



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM SEI Nº 19957.011341/2018-77

Reg. Col. nº 2201/21

- Acusado:** J&F Investimentos S.A.
- Assunto:** Apurar suposto abuso de poder de controle de J&F Investimentos S.A., na qualidade de acionista controladora da Eldorado Brasil Celulose S.A., por fazer uso de estrutura de controle de forma a vincular o voto de membros do conselho de administração indicados por acionistas minoritários à orientação do acionista controlador, na forma do art. 117 da Lei nº 6.404/1976.
- Relator:** Presidente Marcelo Barbosa

Manifestação de Voto

1. Apresento algumas considerações adicionais sobre alguns aspectos um pouco para além das especificidades do caso. Estas foram a meu ver esgotadas de maneira da qual em nada diverjo no voto do Relator, que, portanto, acompanho integralmente em suas razões e conclusões.
2. Entendo que o processo tenha nascido com outros fatos e acusados, que deixaram de integrar o objeto deste julgamento por ter havido a realização de termos de compromisso. Deste modo, não há como avaliar sua pertinência acerca desses outros elementos, mas a acusação remanescente me parece ser mais que improcedente, e sim descabida mesmo em abstrato pois apoiada numa premissa absolutamente falha. Este é o motivo desta breve manifestação, tendo em vista a função de sinalização para futura atuação desta Autarquia em situações análogas.
3. Transparece da leitura da Acusação que seu cerne não é a desconsideração dos votos dos conselheiros na RCA de dezembro de 2016, embora esta até sirva para evitar a prescrição, mas sim a adoção da estrutura de governança baseada em acordos que vinculam a manifestação dos conselheiros ao que tiver sido determinado previamente, nos termos dos acordos de acionistas e cotistas.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

4. Nada impediria que neste caso se questionasse a própria deliberação em que os votos dos conselheiros foram desconsiderados, por eventuais elementos *dos negócios assim aprovados* (não da desconsideração em si) que pudessem ser vistos como violadores de deveres fiduciários. A ausência de questionamentos desse tipo mostra que nem mesmo se cogitou de problemas com o ato praticado, sendo o desconforto da Acusação efetivamente quanto à estrutura societária, e até mesmo com o próprio instituto da vinculação da atuação dos conselheiros ao que é estabelecido conforme acordos de voto.

5. Essa insatisfação parece advir de não se ter levado em conta a lógica econômica inerente a disposições estruturantes de governança, das vantagens recíprocas que, *ex ante*, motivam a criação de sistemas que alteram a mecânica de padrões mais usuais ou previstos como *default* na lei.

6. Essa desconsideração da dimensão econômica leva à criação de teses extremistas e posicionamentos acadêmicos que idealizam um conceito muito restrito e até ingênuo de “governança”, numa visão contrária à flexibilidade contratual, chegando ao ponto de propor interpretações que distorcem e mesmo ignoram a lei e a realidade dos negócios a ponto de recomendar a violação de acordos voluntários, informados e profundamente negociados. Retirar eficácia de contratos leva a resultados *ex post* desvantajosos e imprevisíveis, e portanto indesejáveis para expansão e funcionamento eficiente do mercado de capitais, sendo portanto incompatíveis com o mandato legal da CVM previsto na Lei nº 6.385/76.

7. A esse respeito, é questionável até a alegação constante da Acusação de que “a visão majoritária dos doutrinadores sobre o assunto” seria a de os conselheiros deverem agir conforme sua convicção pessoal, sem ressalvas – o que é ilustrado com exemplos de autores que condenam *em abstrato* o instituto mesmo da vinculação dos conselheiros ao acordo de acionistas. Mais relevante que majoritário ou minoritário é o entendimento ser compatível com premissas correspondentes à realidade e ter uma coerência lógica interna – porém, ser majoritário na doutrina é ao menos um sinalizador de uma razoável probabilidade de ser correto, e também funciona como fonte de geração de expectativas aos agentes econômicos.

8. Tenho sérias dúvidas de que haja a alegada maioria doutrinária para sustentar a posição dos autores citados na Acusação. O que há, sim, é uma aceitação ampla de *parte* de suas proposições – a parte segundo a qual os conselheiros podem ou devem



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

votar em desacordo com o deliberado em reunião prévia, *mas não* da parte que marca o ponto de divergência doutrinária: se os votos em desacordo com o acordo de acionistas poderiam ou não ser considerados “quando contrários ao interesse social”.

9. Nesse ponto, o que a maioria (e o mais correto, neste caso) da doutrina sustenta é que o §8º do art. 118 da LSA tem alcance amplo, não cabendo avaliação sobre correspondência ou não “ao interesse social” para desconsiderar o voto. Como exemplo, cito trabalho de Marcelo Trindade¹ (grifos adicionados),:

“A relativização da aplicação dos §§8º e 9º do art. 118, com base em um suposto risco para o interesse social, atribuindo-se ao presidente da assembleia ou da reunião da administração a decisão sobre quais votos melhor refletem aquele interesse, com base em sua convicção pessoal, não encontra amparo nem na letra nem no sistema da Lei das S.A.”

[...]

“Não se trata, portanto, de defender a submissão dos interesses sociais ao arbítrio de acionista controlador. O que se defende é que a lei, clara e acertadamente, não investiu o presidente do conselho de administração das companhias brasileiras (ou o acionista que o indique) de poderes para proceder ao juízo de valor sobre a legalidade da orientação de voto e a eficácia de acordos validamente celebrados e arquivados na companhia, as quais presumem-se alinhadas ao interesse social.”

10. Note-se que proponentes de posições citadas pela Acusação defendem até mesmo a reforma legislativa. Seria um grave equívoco voltar atrás numa das não poucas boas inovações da Lei 10.303/01, mas ao menos o desejo de reformas legais é mais defensável que torturar a lei até que ela confesse a preferência pessoal do intérprete.

11. Já escrevi academicamente sobre a matéria, em artigo de que transcrevo alguns trechos²:

A companhia é uma entidade fictícia, um núcleo de organização de relações obrigacionais: em parte regidas por documentos negociados, mais próximos do que usualmente se classifica como contratos no sentido mais estrito da linguagem jurídica, e em parte definidas em regras pré-estabelecidas em lei, a que as partes aderem voluntariamente – ‘contratos’ numa acepção

¹ TRINDADE, Marcelo. *A Eficácia dos Acordos de Voto e o Interesse Social*. In *Sociedades Anônimas, Mercado de Capitais e Outros Estudos – Homenagem a Luiz Leonardo Cantidiano*. Vol. 2, 1ª Edição, São Paulo, 2019. Quartier Latin. Pp. 143-168.

² Embora o artigo tenha quase dois anos, a obra coletiva a que se destina ainda se encontra no prelo, pelo que transcrevo mais do que faria que se já publicada. CAMINHA, Uinie; ACCIOLY, João. *Vinculação dos conselheiros ao acordo de acionistas sob a ótica da companhia como estrutura econômica contratual*. In: HAJ MUSSI, Luiz Daniel et. al. (Org.). *Estudos em Homenagem a Alfredo Assis Gonçalves Neto*. Ed. _____. 2022, no prelo. Transcrevo as notas de rodapé do artigo na sequência numérica das notas deste voto.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

econômica, não necessariamente jurídica³. Supondo que as regras serão cumpridas, economicamente não parece haver distinção entre o resultado concreto da adesão a tais relações: há obrigações e os direitos correspondentes. Há credores e devedores dessas obrigações.

Nessa perspectiva, pode ser bem-vinda uma abordagem fundada nos conceitos e regras aplicáveis às relações do direito contratual, para examinar como que por uma lente de aumento o que se dá concretamente entre os titulares dos patrimônios envolvidos, entre os devedores e os credores de cada relação obrigacional (que em sentido estrito pode ser contratual, estatutária, legal, mas que aqui sugerimos serem compreendidas como “contratual”, num sentido mais amplo voltado à dimensão econômica do fenômeno).

Tem-se em mente, no caso, a possibilidade que o titular de um direito em princípio tem de cedê-lo. O direito integra o patrimônio do seu titular, constitui sua propriedade; diferentemente, a obrigação, geralmente, não pode ser cedida sem o consentimento de seu credor. Faz sentido, portanto, que numa estrutura complexa de relações como as que compõem uma companhia, aquela a quem é confiada a gestão dos recursos (devedores de fidúcia) não possa delegá-la fora dos termos aceitos pelos investidores (credores da fidúcia).

Neste ponto, a LSA revela uma de suas restrições indesejáveis ao impedir no art. 139 a outorga de atribuições e poderes a outro órgão “criado por lei ou estatuto”⁴. Ora, se o estatuto assim estabelecesse, isto seria apenas uma atribuição de parte dos deveres fiduciários para outro grupo, com consentimento dos “credores” desses deveres. Mas o fato é que a previsão está lá; uma tal outorga no mínimo não pode ser indiscriminadamente realizada.

Em todo caso, será que a deliberação pela assembleia, órgão hierarquicamente superior ao conselho, constituiria uma ‘outorga’ de atribuições a outro órgão vedada pelo art. 139, e, portanto, inadmissível?

Uma leitura possível é que isto seria uma norma geral sobre a qual prevaleceriam aquelas mais específicas do art. 118. Não poderia o conselho outorgar por deliberação própria competência à diretoria, ou esta àquele, ou a algum órgão diferente; porém, submeter a decisão de realizar uma operação à assembleia geral, por exemplo, encontra-se dentro das atribuições do conselho.

A crítica à vinculação absoluta do conselho parece aferrar-se a uma visão do órgão como o instrumento de governança por excelência, em que necessariamente se devem concentrar as responsabilidades de definir a orientação dos negócios, nomear a diretoria e fiscalizar sua gestão, e demais competências, no direito brasileiro previstas no art. 142 da LSA.

³ Sob conceituação jurídica mais estrita, as relações intersubjetivas que compõem uma companhia têm sua contratualidade negada por alguns sob rótulos de “relações orgânicas”, “atos unilaterais ainda que sujeitos a aceitação” etc. Chame-se como quiser, nada disso nega o aspecto real a que aqui se refere: que pessoas *aceitam* sujeitar-se a obrigações devidas a outras, em troca de direitos.

⁴ Acordos voluntários que deixam de ser realizados representam, *ex ante*, perdas líquidas. A organização interna de uma entidade é um dos aspectos do empreendedorismo; formas mais eficientes de administração constituem melhor aproveitamento dos recursos disponíveis, aumentando a eficiência e a lucratividade das organizações empresariais.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

Aqui parece haver uma certa inversão de papéis, um excessivo apego à forma como mais importante que a função. Em cenários de capital disperso, em que a figura dos acionistas é dissociada da figura do empreendedor, estes têm no conselho um instrumento de fiscalização da diretoria e um centro decisório mais relevantes na definição do que deve ser a empresa e como é gerida. Os investidores passivos são credores dos deveres fiduciários devidos pelo conselho e pela diretoria.

Economicamente, temos destinatários do resíduo da atividade econômica (investidores), cujo benefício econômico depende das decisões de um grupo de pessoas, que eles podem influenciar em alguma medida. Na terminologia da Economia das Organizações, os acionistas são aí os “principals”; em relação aos acionistas, os conselheiros e os diretores são “agents”⁵.

Numa estrutura de controle concentrado, em que parte dos acionistas tenha o poder de determinar o teor das decisões que noutras circunstâncias caberiam aos órgãos da administração, a descrição econômica do fenômeno não difere muito daquela do parágrafo anterior: temos destinatários do resíduo da atividade econômica (investidores), cujo benefício econômico depende das decisões de um grupo de pessoas, que eles podem influenciar em alguma medida. Só mudam um pouco quem são os “agents”, no que tange às estipulações de como obtêm seus resultados econômicos.

A premissa subjacente às críticas à vinculação irrestrita dos administradores às determinações do acordo de acionistas é a de que o conselho deveria ter mais poder decisório que os titulares de seus deveres fiduciários. Parece haver aí uma idealização de um modelo, em que as categorias jurídicas parecem querer sobrepor-se à realidade fática.

O conselho é o centro nervoso das companhias? Reside nele o “nexus of contracts” constituinte da entidade empresarial? Ou todo poder emana da assembleia geral, tendo os acionistas uma ‘soberania política’ donde delegam poderes aos órgãos de administração?

Eis aí a questão: não há apenas uma resposta. Historicamente, as companhias surgem tendo o conselho como seu polo decisório; ali se manifesta o papel econômico do empreendedor, que reúne os fatores necessários para realizar a atividade empresarial – contrata com investidores a obtenção de capital, contrata com diretores a representação da entidade fictícia, determina-lhes como realizar o objeto social e daí por diante.

Faz todo sentido que numa companhia de capital pulverizado isto se dê desta forma; essa é a estrutura econômica das relações concretas que a compõem. Assim, há teorias que criticam a transferência de poder do conselho para uma espécie de democracia direta do capital acionário, o que realmente pode implicar uma diversidade de dificuldades relativas a custos de transação, desalinhamento de interesses dentre outros. Numa estrutura assim, a centralização

⁵ Ou “principal” e “agente”, como se consolidou em português a partir de uma tradução meio literal, meio torta, uma vez que a terminologia vem do contrato de mandato (“agency”); traduzidas as expressões para o equivalente jurídico, talvez fosse mais preciso falar em mandante e mandatário, respectivamente.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

do poder no conselho é vital para viabilizar a tomada de decisão e a coordenação dos fatores envolvidos, em benefício da geração de riqueza para os próprios acionistas⁶.

Porém, é também uma realidade o modelo de companhia em que o nexo das relações reside em detentores da maioria do capital acionário. O fato é que os indivíduos concretos que comandam a criação e a operação dessas entidades organizam os negócios diferentemente daquelas que deram origem às categorias jurídicas do direito das companhias. Nessas entidades, o papel econômico do empreendedorismo, que nas estruturas de capital pulverizado reside no polo da administração detentora de participação percentualmente pequena, situa-se no polo de quem detém percentual alto ou majoritário do capital votante.

Em ambos os modelos, os destinatários do resultado econômico residual continuam dependendo da atuação de gestores, em larga medida discricionária, pela absoluta e evidente impossibilidade de predeterminação de todas os termos e condições em que cada decisão deve ser tomada na administração de uma empresa. Em ambos os casos, há ineficiências de desalinhamento de interesses: gestores têm interesse próprio que podem querer priorizar em detrimento dos investidores, seja qual for o chapéu jurídico que cada um esteja vestindo (“gestor” em sentido amplo abrange aqui o acionista ou grupo de acionistas detentor do comando dos negócios).

Os acionistas de participação individual reduzida, que numa companhia de capital pulverizado são credores diretos dos deveres fiduciários do conselho e credores indiretos daqueles devidos pela diretoria, numa estrutura de capital concentrado são credores diretos do acionista ou grupo detentor do controle majoritário, a quem cabe determinar em última análise o que a companhia fará.

Parecem falhas, assim, críticas a um suposto esvaziamento das funções do conselho de administração, quando as deliberações deste são predeterminadas pelo polo do controle majoritário, como em disposições de acordo de voto. É que a discussão não acaba aí: determinar o que um conselheiro irá decidir não extingue deveres, apenas transfere-os para outro devedor. O conselho, numa estrutura em que o poder acionário é identificável, tem o papel de fiscalizar e supervisionar a diretoria em prol dos acionistas. A crítica desmedida à realização das funções tipicamente atribuídas aos conselhos diretamente pelo bloco de controle faz lembrar da figura do rabo que quer abanar o cachorro. Se os acionistas apontam um conselho para exercer certas funções, qual o problema de exercê-las diretamente quando a estrutura o justifica?

⁶ Ver, por exemplo, a teoria de “*director primacy*” de Stephen Bainbridge, que a opõe à “*shareholder primacy*”. Note-se que defender a centralidade do conselho não nega que este tenha o dever de maximizar a riqueza dos acionistas. Esta é a referência pela qual se deve pautar a atuação do conselho. O conceito encontra-se em diversos escritos no autor, mas como exemplo pode-se encontrar apresentação sintética em BAINBRIDGE, Stephen Mark, *Director Primacy* (May 25, 2010). UCLA School of Law, Law-Econ Research Paper No. 10-06, Disponível em <https://ssrn.com/abstract=1615838>; também em BAINBRIDGE, Stephen Mark, *Director Primacy: The Means and Ends of Corporate Governance* (February 2002). Disponível em SSRN: <https://ssrn.com/abstract=300860> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.300860>



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

12. O que faltou na análise da Acusação, e que falta aos entendimentos teóricos em que ela se baseia, é a consideração das vantagens econômicas transacionadas. É claro que a vinculação de um conselheiro, analisada isoladamente, é um custo, uma perda de poder por parte do conselheiro e de quem o indicou; mas não se pode considerar um custo sem lhe computar as contrapartidas. São essas contrapartidas que determinam a adoção voluntária de tais cláusulas por alguns investidores em determinadas circunstâncias. No caso concreto dos autos, por exemplo, a própria indicação de conselheiros – que, como bem destacado no voto do Relator, continuaram com suas outras atribuições – é uma clara contrapartida. Outra contrapartida foi o direito de veto a determinadas matérias. E é claro que tais direitos foram parte do custo incorrido para atrair tais investidores. O único objetivo do acordo não era “dar direito aos minoritários”, e sim convencê-los a *virem a ser* investidores.

13. Em nada uma engenharia da governança implica por si só abuso, assim como outras estruturas não significam ausência dele. Muda-se a estrutura, mantêm-se os deveres *nas decisões*. Reporto-me à conclusão do artigo de minha coautoria já mencionado⁷

A fórmula de vinculação plena da administração ao deliberado em acordo de acionistas mantém íntegros os controles contra abusos praticados por quem tem o poder de decidir. Controladores têm deveres equivalentes aos dos administradores. Ambos devem decidir em prol “da companhia”, isto é, à coletividade dos acionistas; apenas mudam os dispositivos legais aplicáveis e as medidas cabíveis. Sejam as disposições do art. 154, §1º, sejam as dos arts. 115, 116, p.u., e 117, §1º, a identificação de quem é o responsável pela violação de tais deveres não prejudica os mecanismos disponíveis a quem for prejudicado por eventuais abusos. Uma determinada estrutura de governança não é melhor ou pior que outra em abstrato, sem verificação de sua adequação a uma realidade fática específica, que os agentes têm condições de verificar em cada circunstância particular e fortes incentivos para acertar. O que se quer aqui ressaltar é que em qualquer delas, há problemas semelhantes e remédios também semelhantes.

14. Entendo que a atuação repressiva desta Autarquia deve focar em atos que concretamente possam ter violado direitos, não na criação de circunstâncias que *permitam* abusos, até mesmo porque estes sempre são possíveis e sempre devem ser coibidos. Por isto julgo importante examinar detidamente alguns pontos da Acusação.

⁷ Cf. nota de rodapé 2 acima.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

15. Diz a acusação, item 37:

37. Desta forma, a J&F Investimentos estabeleceu uma estrutura de controle abusiva de tal forma que as decisões dos membros do CA da Companhia indicados pelos acionistas minoritários eram, na verdade, tomadas pela própria J&F Investimentos. Esta estrutura, na prática, impedia a participação dos membros do CA indicados pelos minoritários na administração da Companhia. Isto constitui abuso do poder de controle por parte da J&F Investimentos.

16. *Não.* Isto não constitui abuso do poder de controle. Não no direito brasileiro. Para trazer novamente a estrutura econômica que a Acusação ignora, os membros do conselho indicados pelos minoritários nem mesmo existiriam, caso não houvesse os acordos. Não se pode conceber de um abuso em abstrato, e é ainda mais absurdo supor o conceito de abuso voluntariamente aceito pelas supostas vítimas do abuso (lembrando, aqui, que o núcleo da reprovação da Acusação é a estrutura de governança).

17. Mas segue a Acusação:

38. Mesmo que se possa admitir uma estrutura jurídica em que o acionista majoritário possa determinar como devem votar os membros do CA indicados pelos minoritários, tal fato não poderia ocorrer em matérias que contrariassem os interesses da Companhia e naquelas matérias que, por disposição expressa da lei, seriam de competência exclusiva do CA.

18. Esse trecho contém dois aspectos merecedores de atenção: um, o de supor a contrariedade aos “interesses da companhia”; o outro, na limitação das matérias em que poderia haver desconsideração do voto àquelas de fora da competência exclusiva do conselho. Há uma falácia de petição de princípio no primeiro aspecto. A vontade da companhia é *definida* pela sua estrutura de controle. Assim, enquanto a Acusação em seu item 62 afirma que a Eldorado “subordinou os interesses da Companhia aos desejos do acionista controlador”, são sim as decisões do controlador que *constituem* os interesses da companhia. Elas decorrem dos julgamentos e, caso se queira usar a palavra, “desejos” dos acionistas com maioria do capital social. Apenas ocorre que esses desejos não podem ser arbitrários e possuem limites – aqueles expressamente previstos, seja em disposições legais diretas, seja em disposições contratuais como os direitos de veto que havia no caso dos autos. Onde não haja limites expressos, eles advêm dos



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

deveres fiduciários, especialmente o de lealdade, devendo o controlador definir o interesse da companhia naquilo que seja vantajosa para a coletividade dos acionistas. Até seria possível conceber um sistema em que coubesse ao presidente da reunião a função de árbitro *ad hoc* de verificação do atendimento da deliberação aos deveres fiduciários para fins de eventualmente computar votos em desacordo com o definido nos acordos, mas não é esse o sistema previsto na lei, tampouco nas estruturas que comumente se utilizam na prática societária.

19. Quanto ao outro aspecto do trecho, de que não se poderia haver a desconsideração dos votos “em matérias de competência exclusiva do CA”, também é possível supor uma estrutura de governança em que algumas matérias fossem sujeitas à vinculação do conselheiro ao definido em reunião prévia e outras, não. Inclusive, a própria estrutura dos autos contém regra até mais protetiva que esta ao dar poder de veto a acionistas em determinadas matérias. Porém, sem disposição específica, vale a regra da lei, que não excepciona, ao estipular o dever de não computar os votos, as matérias de competência exclusiva do CA.

20. Assim, quando algo de competência do conselho de administração é “absorvido”, através do sistema de acordos de voto por decisão da assembleia, isto é, bloco de controle ou acionista controlador, o que deve acontecer é também a absorção, *por quem efetivamente decidiu*, dos deveres fiduciários que impõem os limites à definição da vontade da companhia. Porém, *em deliberações concretas*, e não pela adoção de uma sistemática de governança diferente do que o regulador, distante da realidade comercial que guiou a criação da estrutura por seus próprios integrantes, entende ser ideal.

É o voto.

Rio de Janeiro, 12 de julho de 2022.

João Accioly

Diretor