



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 19957.004392/2020-67

Reg. Col. 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: Diretor João Accioly

MANIFESTAÇÃO DE VOTO

1. Considerando os extensos e profundos votos já proferidos pelos meus colegas, faço aqui apenas algumas considerações adicionais acerca da matéria de fundo, e de maneira sintética (a serem mais desenvolvidos em processo de minha relatoria) para em seguida traçar fundamentos sobre minha divergência parcial em relação ao brilhante voto do Diretor Relator e aos que o seguiram naquela sessão de julgamento, especificamente em relação ao critério empregado na dosimetria da pena.

Breves notas adicionais sobre conflito formal vs. material

2. Nesta seção, traçarei algumas linhas gerais sobre três aspectos, sem ordem de relevância, acerca da discussão teórica sobre conflito de interesse: (i) racional econômico da preferência pelo critério material; (ii) distinção entre as dicotomias *ex ante/ex post*, de um lado, e de outro *a priori/a posteriori* – ou momento da análise versus objeto da análise; (iii) interpretação textual com foco na polissemia de alguns vocábulos no texto do art. 115.



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

3. **Racional econômico.** Por que o critério substancial? Em curtas palavras, entendo que os custos sociais do impedimento de um exercício de direito por *potencial* cometimento de abuso são superiores aos dos abusos que podem e irão ocorrer de tempos em tempos. Esta afirmação não se refere meramente às discussões societárias, ou à interpretação dos artigos 115 e 156 da LSA. A discussão sobre conflito de interesse no exercício de voto ou de ato da administração é apenas uma manifestação mais explícita do choque entre duas visões de mundo: uma que preza pelo exercício responsável da liberdade, que entende que os interesses próprios dos agentes econômicos são mais eficientemente perseguidos, numa economia de mercado, pelo respeito espontâneo aos direitos alheios, e outra que considera ser possível pensar em regramentos artificiais para impedir a má-fé, que muitas vezes pressupõe que quem age o faz em geral com desrespeito a terceiros.

4. Não se evita abuso pela imposição de sistemas de governança. No máximo, se dificulta; e a dificuldade imposta aplica-se às operações em que há o intuito de lesar, mas também àquelas em que o objetivo é o ganho recíproco. Nas primeiras, quando a intenção é lesar, é possível burlar os sistemas. Laudos de avaliação com excesso de otimismo (ou pessimismo), conselheiros independentes *ma non troppo*, opiniões de aluguel e daí por diante. Custos adicionais, sem dúvida, mas que apenas corroem um pouco a margem dos ganhos ilícitos. Já nas segundas, esses custos são *em detrimento* da própria coletividade dos investidores, tanto os controladores quanto os minoritários. Funcionam como impostos, tirando ganhos de ambos os lados das transações – uma forma de “peso morto”, no jargão economês.

5. Ademais, quanto mais a regulação (em sentido lato – legal e infralegal) impuser procedimentos supostamente assecuratórios de lisura na formação da vontade, mais difícil é *corrigir e punir* a lesão. Um exemplo é a regra da decisão negocial, ou *business judgment rule*. Ela não deveria se aplicar quando a decisão é interessada. Então, os tomadores de decisão com interesses concorrentes (e, portanto, potencialmente conflitantes) seguem procedimentos que supostamente tornam o processo decisório isento de potenciais conflitos. Com isso, a decisão deixaria de ser “interessada” e, *voilà*, seu mérito fica blindado de qualquer revisão *ex post*. Muito bom quando a operação é legítima; mas quando não é, os lesados ficam desguarnecidos. Sim, rever o mérito de decisões empresariais é perigoso, traz insegurança, prejudica o livre desenvolvimento da economia de mercado: temerosos de condenações, os tomadores de decisão racionalmente optam por tomar menos risco do que seria ótimo para os investidores. Porém, quando a decisão envolve 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

potencialmente contrapostos, o que se revê não é exatamente o mérito da decisão no plano do *business*, e sim o cumprimento do contrato implícito entre gestores e destinatários do resultado final, segundo o qual os primeiros não irão se beneficiar *em detrimento* dos segundos. É a avaliação do *business* que não se deve atacar, não a eventual lesão ao dever de lealdade (devido pelo controlador aos minoritários ao votar em matérias em que tem interesse além do de acionista, e pelos administradores aos acionistas em geral na situação equivalente).

6. Outro fator que aponta para a vantagem do critério substancial/material, como padrão legal, é o da melhor adequação para tomada de decisões acerca dos negócios sociais. Nos acionistas de referência ou controladores reside a função econômica do *empresário*, ou a função *empreendedora*. Quem mais conhece os negócios em todas as suas dimensões e interconectividades é quem está mais profundamente envolvido com a empresa. Quando se avalia o interesse do acionista minoritário individual, considerado em abstrato (isto é, qualquer acionista *enquanto* acionista), é razoável supor que, em princípio, sua opção seja a de que quem toma decisões em nome da empresa é quem melhor a conhece. Sua escolha não seria a de deixar que outros como ele decidissem pela empresa, mas sim que os empreendedores (enquanto figura econômica, não jurídica) o fizessem, pois que munidos de mais informações e expertise sobre o negócio. Decisões tendem a ser mais bem tomadas por quem tem mais facilidade para tomá-las – uma afirmação intuitiva e simples, que costuma ser descrita na literatura econômica como uma instância de “eficiência alocativa” – quem deve tomar as decisões é quem tem menores custos para tomá-las.

7. No parágrafo anterior, restringi minha afirmação sobre a vantagem do critério substancial: “como padrão legal”. Evidentemente, há generalizações que fiz nos parágrafos anteriores. É perfeitamente possível – e usual – que em determinadas circunstâncias, conforme o setor econômico, o tipo de deliberação em questão, a extensão financeira envolvida, a estrutura de capital e de direitos políticos, e mais inúmeras variáveis, seja possível e conveniente ter arranjos que restrinjam o voto do controlador (bem como a participação de administradores interessados), pela mera configuração *potencial* de conflitos. Um exemplo seria o da atribuição de direitos especiais, dentro do que se convencionou em doutrina classificar como “benefício particular”. Minha interpretação é de que benefício particular e conflito de interesses merecem a mesma abordagem, de controle *material* ou *substancial*. Afinal, embora haja uma construção doutrinária do que são benefícios particulares, a expressão pode ser lida de maneira mais ampla: se alguém exerce seu



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

direito abusivamente, em situação potencialmente conflitante, para se conceder um “benefício particular” indevido e contrário ao interesse social, trata-se de hipótese de conflito – material – de interesses e entendo que merece o mesmo tratamento¹.

8. É que, como bem ressaltado no voto do Relator, se fôssemos considerar *qualquer* conflito potencial de interesses, ninguém poderia votar, nunca, em nenhuma deliberação sobre absolutamente nada. Mas nada impede que sistemas distintos sejam testados, em companhias (ou arranjos diversos) específicos. Afinal, o argumento de tantos que defendem que impedimento de voto “melhora a governança” seria verificado pelo teste impessoal e eficiente do mercado. Se os maiores custos decisórios forem compensados por quaisquer que sejam as vantagens esperadas, formas distintas, razoáveis e acima de tudo *previsíveis* de impedimento passarão a compor as regras de governança das entidades econômicas como as companhias. Tanto é assim, que espontaneamente já se usa o impedimento voluntário conforme o caso.

9. Fora de previsões específicas em cada estatuto, a lei deve seguir como base mínima de regras gerais para quando não for viável ou conveniente que as partes negociem de modo diverso. A leitura da Lei das S.A. com base no critério material permite que quem prefira o formal o adote. Mas a recíproca não é verdadeira.

¹ Nas palavras do Presidente desta casa: *A aplicabilidade à questão do benefício particular de muitos dos conceitos relativos ao conflito de interesses decorre essencialmente da associação existente entre o ‘benefício particular’ e de ‘interesse conflitante’.*

Considerando que a aprovação de matéria em que exista ‘interesse conflitante’ proporcionará para o acionista um ‘benefício particular’, entendemos que se relacionam intimamente os conceitos de ‘benefício particular’ e de ‘interesse conflitante’. NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. *Temas de Direito Empresarial*. São Paulo: Quartier Latin, 2022. p. 50.

Nas de Alexandre Couto Silva: *Por fim, tanto o interesse conflitante quanto o benefício particular devem ser analisados após o fato. Ao adotarmos a posição de conflito formal, como sugerido por alguns doutrinadores, estaríamos prejudicando o próprio interesse da sociedade. O interesse particular do acionista não só tem que ter natureza extrassocial, como, também, deve ser contrário e antagônico ao interesse da companhia para que seja caracterizado o conflito. Não basta haver somente um duplo interesse, há necessidade de que para a realização de um interesse exija-se o sacrifício do outro. Enfim, o conflito de interesses como gênero, e o interesse conflitante e o benefício particular como espécies, somente poderão ser estabelecidos ex post factum (...).* SILVA, Alexandre Couto. *Conflito de interesses: problemas de agência*. In: mesmo autor (coord.), *Direito Societário – estudos sobre a Lei de Sociedades por Ações*. São Paulo: Saraiva, 2013. Pp. 43-44.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

10. Outra desvantagem de um sistema que tende a dificultar ou impedir que transações sejam realizadas é que muitas vezes não se computa os custos sociais pelo que se *deixa* de ter. A perda mais intuitivamente simples de se computar é a direta, que em sede de conflito ou abuso de voto é imposta à companhia em benefício próprio do controlador ou administrador conforme o caso. Estas são visíveis, geram processos. E podem ser objeto de punição e indenização. O problema são os ganhos sociais que deixam de existir pelas transações que acabam não sendo realizadas. Essas perdas são silenciosas e, embora economicamente a perda pelo que se tinha e se deixou de ter seja idêntica à perda pelo que não se tinha e se deixou de ganhar, esta não chama tanto a atenção. Eis aí, portanto, a diferença: a operação que deixa de ser feita não pode ser recuperada. Aquela que é feita com abuso pode ser objeto de anulação e indenização.

11. Por fim, há um argumento frequentemente invocado por defensores da tese formalista, que diz mais ou menos algo como “o sistema do conflito material seria o ideal, mas nós não temos um judiciário como o de Delaware”. Tenho chamado esse tipo de argumentação, que se manifesta em várias outras ocasiões de supostas soluções regulatórias motivadas por limitações institucionais estas ou aquelas, de solução do leito de Procusto. Nossos problemas regulatórios são como os hóspedes daquele personagem da mitologia grega, e ao terem que se deitar numa cama demasiado curta, ao invés de focar em trocar a cama por uma maior, opta-se por lhes amputar um pedaço das pernas. Não é assim que o País pode evoluir adequadamente. Há pontos na lei societária que podem ser aprimorados para melhorar o chamado *enforcement* privado pela responsabilização por violações de deveres fiduciários, especialmente nos artigos 159 e 246. É aí que se deve focar, não em escolher uma solução ruim porque outra parte do sistema não funciona direito. A maior parte dos conflitos envolvendo companhias abertas prescinde de Judiciário para este tipo de discussão, que tende a ser objeto de arbitragem. E o próprio Judiciário não é o mesmo de anos atrás, quando se consolidou esse tipo de argumento: com o processo eletrônico e cada vez maior especialização de varas empresariais, há cada vez menos o próprio problema que se queria contornar.

12. **Objeto da análise versus momento da análise.** Outro aspecto pertinente de se destacar, até por questão de transparência e previsibilidade de meu entendimento sobre a matéria, é o seguinte. O que entendo como *material* ou *substancial* é que são as características concretas de uma transação que devem ser analisadas: se os termos da operação são comutativos, ou se, por exemplo, o



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

controlador está comprando da companhia um bem com um preço subavaliado – como o caso destes autos.

13. Quando a análise é *formal* ou *potencial*, o que se verifica é apenas que o acionista tem interesse na operação distinto daquele *enquanto* acionista – então, como *pode* vir a lesar a companhia em benefício próprio, entende-se por essa ótica que já existe o “interesse conflitante” previsto no texto da lei e há, portanto, o impedimento.

14. Até aí, nada de novo em relação ao que os demais votos já tão bem expuseram. Um ponto, porém, de que divirjo em certa medida do exposto no voto do Diretor Relator é que, enquanto o *objeto* da análise para mim é também a substância da deliberação, como defendido por ele, pelo Presidente João Pedro Nascimento e pelo Diretor Otto Lobo, o *momento* dessa análise não precisa, necessariamente, dar-se apenas após o voto. Parece haver, muitas vezes, uma certa mistura do caráter da *substancialidade* da análise com a *posterioridade* dessa mesma análise.

15. Veja-se que é possível supor uma regra que impedisse, absolutamente, qualquer controle *prévio*. Ou seja: o acionista necessariamente vota, *n’importe quoi*. Daí, passa-se a analisar a materialidade do que ele decidiu, isto é, a comutatividade dos termos da operação, os resultados concretos para a companhia e daí por diante. “Danos só podem ser verificados depois de ocorridos”, afinal. Nesse caso, poderíamos chamar a regra de “controle necessariamente posterior ao voto”.

16. É teoricamente possível, também, que a análise – mesmo feita posteriormente – se restringisse a verificar não a materialidade do conflito, mas sim se havia interesses concorrentes. Seria uma análise formal/potencial, feita posteriormente ao voto ter sido proferido. Inclusive, é essa a análise feita pela área técnica neste processo: foca-se não na lesão cometida, mas na circunstância de que a lesão era possível; não se trata dos danos e da mensuração do abuso, mas apenas da configuração de interesses em que o controlador estava em ambas as pontas e *teve como* se locupletar em detrimento dos minoritários. Nos casos em que há efetivamente abuso, não fica tão nítido o quão ruim é essa regra, pois acaba que se considera que foi condenado quem praticou efetivamente abuso de direito. Mas isto é como punir uma pessoa não pelos sacos de dinheiro que roubou do banco, e sim apenas por ter entrado armado na agência. O problema maior reside quando a operação é legítima e no interesse da coletividade dos investidores, e se tem o disparate de querer aplicar punição ao acionista que defendeu o interesse social – tal como no caso Saraiva, julgado



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

nesta mesma sessão. Observe-se como ali, mesmo tendo a análise sido feita posteriormente *e com reconhecimento de que a operação foi benéfica para a companhia*, entendeu-se, pelo critério formal, que o controlador não poderia ter votado – e ainda mereceria sofrer uma sanção de natureza punitiva por isso. A análise foi, por óbvio, feita toda *depois* de a operação ter sido deliberada e concluída, e foi feita pelo critério formal. Ou seja: o momento da análise, se antes ou depois do voto, não se confunde com o objeto da análise, se pela violação efetiva ao interesse social ou se pela mera configuração de interesses em potencial rota de conflito.

17. Outra regra possível, assim, é que o momento da análise fosse necessariamente posterior ao voto, e que o objeto da análise fosse necessariamente sobre a matéria ou substância do que se deliberou. Essa parece ser, a meu ver, a leitura que prevalece neste julgado, quando se diz que a análise sobre ter ou não havido abuso só se pode dar *ex post factum*. Embora considere que essa seria uma boa regra, com mais vantagens que desvantagens, não a enxergo escrita dessa forma em nossa lei societária. Entendo que o que ela diz é que há, sim, a possibilidade de se impedir o voto do acionista em conflito de interesse: mas isso, *desde que seu conflito seja suficientemente demonstrado por uma análise substancial dos termos do negócio a ser deliberado*. E não, como costuma ser defendido por proponentes do critério “formal”, que esse conflito seja considerado como existente apenas pela configuração de interesses, em que há mais de um “chapéu” sendo usado pelo acionista.

18. Na maioria dos casos, entendo que essa leitura leva exatamente à mesma situação do que na regra hipotética enunciada no início do parágrafo anterior: não se impede o voto, e faz-se a análise sobre sua substância depois de ele ter sido proferido. Mas suponhamos que, por hipótese, no caso destes autos, *antes* da aprovação do negócio em assembleia geral, um minoritário se opusesse à aquisição abusiva, demonstrando – por exemplo, com laudo de avaliação idôneo – que o valor econômico era até superior ao valor patrimonial e, portanto, o preço de R\$ 16 milhões estava claramente aquém do que seriam condições comutativas. Ou seja, se demonstrasse exatamente aquilo que foi possível verificar na análise feita pelo eminente Relator: que por tal preço, o interesse do acionista foi *materialmente conflitante* com o da companhia. Ora, independentemente de se concordar ou não que esta seja interpretação mais precisa da lei, penso que seja impossível negar que se trataria de ler o conflito sob a ótica material, ou substancial. Apenas se estaria fazendo a análise em *momento* anterior, mas com o *objeto* sendo, claramente, a substância da deliberação.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

19. A razão pela qual penso que na prática tal regra (possibilidade de controle temporalmente prévio com análise da substância da operação) leva quase à mesma situação que a leitura de que o conflito só pode ser avaliado *posteriormente* é que, enquanto não tenha havido demonstração efetiva de que o negócio a ser votado é materialmente lesivo aos interesses da companhia, deve prevalecer a presunção de legitimidade e a deliberação acabará acontecendo, na maior parte das vezes. E isso é bom: não pelos efeitos deletérios causados pelo eventual abuso, que poderão ser corrigidos, mas principalmente por todas as operações legítimas que deixarão de ser prejudicadas. Afinal, é bem mais simples demonstrar que há conflito potencial, ou seja, que há uma configuração de “chapéus” tal que o controlador (ou administrador, conforme o caso) tem interesse próprio além do de acionista, *podendo* prejudicar este em favor daquele, do que demonstrar a lesão efetiva. Mas se, por hipótese, esta puder ser demonstrada, ou seja, se for possível verificar que há *conflito material* a partir das condições do negócio, mesmo antes de ele ser concluído, ora, nessa situação, ainda que meramente num plano hipotético em que tenha havido tempo hábil para um contraditório suficiente, me parece que o texto da lei é claro e o acionista *não poderá votar*.

20. Na maioria dos casos, realmente só será viável fazer (ou ao menos concluir) essa análise depois, dada a necessidade de contraditório. O acionista que julgar que está em vias de ser prejudicado (ou melhor, que julga que a companhia o está, e conseqüente também ele indiretamente enquanto acionista) pela operação proposta terá que pleitear a suspensão da assembleia, e para tanto terá que demonstrar sinais suficientes de falta de comutatividade ou abuso para que o ente judicante responsável – Judiciário, tribunal arbitral, esta própria CVM – avalie, frente aos elementos de prova e argumentação apresentada pelo reclamante, se os termos e condições da operação proposta são abusivos, isto é, se há o conflito efetivo, a lesão à companhia. Enquanto não houver tal demonstração, não se pode impedir o voto, então só na hipótese de uma violação bastante nítida (como parece ter sido, aliás, a destes autos) será possível impedir o voto com a análise *material/substancial* procedida *antes* da assembleia.

21. Minha divergência, assim, é quanto ao argumento de que só seria possível verificar abuso *em momento subsequente*. Certamente tende a ser mais factível a verificação e haverá mais elementos para essa avaliação *ex post factum*, mas não me convence a tese de que só existe essa possibilidade. Entendo que enxergar na redação ambígua da lei vigente um sistema que determine *a priori* e sem exceção que é inadmissível qualquer controle prévio seja assistemático com um pilar



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

do Estado de Direito que é a proteção contra a ameaça a lesão. Fosse a lei expressa nesse sentido, ou havendo disposição estatutária expressa de que só pode haver controle *ex post factum*, estaríamos diante de algo diverso: pela contratualidade das relações societárias, que transacionam direitos eminentemente disponíveis, o acionista que adentrasse essa estrutura obrigacional teria que concordar *ex ante* com essa regra e, não sendo caro o combinado, não lhe seria possível tentar impedimento de voto. O erro, talvez principal, das leituras do critério formal (e especialmente de sua defesa como sistema mais desejável) é confundir *ameaça concreta de abuso* – aquela que se verifica quando há evidência de abuso na definição das condições do negócio – com a presunção absoluta de má-fé, ou seja, considerar lesão a mera possibilidade de lesar.

22. A leitura que faço da lei, portanto, é a de que em princípio até se pode cogitar de controle prévio e, havendo demonstração suficiente por parte de quem considera que a companhia será lesada de que as condições do negócio não são comutativas, isto é, que se está diante da perspectiva de uma lesão a direitos, o acionista em conflito – *conflito efetivo, atual, concreto, material, substancial* – não poderá votar. O que não basta é demonstrar que há mais de um interesse em jogo; não basta dizer que o acionista tem dois ou mais “chapéus” quando vota, e sim demonstrar que o chapéu de contraparte foi (ou está prestes a ser) beneficiado em detrimento do de acionista, violando seus deveres fiduciários perante a coletividade dos acionistas.

23. Neste ponto, penso ser oportuno um pequeno esclarecimento sobre algumas expressões que são usadas no contexto das discussões sobre conflito e controle. É curioso que no direito brasileiro se tenha convencionado usar como sinônimas as dicotomias *ex ante / ex post*, de um lado, e de outro *a priori / a posteriori*. Em certos aspectos, seria possível dizer que é incorreto o uso da expressão *a posteriori* como “posteriormente” ou “depois de algo ter ocorrido”, como é frequentemente usado na linguagem não só coloquial, mas mesmo acadêmica (ao menos no campo jurídico)². Ao menos

² Embora consultas a dicionários, enciclopédias, manuais de filosofia etc. indiquem ser simplesmente errado o uso da expressão *a posteriori* para designar *em momento posterior*, penso que a linguagem admite elasticidade e modificação conforme alterações de tempo e espaço. No início de meu contato com textos jurídicos pátrios, essa utilização chocava-me um pouco como incorreta. Com o tempo, evoluí (espero) minha percepção para reconhecer que, simplesmente, pela exposição frequente ao uso atécnico e pela sonoridade das palavras, a expressão passou a ser tão utilizada com esse significado que devemos reconhecê-la apenas como tendo sofrido uma certa mutação e, pelo contexto em que é usada podemos perfeitamente entender o que o comunicador quer dizer. Prefiro, por opção pessoal, usar as expressões em seu significado mais universalmente reconhecido por considerar que a precisão ajuda na distinção entre os ângulos



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 sua acepção original, *a posteriori* e *posteriormente* são falsos cognatos. Enquanto *ex ante* quer dizer *antes do evento* e *ex post*, *após o evento*, as expressões *a priori* e *a posteriori* são categorias epistêmicas e se referem a algo absolutamente distinto. Em poucas palavras, *a priori* é aquilo que se obtém por pura dedução lógica, seja a partir de axiomas, como as verdades matemáticas, seja a partir da aceitação como premissas de certos fatos. *A posteriori* é o que depende de verificação empírica, de exame de elementos fáticos adicionais.

24. No contexto da discussão de conflito formal ou material, uma forma de usar as expressões de maneira fiel a seu sentido tradicional seria dizer que o conflito é *a priori* quando, apenas pela constatação de haver interesses simultâneos e distintos defendidos por um mesmo tomador de decisão (controlador ou administrador, conforme o caso), já se *determina* que há um conflito e, portanto, o acionista “não poderá votar”. *A posteriori* seria, assim, a verificação que não parte apenas da constatação de interesses simultâneos, mas do exame concreto das condições do negócio. Tomando-se como exemplo a operação destes autos, o exame *a priori* apenas consideraria, como na acusação, que o controlador figura nos dois lados da operação – foco nos elementos *subjetivos* do negócio em análise – e não se levaria em conta se houve ou não contrariedade em concreto ao interesse da companhia – pelos elementos *objetivos* do negócio. Exame *a posteriori* é analisar os termos da operação, como feito nos eminentes votos já proferidos na sessão em que se iniciou o julgamento. Mas penso que exame semelhante poderia ter sido feito, em tese, antes de proferido o voto: seria um exame temporalmente anterior ao voto, porém *a posteriori* das características materiais do negócio (i.e., consideradas estas características).

25. De certa forma, aliás, a análise nunca seria exatamente *a priori* no sentido que a expressão possui em epistemologia, pois alguma demonstração mínima sobre o caso concreto é necessária: é preciso demonstrar em que grau e de que forma os interesses em jogo estão configurados, para que se possa dizer que o tomador da decisão, em cada caso, está ou não em situação de potencial conflito, isto é, se ele *pode* vir a beneficiar-se em detrimento da companhia. Nesse sentido, aliás, existem críticas à tese formalista vindas do mais alto escol, no sentido de questionar como é curioso que, sendo “formal”, páginas e páginas precisem ser desenvolvidas para demonstrar que existe ou não

e sutilezas das discussões, mas de tão comum que se tornou a sinonímia entre elas, sequer é possível fazê-lo sem esclarecimentos como estes, razão pela qual aqui os faço.



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

existe um conflito. Porém, entendo que a questão se cinge a identificar sobre o que estamos falando, ou seja, *a priori* ou *a posteriori*, mas *de quê*: se fosse realmente *a priori*, qualquer mínimo possível interesse potencialmente conflitante já impediria o voto (reitero que esta inconsistência teórica está bem lançada no voto do Relator). Mas a análise que chamo de material, a que me filio, é *a posteriori* das (isto é, *após consideradas* as) características objetivas, econômicas, da operação.

26. Também as expressões *ex ante* e *ex post*, embora comumente (e corretamente) usadas para designar o momento em que se está *fazendo* a análise, podem designar, noutros contextos, não exatamente o momento que se faz a análise, mas o objeto dela, por outro ângulo: o de distinguir entre, de um lado, o que o agente conhecia no momento da tomada da decisão (*ex ante*), e de outro o que só foi possível verificar após o resultado da decisão tomada (*ex post*). Pode-se, nessa acepção, fazer uma análise *ex ante* sobre um fato depois de ele ter ocorrido. Por sinal, é o que em regra fazemos ao julgar condutas, quando dizemos que elas devem ser julgadas considerando o que se sabia no momento de sua prática. Análises *ex post*, com efeito, têm o problema do viés de retrospectiva (*hindsight bias*), em que se lida com a dificuldade de evitar tomar tudo o que aconteceu como se fosse resultado previsível da conduta sob análise.

27. Num contexto de discussão de conflito de interesses, a verificação da existência do conflito pode ser feita, em tese (i.e., não estou tratando do sentido da lei, mas das possibilidades em abstrato):

- a. Quanto ao momento da análise: Antes ou depois de proferido o voto (ou concretizado o ato da administração, conforme o caso);
- b. Quanto ao objeto do que se verifica:
 - i. Com base apenas na configuração de interesses concorrentes, ou características subjetivas (conflito potencial), ou com base na substância do negócio, i.e., características objetivas, se há comutatividade ou condições abusivas (conflito efetivo);
 - ii. Com base nas informações existentes e disponíveis a quem tomou a decisão à época em que ela foi tomada, ou com base em todos os resultados que decorreram da decisão.



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

28. Quase todas as combinações são possíveis. As combinações impossíveis seriam: fazer a análise *antes* do voto, ou fazê-la apenas a partir de características subjetivas (potencial conflito), com base no que decorreu da decisão. A primeira, porque antes do voto evidentemente não se pode saber o que irá decorrer dele; a segunda, porque na medida em que algo *decorrente* do voto fosse considerado, já se estaria falando de materialidade da operação.

29. Se a análise é feita *depois* do voto, pode-se levar em conta apenas características subjetivas ou de potencial conflito (*a priori*, ou independentemente, da materialidade); e se forem levadas em conta as características objetivas do negócio ou de efetivo conflito (*a posteriori*, ou a partir da análise, da materialidade), pode-se tanto considerar apenas o que se poderia prever no momento do ato (análise *ex ante*) ou computar também o que decorreu (análise *ex post*).

30. **Interpretação textual.** Pois bem: utilizado os sentidos que expus nos parágrafos anteriores para as dimensões em questão, temos *antes e depois, a priori e a posteriori, e ex ante e ex post*. Entendo que o sistema adotado pela Lei das S.A., tanto no §1º do art. 115 quanto no art. 156, é o que permite que a análise sobre existência de conflito seja feita antes ou depois de concretizado o ato, com base numa análise *a posteriori* (com exame da matéria ou substância do negócio) e sob uma perspectiva *ex ante* (com base nas informações disponíveis para o tomador de decisão na ocasião em que a tomou). Consequências do ato podem até servir para, a partir delas, obter um melhor quadro fático de quais eram as informações e intenções na decisão tomada, mas sempre com o devido cuidado de se ater, no julgamento do ato, ao que efetivamente compôs a formação da vontade de quem tomou a decisão.

31. O cerne da interpretação que me leva às conclusões acima é a expressão *interesse conflitante*. Embora considere a ideia de controle *a priori* ou formal de abusos uma espécie de doença civilizacional, e algo que vai muito além dos artigos 115 e 156 da Lei das S.A., em termos de interpretação jurídica não vejo como julgar absurda a leitura de quem enxerga ser esse o sentido da lei. Verdade é que a expressão “interesse conflitante” admite ao menos dois significados distintos. Na linguagem cotidiana, usa-se inclusive a expressão “estar conflitada” para designar a situação de a pessoa ter mais de um interesse em jogo e preferir, ou não ter condições isentas, de emitir uma opinião ou mesmo preferir não participar de uma deliberação. Ou seja: existe uma leitura dessa expressão, razoavelmente compatível com um uso que dela se faz (ainda que informalmente), que a entende como dizendo “interesse *potencialmente* conflitante”. O vocábulo “conflito”, assim, não



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

designaria como os interesses efetivamente se manifestam, mas sim como eles estão posicionados para se manifestarem. A outra leitura possível é a que só considere *conflitante* o interesse particular do acionista quando ele o privilegie *em detrimento* – isto é, em oposição, em choque, em colisão – do interesse da coletividade de acionistas. Além de ser esta a maneira mais condizente com os significados dicionarizados da palavra “conflito”, ela é acima de tudo a leitura que mais restringe seu alcance. É princípio básico de hermenêutica interpretar restritivamente as limitações a direitos, especialmente um direito tão importante quando o de voto (especialmente para acionistas de participação relevante ou de controle).

32. Por fim, se ainda pudesse haver alguma dúvida sobre qual o sentido a ser atribuído ao conceito de “conflito”, nos textos do §1º do art. 115 e art. 156, com a entrada em vigor da Lei de Liberdade Econômica³, afasta-se por completo a leitura que amplia o conceito para lhe atribuir significado mais amplo. Isto, por aplicação direta de dois dispositivos: art. 1º, §2º, que diz: “*Interpretam-se em favor da liberdade econômica, da boa-fé e do respeito aos contratos, aos investimentos e à propriedade todas as normas de ordenação pública sobre atividades econômicas privadas*”; e, com ainda mais clareza, o art. 3º, V, que diz ser direito de toda pessoa natural ou jurídica “*gozar de presunção de boa-fé nos atos praticados no exercício da atividade econômica, para os quais as dúvidas de interpretação do direito civil, empresarial, econômico e urbanístico serão resolvidas de forma a preservar a autonomia privada, exceto se houver expressa disposição legal em contrário*”. Ora, tão inegável quanto a afirmação de que os artigos 115 e 156 são ambíguos penso ser a constatação de que, entre os dois significados que podem ser atribuídos à ideia de “conflito”, só uma leitura respeita o direito essencial a ter a presunção de boa-fé nos atos praticados no exercício da atividade econômica, e por óbvio é a leitura segundo a qual não é só por *poder* cometer abuso de direito que se deve privar alguém de exercer esse direito.

³ Cito novamente João Pedro Nascimento: *Com o advento da Lei nº 13.874/2019 (“Lei de Liberdade Econômica”), ganhou força o critério substancial como método adequado para apuração do conflito de interesses. O art. 1º, §2º, da Lei de Liberdade Econômica dispõe expressamente que todas as normas de ordenação pública, relativas a atividades econômicas privadas, devem ser interpretadas em favor da liberdade econômica, da boa-fé e do respeito aos contratos, investimentos e à propriedade privada. Op. cit., p. 69.*



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

CONSIDERAÇÕES ESPECÍFICAS SOBRE O CASO CONCRETO.

33. À exceção dos pontos a seguir expostos sobre penalidade e dosimetria nas sanções impostas a Walter Sacca e AFAM, sigo integralmente o voto do Relator.

34. Além das bem lançadas razões da Diretora Flávia, a que adiro – inclusive no que tange à substituição da pena de inabilitação de Walter Sacca pela de multa pecuniária – observo um ponto adicional pelo qual divergi da dosimetria observada no eminente voto do Relator neste caso. Em princípio, concordo com a ideia de se buscar uma dosimetria financeiramente relacionada com a gravidade do dano. Porém, é de se notar que, neste caso, o abuso se deu pela aquisição por preço *abaixo* do que aquele que atenderia ao interesse social. Desta maneira, entendo inadequado o critério de estabelecer a multa como fração – qualquer que seja ela – do preço da operação. Afinal, quanto maior a violação, menor seria a multa. Se ao invés de R\$ 16 milhões o preço de aquisição fosse de R\$ 2 milhões, a lesão seria muito maior – e a multa, seguindo o critério proposto no voto do relator, partiria da pena-base de R\$ 1 milhão, ao invés de R\$ 8 milhões.

35. Noto que quando a Diretora Flávia Perlingeiro pediu vista deste processo, o entendimento que eu mantinha, em resposta à divergência à dosimetria ao voto do Relator, era o de buscar uma punição proporcional ao dano efetivamente causado. Ocorre que a acusação, até mesmo por ter-se apoiado no critério formal para verificação da existência de conflito, não trouxe elementos suficientes para dimensionar os prejuízos – o que, diga-se de passagem, é mais uma deficiência do modelo da teoria do conflito formal.

36. Faço o registro de que, houvesse tais elementos, minha preferência seria por estipular uma penalidade que fosse um múltiplo das vantagens indevidas obtidas por meio da operação. Porém, enquanto enfrentava o desafio de encontrar, por suposições e aproximações, uma penalidade financeiramente proporcional aos danos causados, tive a felicidade de receber a minuta do voto vista da Diretora Flávia, com suas considerações sobre esse ponto, que resolveram minhas angústias. Apesar de parte da fundamentação do voto vista ser a rejeição da interpretação material sobre o conflito, a lei dá margem razoavelmente ampla para o julgador estipular penalidades, e a fundamentação trazida pela Diretora a meu ver é sólida, coerente e razoável também para a aplicação de pena com base na teoria do conflito material, a que me filio com os esclarecimentos feitos na parte geral deste voto, pela qual a adoto.



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

37. Divirjo apenas da agravante de 15% por dano ao mercado. Entendo que se tratou de uma questão interna a uma companhia de baixa relevância no mercado acionário, em valores pouco significantes, e que a gravidade da conduta já é em si mesma a razão para ser considerada uma falta grave. Assim, voto pela aplicação da multa aos acusados AFAM e Walter Sacca de R\$ 2 milhões de reais, pelos fundamentos da Diretora Flávia em seu voto de vista acrescidos dos que expus acima, reiterando seguir o voto do Relator no restante, inclusive no que diz respeito às penalidades para os demais acusados.

Rio de Janeiro, 8 de novembro de 2022.

João Accioly

Diretor