



## 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.gov.br/cvm

### PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM 19957.004392/2020-67

Reg. Col. nº 2068/21

**Acusados:** AFAM Empreendimentos e Negócios Comerciais Ltda.  
Manuel Fernandes dos Ramos Varanda  
Rogério Pinto Coelho Amato  
Walter Sacca

**Assunto:** Apurar eventuais irregularidades relacionadas a **(i)** conflito de interesses, em violação ao art. 115, §1º, da Lei nº 6.404/1976; **(ii)** dever de diligência, em infração ao art. 153 da Lei nº 6.404/1976; e **(iii)** questões informacionais, por descumprimento do art. 3º da Instrução CVM nº 358/2002 c/c art. 157, §4º, da Lei nº 6.404/1976; e dos arts. 24 e 30-XXXIII da Instrução CVM nº 480/2009

**Relator:** Diretor Alexandre Costa Rangel

**Voto:** Presidente João Pedro Barroso do Nascimento

### MANIFESTAÇÃO DE VOTO

1. Este caso reacende a polêmica entre o **critério formal** e o **critério material** (também referido como **substancial**) na disciplina do conflito de interesses, na mesma Sessão de Julgamento em que este Colegiado da CVM analisou o PAS CVM Nº 19957.003175/2020-50, em que consignei o meu entendimento pela adoção do critério material como método de interpretação do **artigo 115, §1º da Lei nº 6.404/1976**.



## 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.gov.br/cvm

2. Farei o mesmo aqui, em respeito à consistência e à previsibilidade, de maneira compatível com a visão que defendo há anos<sup>1</sup>, com a convicção de que o critério material é o que melhor se adequa à disciplina do conflito de interesses. Sigo a melhor doutrina sobre a matéria<sup>2</sup> e acompanho casos paradigmáticos da CVM<sup>3</sup>.

### A ANÁLISE DO CONFLITO DE INTERESSES NO CASO CONCRETO

3. A adoção do critério material requer uma análise cuidadosa do caso concreto, a fim de verificar *ex post factum* se o exercício do direito de voto configurou *de fato* conflito de interesses e, dessa forma, apreciar se o caso é passível de *condenação* ou *absolução*. Veja-se o caso em concreto:

- a) O Sr. Walter Sacca e a AFAM, na qualidade de acionistas controladores da Springer, estão sendo acusados de terem proferido voto em conflito de interesses com a Companhia na Assembleia Geral Extraordinária de 26 de julho de 2019, que ratificou a Alienação da Metro Eastwest LLC (“Metro” e “AGE 26.07.2019”);
- b) O entendimento deste caso está diretamente relacionado com a operação por meio da qual a Companhia vendeu, em 19 de setembro de 2016, pelo valor de R\$ 16.000.000,00 (dezesesseis milhões de reais), a sua controlada Metro para a Phoenix Corporate Global International S.A. (“Phoenix Global”), que era parte relacionada à Companhia (*i.e.*, controlada por Walter Sacca) (tal operação doravante referida como “Alienação da Metro”);

---

<sup>1</sup> NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. *Conflito de Interesses no Exercício do Direito de Voto nas Sociedades Anônimas*. In Temas de Direito Empresarial. São Paulo: Quartier Latin, 2022. pág. 39, em republicação do artigo originalmente publicado em **RDB (1ª Parte)**, v. 24, 2004, pp. 140-156, **RDB (2ª Parte)**, v. 25, 2004, pp. 82-103.

<sup>2</sup> Em benefício da objetividade, refiro-me a “FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. **Conflito de Interesses nas Assembléias de S.A.** São Paulo: Malheiros Editores, 2ª ed./2014”, em referência aos muitos autores que já escreveram em defesa do critério substancial.

<sup>3</sup> Confira-se: (i) voto vencido do ex-Diretor Luiz Antonio de Sampaio Campos no Inquérito Administrativo CVM nº RJ2001/4977, j. 19.12.2001; (ii) votos vencedores dos ex-Diretores Wladimir Castelo Branco Castro e Luiz Antonio de Sampaio Campos e do ex-Presidente, Luiz Leonardo Cantidiano, no Inquérito Administrativo CVM nº RJ2002/1153, j. 06.11.2002; (iii) voto vencido do ex-Diretor da CVM Eli Loria no PA CVM nº RJ2009/13179, j. 09.09.2010; (iv) voto vencido do ex-Diretor da CVM Gustavo Gonzalez no PA CVM nº 19957.005749/2017-29, j. 26.09.2017.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

- c) Os votos de Walter Sacca e AFAM representaram, conjuntamente, quase a totalidade do capital votante da Companhia na aprovação (ratificação) da Alienação da Metro<sup>4</sup>;
- d) O fato de tratar-se de operação entre partes relacionadas, por si só, não seria capaz de demonstrar a infração ao **artigo 115, §1º da Lei nº 6.404/1976**, todavia, por meio de uma análise detalhada dos fatos acostados aos autos, verifica-se que os Acusados estruturaram e efetivaram a Alienação da Metro em termos e condições que se mostraram desfavoráveis aos interesses da Companhia;
- e) O prejuízo aos interesses da Companhia podem ser verificados, por, dentre outros elementos:
- (a) inexistência de justificativa e/ou fundamentação capaz de demonstrar que os interesses sociais da Companhia estavam sendo atendidos com a Alienação da Metro;
  - (b) ausência de justificativa para os termos e condições envolvidos (inclusive os valores do preço e a forma de pagamento); e
  - (c) falta de esforços ou diligências na busca pela preservação dos interesses sociais da Companhia na Alienação Metro, inclusive, por exemplo, pela tentativa de realização da Alienação da Metro com outras contrapartes e/ou terceiros de forma mais ampla;
- f) A Alienação Metro ocorreu em 19 de setembro 2016, mas, somente em 26 de julho de 2019 (quase 3 anos mais tarde!), foi realizada a AGE objeto deste Processo para aprovação (ou homologação) da operação societária e os atos dela decorrentes;
- g) Tal aprovação (ou homologação), que Walter Sacca e AFAM descreveram na fase pré-sancionadora como “*excesso de zelo*” era, na realidade, importantíssima no contexto de

---

<sup>4</sup> As ações de Walter Sacca e Afam representavam, conjuntamente, 93,73% do capital social votante, enquanto a matéria foi aprovada na AGE 26/07/2019 por 93,77% do capital social votante.



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

- transação com parte relacionada envolvendo aproximadamente 25% (vinte e cinco por cento) do total do ativo da Companhia e que poderia afetar materialmente a sua expectativa de geração de caixa;
- h) Não foram envolvidos assessores externos, não houve o cuidado de buscar respaldo em laudos de avaliação, pareceres ou estudos que pudessem ajudar a justificar os termos e condições da operação (inclusive valores do preço e forma de pagamento), da mesma forma que não se demonstrou a conveniência e/ou a oportunidade da operação para a Companhia;
- i) Os únicos critérios utilizados para justificar o preço da alienação em R\$ 16.000.000,00 (dezesesseis milhões de reais) foram o “*valor próximo ao valor patrimonial da Companhia*”, que seria pouco mais de R\$ 17.000.000,00 (dezesete milhões de reais), e o “*valor acima do preço de aquisição*” — o que, por si só, no caso concreto, não demonstra a conveniência e/ou a oportunidade do negócio, da mesma forma que não fundamenta os parâmetros do negócio —.
- j) O preço de compra seria parcelado por 5 (cinco) anos, mas 47,5% (quarenta e sete vírgula cinco por cento) do valor total da Alienação da Metro ainda não havia sido saldado em 23.03.2020;
- k) A homologação pelos votos de Walter Sacca e AFAM, que detinham, aproximadamente, 93,73% (noventa e três vírgula setenta e três por cento) do capital votante da Companhia, não sendo sequer aplicável a eventual ressalva de que a Alienação da Metro havia sido ratificada por acionistas desinteressados da Companhia;
- l) A defesa não conseguiu demonstrar que os votos de Walter Sacca e de AFAM atenderam ao interesse social da Companhia, evidenciando-se, ao contrário, a busca pela satisfação de interesses próprios, em prejuízo àqueles da Companhia;



## 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.gov.br/cvm

- m) Walter Sacca e AFAM não rebateram a acusação e as provas dos autos que demonstraram, de forma clara e objetiva, que os referidos acusados agiram em situação de conflito de interesses com a Companhia e em prejuízo dos interesses sociais; e
- n) Sendo assim, a Alienação da Metro não se demonstrou tratar de: (i) *decisão devidamente informada* (i.e., baseada em informações, documentos, análises e assessoria técnica especializada); e (ii) *decisão refletida* (i.e., após exame das diferentes alternativas disponíveis, considerando as demais hipóteses e caminhos alternativos que poderiam ser seguidos em relação à decisão tomada). **Ao contrário, o que se demonstrou foi uma decisão em benefício próprio dos Acusados e, em nítido, conflito de interesses.**

### DEVER DE DILIGÊNCIA

- o) Adicionalmente, entendo que os Walter Sacca e AFAM, na qualidade de membros do Conselho de Administração da Companhia, violaram o dever de diligência previsto no **artigo 153 da Lei nº 6.404/1976**.
- p) Em linha com o Diretor Relator, reconheço que não houve o esforço necessário por parte dos administradores no sentido de mitigar os riscos de conflito de interesse e/ou os prejuízo à Companhia na Alienação da Metro<sup>5</sup>.
- q) As operações entre partes relacionadas requerem rigorosa diligência e cuidado, na medida em que têm potencial de proporcionar conflitos de interesses. Algumas das imputações deste caso poderiam ter sido evitadas se os administradores tivessem observado as lições do Parecer de Orientação CVM nº 35/08, que descreve

---

<sup>5</sup>Há farta doutrina sobre o tema, mas em benefício da concisão farei referência apenas a **CAMPOS, Luiz Antonio de Sampaio**. “Seção V: Deveres e Responsabilidades”. Direito das companhias / coordenação **Alfredo Lamy Filho, José Luiz Bulhões Pedreira**. – 2. ed., atual. e ref. – Rio de Janeiro: Forense, 2017. p. 803. Veja-se o seguinte trecho: “Não existe, entretanto, uma única forma de atuar diligentemente, mas uma zona de comportamentos que podem ser considerados diligentes, o que significa, por outras palavras, que, para fins de verificar o cumprimento desse dever por parte dos administradores, não se deve indagar qual a conduta mais diligente, mas, sim, se houve falta de diligência no comportamento adotado. (...) Evidentemente não se exige que o administrador tenha habilitação que lhe permita conhecer todos os assuntos que lhe são levados a decidir, mas o que se lhe exige é que tenha capacidade de avaliar em que matérias necessita de auxílio específico. O administrador diligente não deve, então, aventurar-se em assuntos nos quais lhe falta perícia. Nesses casos, terá de socorrer-se da opinião e do auxílio de pessoas que detenham o conhecimento requerido.”



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

procedimentos e esclarece formas de os administradores darem concretude aos deveres legais previstos nos artigos 153, 154, 155 e 245 da Lei nº 6.404/1976.

### FALHAS INFORMACIONAIS

- r) Ratifico integralmente a exposição e conclusão do Diretor Relator quanto às imputações por falhas informacionais do acusado Manuel Varanda, enquanto DRI - Diretor de Relações com Investidores da Springer.

### CONCLUSÃO

4. Acompanho o voto do Diretor Relator. A Alienação da Metro foi conduzida sem a devida e adequada preocupação com o processo decisório e/ou com o mérito da decisão. O administrador não cumpriu com o dever de diligência esperado em sua posição e não são escusáveis as falhas informacionais, principalmente em um caso em que se demonstrou a existência conflito de interesses entre acionistas controladores e a Companhia. Endosso as imputações e a dosimetria da pena atribuídas pelo Diretor Relator, em seu integral teor e por seus próprios fundamentos.
5. É como voto.

Rio de Janeiro, 16 de agosto de 2022.

João Pedro Barroso do Nascimento  
Presidente