio Salgado e Paulo Cesar Palhares, também na qualidade de acionistas da Companhia, pela utilização irregular de ações de sua propriedade para

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

aprovação de suas próprias contas, do relatório de administração e das demonstrações financeiras relativas ao exercício social findo em 31.12.2015.

2. Em sede preliminar, o acusado Luiz Fernando Lima suscita a nulidade do presente processo administrativo sancionador, por não ter sido intimado a prestar esclarecimentos previamente à formulação das acusações contra ele direcionadas, em suposta violação ao disposto no art. 11, c/c art. 18, II, da Deliberação CVM nº 538/08 (“DCVM 538/08”)².

3. Alega, ainda, que não houve o detalhamento das condutas típicas que lhe são imputadas, acarretando uma inversão do ônus da prova, em prejuízo ao seu direito de defesa e contraditório.

4. Os argumentos, contudo, não merecem prosperar. Em observância ao art. 6º da DCVM 538/08, a SEP se desincumbiu do ônus de apontar, no Termo de Acusação, os fatos que demonstrariam a ocorrência da infração, bem como as provas que atestariam a participação do acusado. Ademais, o Termo de Acusação indica, claramente, os dispositivos legais que teriam sido violados, sendo certo que o acusado pôde impugnar especificadamente todas as alegações de irregularidades relativas ao atraso na convocação e realização da assembleia geral ordinária.

5. Acrescente-se que é pacífico o entendimento desta Autarquia³ no sentido de que a oitiva preliminar tem por objetivo apenas auxiliar a área técnica na instrução da etapa investigativa necessária ao exercício do poder de polícia pela CVM, não representa um direito subjetivo aos investigados e tampouco se confunde com defesa prévia.

6. Desta feita, rejeito as preliminares suscitadas.

II. MÉRITO

II.1. DO ATRASO NA CONVOCAÇÃO E REALIZAÇÃO DE AGO

7. Conforme relatado, a AGO referente ao exercício social findo em 31.12.2015, que deveria ter sido realizada até 30.04.2016, somente foi convocada em 05.05.2016 e realizada em 07.06.2016. Sendo assim, é necessário reconhecer desde logo que a

² Os mencionados dispositivos foram refletidos, com pequenas alterações que não lhe alteraram a substância, respectivamente, nos artigos 5º e 41 da Instrução CVM nº 607, de 17.06.2019 (“ICVM 607/2019”), que revogou a Deliberação CVM nº 538/2008. De toda forma, cumpre salientar que os atos praticados anteriormente à ICVM 607/2019, como foi o caso do Termo de Acusação (apresentado em 28.04.2017), regem-se pela norma vigente quando de sua ocorrência (*tempus regit actum*), como recentemente me manifestei no Processo Administrativo CVM nº SP2016/0053, de minha relatoria, em 14.04.2020.

³ Processos Administrativos Sancionadores CVM nºs RJ2006/8572, Dir. Relator Otavio Yazbek, j. em 16.03.2010; RJ2016/4712, Rel. Dir. Gustavo Tavares Borba, j. em 24/04/2018; e RJ2016/7352, Dir. Relator Henrique Machado, j. em 20.02.2018.



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

mencionada AGO foi convocada e realizada extemporaneamente, após o prazo constante do art. 132 da Lei nº 6.404/1976, de forma que sua intempestividade é inequívoca.

8. Em suas defesas, conforme descrito no Relatório, os principais argumentos apresentados pelos acusados foram que: (i) o atraso na convocação e realização da AGO decorreu da inexistência de demonstrações financeiras a serem apreciadas em assembleia, uma vez que as demonstrações financeiras auditadas da Companhia relativas ao exercício findo em 31.12.2015 teriam sido concluídas com atraso; (ii) o atraso não teria gerado prejuízos à Companhia ou seus acionistas; e (iii) os acionistas estavam informados sobre o atraso na referida AGO, conforme comunicado ao mercado divulgado pela Companhia em 11.04.2016.

9. A par da relevância dos argumentos apresentados, eles não afastam a caracterização da infração imputada aos Acusados.

10. Com efeito, a jurisprudência⁴ desta comissão resta consolidada no sentido de que a convocação e a realização de AGO devem ocorrer mesmo quando não há demonstrações financeiras a serem analisadas. Isto porque o objetivo da assembleia não é apenas a discussão e votação das demonstrações financeiras; ao contrário, o conclave também tem por finalidade o exame de outras matérias de suma importância para a vida das companhias como, por exemplo, a avaliação e eleição de administradores e do conselho fiscal. Ademais, a assembleia também pode funcionar como local para interação com a administração, inclusive para obtenção de informações quanto ao atraso na produção das demonstrações financeiras pendentes.

11. Noutro ponto, a violação aos arts. 142, IV, c/c 132 da LSA não requer a comprovação ou demonstração do prejuízo causado a acionistas ou ao mercado. Primeiro, e principalmente, porque a própria lei não estabelece a demonstração do dano como requisito para a violação aos mencionados dispositivos, bastando, para tanto, a verificação factual de que os prazos legais foram desobedecidos. Dito de outra forma, a convocação e a realização da assembleia não podem ser adiadas, ao arpejo da lei, consoante o juízo discricionário da administração quanto à existência ou não de prejuízo para o mercado. Ademais, o descumprimento de normas desse jaez produz danos difusos aos participantes e à imagem do mercado de valores mobiliários, de forma que eventual exigência de demonstração objetiva dos prejuízos causados em muito reduziria a efetividade de seus comandos.

12. Pelas mesmas razões, afasto o argumento da defesa de que o atraso da assembleia poderia ser desconsiderado em razão da divulgação de comunicado ao

⁴ Nesse sentido, dentre outros, PAS RJ2015/4018, Rel. Diretor Gustavo Tavares Borba, julgado em 28.06.2016; PAS CVM RJ2010/12043, Rel. Dir. Luciana Dias, julgado em 02.04.2013; PAS CVM RJ2012/6160, Rel. Dir. Luciana Dias, julgado em 10.6.2014; PAS CVM nº RJ2005/6763, Rel. Presidente Marcelo Trindade, julgado em 13.01.2007; PAS CVM nº RJ2005/8604, Dir. Rel. Maria Helena Fernandes Santana, julgado em 04.04.2007; e PAS CVM RJ2006/5343, Dir. Rel. Eli Loria, julgado em 26.08.2008.



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

mercado. Apesar de medida adotada pela administração ser positiva para o mercado e para os acionistas, a mesma não substitui a regular realização do conclave.

13. Por fim, tendo se verificado o descumprimento das obrigações de convocação e realização de assembleias gerais ordinárias, resta verificar se os administradores indicados pela Acusação são responsáveis por tais infrações, o que passo a analisar.

14. A leitura das atas de reunião do conselho de administração enviadas pela Companhia à CVM aponta que os Acusados ocupavam, à época, os cargos de conselheiros de administração da Companhia, sendo a função de presidente ocupada por Paulo Cesar Palhares.

15. Vale registrar que a responsabilidade pela convocação da assembleia geral não é restrita ao presidente do conselho de administração, ainda que o estatuto social da Companhia, à época dos fatos, descreva tal atribuição apenas em relação ao presidente. A adoção de medidas para a sua realização compete ao órgão como um todo, devendo todos os seus membros diligenciar para que, na omissão do presidente – caso, segundo o estatuto, a esse compita originariamente a convocação –, o órgão cumpra suas atribuições legais⁵.

16. Assim, considerando que o presidente do órgão, Paulo Cesar Palhares, não convocou a assembleia e que não foi demonstrada qualquer providência por parte dos demais membros do conselho, Emílio Salgado e Luiz Fernando Lima, quanto a essa omissão, concluo que todos os Acusados devem responder pela infração.

17. Diante do exposto, concordo com a conclusão da SEP de que os Acusados violaram o disposto nos arts. 142, IV, c/c 132 da lei societária, tendo em vista a intempestividade na convocação e realização da assembleia geral ordinária referente ao exercício social findo em 31.12.2015. As razões do atraso apontadas pela defesa, os danos causados ao mercado e a medida tomada para divulgação do fato ao mercado serão ponderadas por oportunidade da fixação da penalidade.

II.2. DO EXERCÍCIO IRREGULAR DO DIREITO DE VOTO

18. A segunda 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.

19. Segundo a Acusação, o conflito seria caracterizado pelo fato de os referidos acionistas ocuparem cargos na administração da Companhia, o que ensejaria o seu

⁵ Conforme já tive a oportunidade de registrar no âmbito dos processos administrativos sancionadores n^{os} RJ2016/4711 (SEI 19957.002738/2016-14), julgado em 02.07.2019, e SEI 19957.006903/2016-07, julgado em 12.07.2018, ambos de minha relatoria. No mesmo sentido é o PAS CVM SEI nº 19957.004984/2018-64, Dir. Rel. Carlos Alberto Rebello Sobrinho, julgado em 27.08.2019.



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

impedimento de voto na deliberação sobre suas próprias contas, o relatório de administração e as demonstrações financeiras relativas ao exercício social de 2015.

20. 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.

21. 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.

22. 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.

23. 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.

II.2.1. DO REGIME JURÍDICO DO USUFRUTO E SUA APLICAÇÃO NO CASO CONCRETO

24. 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.



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

25. 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.

26. 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 doutrina⁶, 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.

27. 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*”⁷.

28. 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 à utilização e fruição da participação acionária⁸. O referido instituto configura, assim, exceção legal ao princípio da indivisibilidade da ação, consagrado no art. 28 da Lei nº

⁶ 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.

⁷ MIRANDA, Pontes de. *Tratado de Direito Privado*, Vol. 19 (Atualizado por Vilson Rodrigues Alves). Campinas: Bookseller Editora, 2002, p. 47.

⁸ 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.



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

6.404/76⁹, 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)¹⁰.

29. 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.

30. 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 social¹¹, e outros, como o direito de voto, são ínsitos às ações ordinárias¹², mas podem ser suprimidos às ações preferenciais¹³.

31. 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 estiver regularmente averbado (art. 40)¹⁴⁻¹⁵. 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.

⁹ “Art. 28. A ação é indivisível em relação à companhia.”

¹⁰ “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 incidibilidade – a ação, como conjunto de direitos, é incidível: 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)

¹¹ 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.”

¹² “Art. 110. A cada ação ordinária corresponde 1 (um) voto nas deliberações da assembleia-geral.”

¹³ 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.

¹⁴ “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.”

¹⁵ “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 anotará no extrato da conta de depósito fornecida ao acionista.”



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

32. 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”¹⁶. 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 companhia¹⁷⁻¹⁸.

33. 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 nulo¹⁹.

34. 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 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”²⁰.

35. 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

¹⁶ 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.

¹⁷ 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.

¹⁸ 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.

¹⁹ 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).

²⁰ 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.



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

econômico²¹ 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*”²².

36. Acrescente-se que, embora a lei societária reconheça a validade das convenções de voto, como expressamente preceitua seu art. 118²³, é pacífico o entendimento de que tais acordos não podem ser invocados como instrumento para a transferência do exercício do direito de voto para terceiros²⁴⁻²⁵.

37. 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 propriedade²⁶. Ainda que largamente admitido pela

²¹ “*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.

²² 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.

²³ 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.

²⁴ 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 Vilson 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.

²⁵ 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.*”

²⁶ 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*, 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/ubl/vol4/iss2/4>. Acesso em 04.05.2020.



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 críticas²⁷ 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”.²⁸

38. 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.

39. 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 titularidade²⁹, este recaiu “*exclusivamente sobre o direito de voto*”, não contemplando os direitos patrimoniais contidos na ação³⁰.

40. É bem verdade que não cabe à CVM anular ou declarar nulidades de atos jurídicos, o que compete ao Poder Judiciário³¹. Isso não afasta, contudo, o poder do órgão regulador de, no exercício do seu poder de supervisão e sanção, interpretar fatos e atos

²⁷ 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>.

²⁸ 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.

²⁹ 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.

³⁰ 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: [...]*”.

³¹ 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.*”



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

societários apurados no âmbito do seu mandato legal e efetuar seu juízo sobre a legalidade desses atos³².

41. 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.

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

43. 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.

44. 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)³³.

45. 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.

46. A questão da titularidade do exercício do direito de voto das ações gravadas com usufruto é bastante controvertida, distinguindo-se aqueles que defendem a legitimidade do usufrutuário nas condições especificadas no ato de constituição do

³² 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.

³³ “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

gravame ou posteriormente acordadas com o proprietário³⁴, e aqueles que a ela se opõem³⁵.

47. 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 própria³⁶. Caso contrário, a simples constituição de usufruto seria capaz de afastar a proibição de voto dirigida à pessoa natural do acionista.

48. 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 Civil³⁷. 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)

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

50. 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

³⁴ 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.

³⁵ LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. Saraiva, 1980, p. 243.

³⁶ Destacando o caráter cogente da referida norma: MIRANDA, Pontes de. *Tratado de Direito Privado*, Vol. 50 (Atualizado por Vilson Rodrigues Alves). Campinas: Bookseller Editora, 2007, p. 359.

³⁷ “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

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)”³⁸.

51. 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.

52. 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.

53. 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 esse consenso não se obtém ou se vem a cessar³⁹, 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 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.

³⁹ 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*”.



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

54. 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.

55. 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.

56. 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.

57. 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 acordo⁴⁰ 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.

58. 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.

59. 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 a CVM em sua jurisprudência mais recente⁴¹. Como bem explicitado pelo então Diretor Pablo Renteria, no julgamento do PAS CVM nº RJ2014/10060:

⁴⁰ Na forma verbal ou escrita, sendo que esta última constitui prova de sua existência.

⁴¹ 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.



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

(...) 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.

60. 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 casuística⁴².

61. 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.

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

63. 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* [...]”

⁴² 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

*em especial naquelas em que as pessoas sujeitas a tais relações detêm participações em uma mesma companhia*⁴³.

64. 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.

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

66. Como narrado no relatório, os gravames foram firmados em 17.11.2015, próximo ao término do prazo legal para a realização da AGO (30.04.2016) e à data da efetiva realização da assembleia (07.06.2016), na qual foram aprovadas as contas dos administradores e as demonstrações financeiras da Companhia.

67. Ademais, na época da celebração dos negócios, estariam ocorrendo diversas desavenças entre, de um lado, os acionistas signatários do Acordo, detentores de 34,5% do capital social da GPC, e, de outro lado, o acionista Reclamante, titular de 33,36% do capital social, a respeito da condução da gestão da Companhia. Os próprios Acusados reconhecem, em sua defesa, a preocupação de que o Reclamante pudesse “*prevalecer em votações de acionistas*” e afirmam que o usufruto teria sido firmado para que “*não pairasse sobre os mesmos a preocupação de que um acionista oportunista utilizaria manobras para distorcer os fatos e, eventualmente, privar o bloco de controle da Companhia de votos que seriam valiosos para a aprovação de temas gerais da Companhia*”.

68. 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 na próxima assembleia geral e, por conseguinte, já era previsível o risco de reprovação das contas da administração.

69. Como comprova a Acusação, aliás, as ações vinculadas aos acionistas administradores foram determinantes para a aprovação da matéria. Consoante apontado no Termo de Acusação: (i) de acordo com o mapa de votação divulgado pela Companhia em 08.06.2016, 177.271.530 ações ordinárias, correspondentes a 53,4483% do capital social, votaram a favor da aprovação das contas de 2015, enquanto 152.508.335 ações ordinárias, correspondentes a 45,9821%, se posicionaram de forma contrária à aprovação; e (ii) se subtraídos os votos referentes às ações ordinárias detidas por Paulo Cesar Palhares

⁴³ 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

– 29.631.253 ações – e Emílio Salgado – 1.503.314 ações –, o número de ações ordinárias que teriam votado a favor da aprovação das contas dos administradores seria reduzido para 146.136.963, correspondente a 44,061% do capital social presente (percentual inferior, portanto, ao que votou pela rejeição da matéria).

70. 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.

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

72. 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.

73. 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 CVM⁴⁴. 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.

74. 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.2.2. A VINCULAÇÃO DE VOTO NO ACORDO DE ACIONISTAS

75. 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.

⁴⁴ 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

76. 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 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)

77. 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 contas⁴⁵.

78. 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.

79. 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 voto⁴⁶.

⁴⁵ 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.

⁴⁶ “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).”



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

80. Nessa perspectiva, alinho-me à posição já adotada pela CVM no PAS nº 09/2009⁴⁷, 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*”.

81. 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). Além disso, como ressaltai anteriormente, restou comprovado que as ações vinculadas aos acionistas administradores foram determinantes para a aprovação da matéria.

82. 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.2.3. PROIBIÇÃO DE VOTO

83. 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.

84. 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*⁴⁸. Nesse sentido, é expresso o § 1º do art. 115⁴⁹.

85. 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. 134⁵⁰ da lei societária, que também regula as limitações ao exercício do direito de voto do acionista administrador.

86. 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

⁴⁷ Rel. Dir. Luciana Dias, julgado em 21.07.2015.

⁴⁸ Veja-se, por todos: EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*, Volume I. São Paulo: Editora Quartier Latin, 2011, p. 657.

⁴⁹ “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.”

⁵⁰ “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 dispositivo⁵¹, 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*”.

87. Mais especificamente, a discussão reside em se a vedação de voto estaria restrita às contas dos administradores, ou se alcançaria também as demonstrações financeiras⁵². A questão ainda não foi enfrentada de forma clara pelo Colegiado, e na doutrina é objeto de divergências.

88. Nesse ponto, me filio à doutrina majoritária⁵³ e à jurisprudência dos nossos tribunais superiores, para quem a proibição de voto alcança também as demonstrações financeiras, pelas razões que passo a expor.

89. 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).

90. 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 balanço⁵⁴. A inovação da Lei nº 6.404/76 consistiu

⁵¹ O *caput* do art. 134 faz remissão aos documentos constantes do art. 133 da Lei nº 6.404/76.

⁵² 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.*”

⁵³ 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.

⁵⁴ 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 acionista⁵⁵, o que não era admitido sob a égide da lei anterior⁵⁶. 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.

91. 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 administradores⁵⁷, permitindo aos acionistas avaliar o desempenho de diretores e conselheiros.

92. 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

⁵⁵ “Art. 126. [...] § 1º O acionista pode ser representado na assembléia-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.”

⁵⁶ 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.

⁵⁷ 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.⁵⁸

93. 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*”⁵⁹ acerca de elemento essencial à tomada de contas dos administradores.

94. 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.

95. 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

⁵⁸ COMPARATO, Fabio Konder. *Natureza Jurídica do Balanço de Sociedade Anônima. Licitação*. In: *Doutrinas Essenciais de Direito Empresarial*, vol. 3, 2010, p. 693.

⁵⁹ 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*⁶⁰⁻⁶¹.

96. 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 própria⁶². 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*”⁶³.

97. Registre-se, ademais, que é praxe no mercado a deliberação conjunta dessas matérias em um único item da ordem do dia da assembleia geral⁶⁴ – como ocorreu no

⁶⁰ 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).

⁶¹ 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.

⁶² 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.)

⁶³ NETO, Alfredo Sergio Lazzareschi. *Tratado de Direito Comercial*, coord. Fabio Ulhoa Coelho, vol. 2, Ed. Saraiva, p. 446.

⁶⁴ 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.

98. 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.

99. Ocorre que, no caso concreto, se por um lado o termo de acusação corretamente enfrenta os efeitos da aprovação de contas na esfera jurídica dos administradores, por outro lado não o faz com relação às demonstrações financeiras. Por conta disso, muita embora tenha sido imputada aos acusados responsabilidade por infração ao disposto no art. 115, § 1º, c/c 134, § 1º, da Lei nº 6.404/1976, entendo não ter sido aduzida na peça acusatória fundamentação suficiente para embasar a imputação de irregularidade quanto à aprovação das demonstrações financeiras referentes ao exercício social findo em 31.12.2015.

100. Esse fato, contudo, não altera a conclusão de que os administradores Emílio Salgado e Paulo Cesar Palhares infringiram a proibição estabelecida nos artigos 115, § 1º, e 134, § 1º, da Lei nº 6.404/1976, ao votarem na aprovação de suas próprias contas relativas ao exercício de 2015, mediante o cômputo de suas ações no bloco de ações vinculadas ao Acordo de Acionistas.

III. DOSIMETRIA

101. 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.

102. Quanto à violação aos arts. 132 c/c 142, IV, da Lei nº 6.404/76, decorrente do atraso na convocação e realização de assembleia geral ordinária, entendo que a penalidade

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>.



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 ser aplicada aos Acusados Luiz Fernando Lima⁶⁵, Paulo Cesar Palhares⁶⁶ e Emilio Salgado⁶⁷ deve considerar a baixa gravidade em abstrato do ilícito e contemplar as diversas atenuantes verificadas no caso concreto. Nesse sentido, militam a favor dos acusados o relativo pouco tempo de atraso da assembleia, a ausência de prejuízos financeiros diretos a investidores e o fato de ter sido publicado fato relevante. Não verifico a existência de agravantes.

103. Quanto à infração aos artigos 115, § 1º, e 134, § 1º, da Lei nº 6.404/1976, ao votar, indiretamente, pela aprovação das suas contas como administradores da Companhia, avalio que a penalidade a ser aplicada aos acusados deve considerar a relevante gravidade em abstrato do ilícito e as agravantes demonstradas ao longo deste voto. A infração dos administradores da companhia foi cometida mediante ardil e restou determinante para alterar o resultado da votação no âmbito da assembleia geral que concluiu pela aprovação das contas dos administradores. Além da vantagem indevida obtida pelos infratores, não se pode desconsiderar a mácula que a conduta representa à imagem do mercado de valores mobiliários.

104. Com efeito, verifica-se no caso concreto, não só a violação à correta interpretação do art. 114, da Lei nº 6.404/76, como também a fraude à lei concretizada pela utilização indevida do instituto do usufruto de ações, de que trata o mencionado dispositivo, com a finalidade de evitar a incidência da norma de ordem pública inserta nos arts. 115, § 1º, e 134, § 1º, da Lei nº 6.404/76. A conduta resultou na indevida aprovação das contas dos administradores em detrimento da posição dos acionistas minoritários, conforme demonstrado pelo mapa de votação.

105. Entendo que a conduta praticada pelos Acusados é extremamente reprovável e deveria ser penalizada com a inabilitação temporária, pelo prazo mínimo de 5 anos, para o exercício de cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, de entidade do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários. Ocorre, entretanto, que a infração ao art. 115 da Lei nº 6.404/1976 foi caracterizada como grave apenas com a oportuna edição da Instrução CVM nº 607, de 17 de junho de 2019⁶⁸, de forma que as condutas infracionais

⁶⁵ Condenado à penalidade de multa no âmbito do PAS CVM nº RJ2014/591, por violação aos arts. 154, §1º, e 138, §1º, da Lei nº 6.404/76. Acórdão do CRSFN 263/2018, de 12 de dezembro de 2018, transitado em julgado.

⁶⁶ 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.

⁶⁷ 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.

⁶⁸ ICVM 607/19. ANEXO 64.



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

aplicadas anteriormente à sua edição não ensejam a aplicação de penalidades de restrição de direitos previstas nos incisos III a VIII do art. 11 da Lei nº 6.385/76.

IV. CONCLUSÃO E PENALIDADES

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

- (i) Pela condenação de **Luiz Fernando Lima**, na qualidade de membro do conselho de administração da GPC, à penalidade de **advertência**, pela convocação e realização intempestiva da assembleia geral ordinária relativa ao exercício social findo em 31.12.2015, em infração aos artigos 132 e 142, IV, da Lei nº 6.404/76;
- (ii) Pela condenação de **Paulo Cesar Palhares**, na qualidade de presidente do conselho de administração da GPC:
 - (a) à penalidade de **advertência**, pela convocação e realização intempestiva da assembleia geral ordinária relativa ao exercício social findo em 31.12.2015, em infração aos artigos 132 e 142, IV, da Lei nº 6.404/76; e
 - (b) à penalidade de **multa pecuniária no valor de 500.000,000 (quinhentos mil reais)**⁶⁹, por infração aos artigos 115, § 1º, e 134, § 1º, da Lei nº 6.404/1976, ao votar, indiretamente, pela aprovação das suas contas como administrador da Companhia referente ao exercício de 2015.
- (iii) Pela condenação de **Emílio Salgado**, na qualidade de membro do conselho de administração da GPC:
 - (a) à penalidade de **advertência**, pela convocação e realização intempestiva da assembleia geral ordinária relativa ao exercício social findo em 31.12.2015, em infração aos artigos 132 e 142, IV, da Lei nº 6.404/76; e
 - (b) à penalidade de **multa pecuniária no valor de 500.000,000 (quinhentos mil reais)**, por infração aos artigos 115, § 1º, e 134, § 1º, da

Art. 1º Consideram-se infração grave, ensejando a aplicação das penalidades previstas nos incisos III a VIII do art. 11 da Lei nº 6.385, de 1976, as seguintes hipóteses:

I – descumprimento dos arts. 115; 116; 117; 153; 154, caput e §§ 1º e 2º; 155, caput e §§ 1º, 2º e 4º; 156, caput e § 1º; 165, caput e §§ 1º e 2º; 201; 202, caput e §§ 5º e 6º; 205, caput e § 3º; 245; 254-A, caput; e art. 273 da Lei nº 6.404, de 1976;

⁶⁹ Nesse sentido, a decisão do colegiado da CVM no Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2014/10060, julgado em 10 de novembro de 2015, cuja penalidade imposta foi reformada pelo Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional, que deu parcial provimento ao Recurso Voluntário nº 14.405, para converter a pena de inabilitação pelo prazo de cinco anos à pena de multa de R\$ 500 mil, em decorrência de voto com conflito de interesses.



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

Lei nº 6.404/1976, ao votar, indiretamente, pela aprovação das suas contas como administrador da Companhia referente ao exercício de 2015.

É como voto.

Rio de Janeiro, 23 de junho de 2020.

HENRIQUE BALDUINO MACHADO MOREIRA
DIRETOR RELATOR