



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 19957.003175/2020-50

Reg. Col. 2007/20

Acusados: Jorge Eduardo Saraiva
Jorge Saraiva Neto
Olga Maria Barbosa Saraiva

Assunto: Apurar eventuais irregularidades em processo de aumento de capital social, relativas a (i) diluição injustificada, em infração aos arts. 153 c/c 170, §§1º e 7º, da Lei nº 6.404/1976; e ao art. 2º, IX, do Anexo 30-XXXII da Instrução CVM nº 480/2009; e (ii) conflito de interesses, em violação aos arts. 115, §1º, e 156 da Lei nº 6.404/1976.

Relator: Diretor Alexandre Costa Rangel

Voto: Diretora Flávia Perlingeiro

VOTO VISTA

1. Na sessão de julgamento de 16.08.2022, pedi vista dos autos deste processo administrativo sancionador (“PAS”)¹ para examinar mais detidamente os fatos e as controvérsias em tela. Retomando o julgamento do caso, faço referência ao bem lavrado voto do Diretor Relator Alexandre Rangel, para acompanhá-lo, em suas razões e conclusões, no que tange às acusações formuladas em face dos Acusados, na qualidade de membros do conselho de administração (“CA”) da Saraiva, de violação ao art. 153 c/c art. 170, §§1º e 7º, da Lei nº 6.404/1976 (“LSA”) e ao art. 2º, inciso IX, do Anexo 30-XXXII da Instrução CVM nº 480/2009, então vigente, pertinentes à alegação de ocorrência de diluição injustificada no processo de aumento de capital social, aprovado na reunião do CA realizada em 03.11.2019, afastadas pelo Relator com propriedade.

2. Contudo, apresento, respeitosamente, minhas razões de divergência parcial em relação aos fundamentos e conclusões apontados pelo ilustre Diretor Relator no que diz respeito às seguintes acusações formuladas em face de Jorge Eduardo Saraiva (“Acusado”): (i) de violação ao art. 115, §1º, da LSA, na qualidade de acionista controlador, por exercício abusivo do direito de voto² na AGE de 31.10.2019; e (ii) de violação ao art. 156 da LSA, na qualidade de membro do CA, por ter votado na RCA aprovando matéria na qual tinha interesse conflitante com o da Companhia.

¹ Os termos iniciados em letra maiúscula utilizados neste voto e que não estiverem aqui definidos têm o significado que lhes foi atribuído no voto do Diretor Relator ou no respectivo Relatório, conforme o caso.

² Ainda que o Termo de Acusação (“TA”) se refira, na proposta de responsabilização, ao exercício abusivo do direito de voto, sem mencionar ali a questão do conflito de interesses, a capitulação adotada (art. 115, §1º) e a narrativa acusatória não deixam dúvida de que o alegado abuso restaria configurado, na visão da Área Técnica, pela violação ao impedimento que reputou existir em razão de interesse conflitante do acionista, do que, inclusive, se defendeu plenamente o Acusado.



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. Para maior clareza e tendo em vista as especificidades do disposto no art. 115, §1º, e no art. 156 da LSA, abordarei tais acusações separadamente nas seções a seguir, sem qualquer pretensão de esgotar o debate acerca de todos os aspectos relevantes sobre os referidos temas.

Impedimento de Voto do Acionista Conflitado - art. 115, §1º, da LSA

Considerações Gerais

4. No que toca à acusação formulada quanto ao suposto exercício abusivo do direito de voto, pelo Acusado, na AGE de 31.10.2019, vale começar repisando o previsto no art. 115 da LSA:

“Art. 115. O acionista deve exercer o direito a voto **no interesse da companhia**; considerar-se-á abusivo o voto exercido com o fim de causar dano à companhia ou a outros acionistas, ou de obter, para si ou para outrem, vantagem a que não faz jus e de que resulte, ou possa resultar, prejuízo para a companhia ou para outros acionistas.

§ 1º O **acionista não poderá votar** nas **deliberações da assembleia-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**. (...)” (grifos aditados)

5. O cerne da questão polêmica em apreço diz respeito à interpretação do disposto no referido dispositivo legal.

6. A respeito, tornou-se, de longa data, notória a polarização entre as teorias do conflito formal e do conflito material, construídas doutrinariamente, para lidar com as dificuldades de interpretação quanto ao que constitui “interesse conflitante” para fins de aplicação do art. 115. Ao longo de décadas, foi se formando um conjunto de precedentes relevantes³, em que a aplicação de tais teses foi proposta como chave para a solução dos casos concretos, via de regra com manifestações

³ V., p. ex., para citar alguns dos casos mais emblemáticos decididos pelo Colegiado da CVM em relação ao conflito de interesses de acionista (art. 115 da LSA): Inquérito Administrativo (“IA”) RJ2001/4977 (“Caso TIM”), Diretora Relatora Norma Parente, j. em 19.12.2001 (prevaleceu conflito formal, mas houve manifestação de voto pelo conflito material); IA RJ2002/1153 (“Caso Previ - Telenorte/Telemar”) Diretora Relatora Norma Parente (votou pelo conflito formal, mas restou vencida), voto condutor Diretor Wladimir Castelo Branco, j. em 06.11.2002 (prevaleceu conflito material); Processo Administrativo (“PA”) RJ2004/5494 (“Caso AMBEV”), Diretor Relator Wladimir Castelo Branco, d. em 16.12.2004 (prevaleceu não se tratar de questão de conflito de interesses, mas houve manifestações de voto pelo conflito formal e pelo material); PA RJ2009/13179 (“Caso Tractebel”), Diretor Relator Alexandre Broedel Lopes, d. em 09.09.2010 (prevaleceu conflito formal, mas houve manifestação de voto pelo conflito material); PAS RJ2013/6635 (“Caso Eletrobras”), Diretora Relatora Luciana Dias, j. em 26.05.2015 (por unanimidade pelo conflito formal); PA RJ2015/5021 (“Caso Eneva”), Diretor Relator Pablo Renteria, j. em 25.08.2018 (prevaleceu o conflito formal); PA 19957.005563/2020-75 (“Caso Linxs/Stone”), j. em 13.11.2020 (prevaleceu entendimento pelo não impedimento de voto na AGE, sem que, contudo, tenha sido adotada para atingir tal conclusão a teoria do conflito material, objeto apenas de posição divergente à época vencida, no caso). Quanto ao Caso Eletrobras, registre-se, ainda, que a decisão da CVM foi reformada pelo Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (“CRSFN”), em 28.06.2017, no âmbito do recurso 14.306, Rel. Cons. Flávio Maia, após o que, de todo modo, a CVM divulgou comunicado reiterando seu posicionamento.



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

de voto divergentes (seja num ou noutro sentido), ainda que a lei propriamente dita não faça qualquer menção aos termos “formal” ou “material”.

7. Inicialmente, cabe reconhecer que, embora a ótica do conflito formal venha prevalecendo na CVM – notadamente há mais de uma década⁴ e até aqui –, o histórico anterior de casos aponta para uma certa alternância entre posições vencidas e vencedoras⁵ quanto à aplicação da teoria do conflito material, variando em consonância com mudanças de composição do Colegiado – mudanças essas que, aliás, são ínsitas à dinâmica de formação do órgão, à luz da disciplina legal que prevê, a cada ano, a substituição de ao menos um de seus integrantes, por ocasião do término do respectivo mandato, e que, por vezes – e não raro – acaba ocorrendo em maior constância em certos períodos, diante de eventuais renúncias ou do tempo tomado para o preenchimento de vagas.

8. Assim sendo, cabe ressaltar que, mesmo vindo a prevalecer, neste PAS, a abordagem sob o prisma do conflito material – considerando o teor dos votos já proferidos –, não se pode disso inferir se estar diante de um novo entendimento consolidado da CVM que seria capaz de, em tese, propiciar previsibilidade para os regulados e ao mercado de capitais em geral e segurança jurídica. A meu ver, infelizmente, diante da ausência de detalhamento, na própria LSA, quanto a como se configura ou se qualifica o conflito de interesses, e por se tratar, em essência, de embate interpretativo, a tendência é de que seja necessária uma mudança legislativa (já há muito cogitada e debatida em iniciativas legislativas diversas), a fim de conferir clareza de tratamento de modo mais perene e robusto⁶.

9. Isso sem descartar avanços regulatórios⁷, em acréscimo aos aprimoramentos promovidos

⁴ Ilustrando a prevalência da análise pelo prisma do conflito formal, a SEP fez referência, no TA, aos seguintes casos decididos pela CVM: PA RJ2009/5811 (“Caso Duratex-Satipel”), Diretor Relator Marcos Barbosa Pinto, d. em 28.07.2009; Caso Tractebel (2010), Caso Eletrobras (2015) e Caso Eneva (2015).

⁵ Assim, considerando as decisões do Colegiado da CVM, tomadas em PAS e PA em relação a conflito de interesses de acionistas (art. 115, § 1º, da LSA) nos últimos 20 anos, verifica-se prevalência do conflito formal em 2002; do conflito material entre 2002 e 2009 (por oito anos); e novamente do conflito formal de 2009 até hoje (por mais de doze anos).

⁶ Mesmo alguns dos defensores da linha do conflito material defendem a pertinência de alteração legislativa para conferir tratamento mais moderno ao tema. Nesse sentido, por exemplo, a manifestação de voto do então Diretor da CVM Gustavo Machado Gonzalez, no julgamento do PAS CVM nº RJ2016/7929, j. em 29.09.2020: “*Sobre esse ponto, reitero o meu entendimento de que a lei societária hoje emprega a expressão “interesse conflitante” em uma acepção técnica, que não abrange toda situação em que o acionista (no caso do art. 115, §1º) ou o administrador (no caso do art. 156) possuem um interesse extrassocial. Creio que, na atual redação da lei, as duas hipóteses de conflito de interesses dizem respeito somente àquelas situações em que o acionista ou o administrador possuem um interesse conflitante com o da companhia e votam em sacrifício do interesse social – que somente podem ser verificadas ex post factum –, muito embora esteja convicto sobre a necessidade de uma alteração legislativa para modernizar o tratamento da matéria*” (grifos adotados); valendo registrar, ainda, que as proposições do ex-Diretor para uma possível reforma da LSA nesse sentido já tinham sido expostas em mais detalhe na manifestação de voto que apresentou no PA CVM nº 19957.005749/2017-29 (“Caso Emae”).

⁷ Cite-se, p.ex., mudanças recentes na LSA, trazidas pela Lei nº 14.195, de 26.08.2021, com vistas à promoção de melhorias no ambiente de negócios no Brasil, inclusive quanto à proteção de acionistas minoritários, e, ainda, seus reflexos na regulamentação da CVM, com a edição da Resolução CVM nº 168, de 20.09.2022, como a previsão de que o voto plural não se aplica a votações da assembleia geral de acionistas que deliberem sobre transações com partes relacionadas que devam ser divulgadas nos termos do Anexo F da Resolução CVM nº 80, de 29.03.2022 (art. 45-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

no regime informacional relativo às transações com partes relacionadas, para além do que exigem as normas contábeis internacionais, bem como iniciativas de adoção, pelas companhias, de mecanismos voltados ao controle, à legitimação ou à mitigação dos riscos relacionados a situações de potencial conflito de interesse, desde que respeitados os limites decorrentes dos ditames legais em vigor, como já se observa em certas políticas de transações entre partes relacionadas⁸ e práticas adotadas no Brasil por grandes companhias, notadamente aquelas que contam com investimento estrangeiro substancial.

10. Importa, assim, admitir que, em que pese a longevidade e o brilhantismo com que estruturada a LSA – merecida e notoriamente reconhecida como um dos melhores diplomas legais de nosso ordenamento jurídico – a disciplina conferida a essa matéria, em específico, revelou-se insuficiente para lidar com a complexidade dos casos vivenciados, em especial aqueles em que o conflito de interesses não é manifestamente evidente. Na prática, isso acabou dando ensejo a interpretações que, a meu sentir, se descolam, por demais, da norma de vedação de exercício do direito de voto estabelecida por lei, acrescentando “requisito” de materialização de dano não previsto pela LSA para fins de configuração do impedimento de voto em razão de “interesse conflitante”⁹.

11. Com efeito, a meu ver, a teoria do conflito material parece ignorar o fato de que a LSA estabeleceu, expressamente, no art. 115, § 1º, que o “acionista não poderá votar” nas deliberações assembleares que tratem (i) do laudo de avaliação de bens com que concorrer para a formação do capital social, (ii) da aprovação de suas contas como administrador, (iii) em quaisquer outras que puderem beneficiá-lo de modo particular, ou (iv) em que tiver interesse conflitante com o da companhia – e não fez qualquer distinção, entre tais quatro hipóteses, seja em relação ao momento, seja quanto ao modo de apurá-las.

12. Todavia, quanto ao interesse conflitante, a teoria do conflito material estabelece que o conflito não pode ser aferido *a priori* nem *ex ante*, já que não se configuraria independentemente do conteúdo do voto proferido e que, sob tal lente, nem sequer terá existido caso não se materialize dano à companhia. Nesse sentido, desconsidera a conflituosidade inerente à situação em que, por exemplo, haja clara contraposição de interesses em situação com flagrante aptidão para causar dano, tendo em vista que, segundo sustenta, só o próprio acionista saberia em que sentido pretende exercer seu voto e, com isso, se privilegiaria, ou não, interesses próprios em detrimento do interesse social.

13. Ainda sob a ótica do conflito material, não se poderia presumir a fraqueza humana ou a

⁸ No âmbito da autorregulação, há iniciativas que incentivam a adoção de boas práticas de governança corporativa para lidar com problemas ínsitos às transações entre partes relacionadas; v., p.ex., art. 32, IV, do Regulamento do Novo Mercado (pós reforma/2017), que demanda a aprovação pelo CA de uma política de transações com partes relacionadas.

⁹ Apenas a título comparativo, observe-se que, quanto ao disposto no *caput* do art. 115, a respeito da configuração de abuso do direito de voto (ainda que não seja essa a disposição que cuida, especificamente, da questão do conflito de interesses), a LSA remete apenas ao “fim de causar dano” e à vantagem de que “resulte, ou possa resultar, prejuízo”; ou seja, considera para tal fim a aptidão para causar dano ou prejuízo, mas não a materialização em si (o que, por óbvio, será, de todo modo, necessariamente apurado quando se estiver a tratar de pretensão indenizatória propriamente dita).



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

má-fé do acionista potencialmente conflitado, o que me parece conduzir o debate a uma seara impertinente, uma vez que o prisma do conflito formal não está assentado em presunção de abuso ou má-fé, e sim na constatação de circunstância que inibe ou, no mínimo, compromete uma avaliação isenta, como acontece também em outros ramos do direito. Por exemplo, no caso de impedimento de voto, de um juiz ou membro de órgão decisório administrativo, para decidir em causa própria ou um caso que envolva familiares próximos, não se está a presumir-lhes má-fé ou propensão a abuso, mas sim a reconhecer que a isenção de seu juízo restará impactada e com o impedimento se preserva a higidez do processo decisório, independentemente de se formar, ou não, uma decisão melhor.

14. Reconheço, contudo, que, em muitos casos, o conflito de interesses não se revela de antemão de modo flagrante, ensejando inclusive grande dificuldade na análise sobre se de fato o acionista tem um “interesse conflitante” com o da companhia (e, quanto a isso, a LSA não nos socorre, já que não agregou elementos necessários para a configuração do conflito apto a gerar impedimento de voto)¹⁰. Especialmente em situações de relações indiretas ou em que o conflito seria vislumbrado de modo muito tênue, não cabe excessivo rigor na interpretação dita formalista, sendo preciso aprofundar o exame casuístico, a fim de não alargar indevidamente o âmbito da vedação legal imposta ao exercício de direito tão fundamental e de relevância ímpar para a governança corporativa, como é o caso do de voto, ainda que não se trate de um direito essencial nos termos do art. 109 da LSA¹¹.

15. Nessa linha, tomo emprestadas as ponderações do então Diretor da CVM Otávio Yazbek, em sua manifestação de voto no Caso Tractebel:

“Não acredito, assim, que apenas haja conflitos *in abstracto*, isolados das condições concretas das relações que se está constituindo. Pelo mesmo motivo, também não me parece que seja sempre possível identificar *ex ante* a existência de conflito ou que todas as matérias que envolvam controlador e controlada sejam, desde sempre, eivadas daquela conflituosidade. Reconheço mesmo que há casos em que este não

¹⁰ Foi o que, por exemplo, me levou a votar no seguinte sentido no Caso Linx/Stone: “(...) configura-se, a meu ver, situação de potencial conflito de interesses. Ocorre, entretanto, que, pelos elementos trazidos no Relatório e com as ressalvas já feitas neste voto, neste momento, não resta evidenciado que o interesse dos Recorrentes na aprovação da Operação Stone, mesmo consideradas as repercussões dos Contratos com Acionistas Fundadores, conflita com o interesse da Companhia; sendo que o impedimento decorreria justamente da existência de interesse conflitante. A esse respeito, acompanhando as bem fundamentadas razões da manifestação de voto do Presidente Marcelo Barbosa, concluindo, assim, que não restou demonstrado, neste momento, conflito de interesses apto a gerar impedimento de voto por parte dos Recorrentes em decorrência da celebração dos Contratos com Acionistas Fundadores, sem prejuízo, contudo, da verificação a posteriori quanto à regularidade do exercício do direito de voto (...)”, sem, contudo, ter deixado de admitir a possibilidade de existência de conflito apto, em tese, a impedir previamente o voto do acionista quando restar evidente a contraposição de seus interesses com os da companhia (PA CVM nº 19957.005563/2020-75).

¹¹ 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.



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

seja passível de identificação, pelos potenciais prejudicados, quando da votação da matéria.”¹²

16. Parece-me, assim, que o exame em si quanto à configuração, ou não, de conflito de interesses requer uma análise substantiva (ou, para usar o mesmo termo, “material”), no sentido de que devem existir, no mérito, interesses efetivamente antagônicos, pois não há que se falar em conflito nem em impedimento de voto sem que haja real e substantiva contraposição de interesses.

17. Contudo, daí a se interpretar que não é possível a ninguém mais que não ao próprio acionista aferir, antes de efetivada a deliberação e da ocorrência de dano à companhia, se esse está conflitado, há uma larga distância, que entendo ser inconciliável com o tratamento dado pela própria LSA, na medida em que, na prática, acabaria por transformar a “vedação ao voto” em “autorização apriorística para votar”, sujeita apenas à posterior demonstração de dano a ser objeto de eventual contencioso (seja administrativo, judicial ou arbitral, com suas diferentes repercussões para as partes envolvidas), ainda que com isso se possa alcançar a anulação do voto.

18. Aplicada em sua inteireza, a teoria do conflito material, além de colocar o ônus da comprovação do conflito (como consequência da comprovação de dano), em regra, nos acionistas minoritários (com menores condições de acesso aos dados necessários à tal comprovação), acaba por frustrar a possibilidade de tutela preventiva à ameaça de violação do impedimento legal. Isso não me parece se coadunar com nosso sistema jurídico como um todo, que, em linhas gerais, ampara o uso de medidas e instrumentos preventivos ou cautelares disponíveis (seja administrativamente ou no âmbito judicial ou arbitral), mesmo que caiba reconhecer que, na prática, por vezes há insuficiência de meios para promover a agilidade e a efetividade necessárias, fazendo com que o exame da questão venha a se dar, usualmente, apenas após já ocorrido o descumprimento à lei.

19. De todo modo, não enxergo como contraditório com a proibição apriorística do voto em situação de conflito de interesses o fato de que os §§ 3º e 4º¹³ do art. 115 preveem que é anulável a deliberação tomada em decorrência do voto de acionista que tem interesse conflitante com o da companhia e que o acionista responderá pelos danos causados e será obrigado a transferir para a companhia as vantagens que tiver auferido. Isso porque, em que pese a LSA proibir o voto do acionista conflitado, na prática esse pode ocorrer (ao arrepio da vedação legal) e, nesse caso, resta claro que a mera indenização por danos causados não será suficiente, sendo justamente a anulação o que levará ao *status quo ante*, fazendo jus à situação de impedimento prescrita em lei.

20. Assinalo, inclusive, que a sanção de anulabilidade cominada no § 4º é válida para todas

¹² V. PA CVM nº RJ 2009-13179 - Caso Tractebel, decidido em 09.09.2010.

¹³ § 3º O acionista responde pelos danos causados pelo exercício abusivo do direito de voto, ainda que seu voto não haja prevalecido. § 4º A deliberação tomada em decorrência do voto de acionista que tem interesse conflitante com o da companhia é anulável; o acionista responderá pelos danos causados e será obrigado a transferir para a companhia as vantagens que tiver auferido.



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

as hipóteses de impedimento previstas no §1º, inclusive aquelas de caráter mais objetivo nas quais há consenso a respeito da aplicabilidade da vedação do voto *ex ante factum*. Assim, parece-me de todo equivocada a premissa defendida sob a ótica do conflito material de que o juízo acerca do conflito somente pode ser feito *a posteriori* e, portanto, o conflito de interesses não autorizaria o impedimento de voto, mas sim a anulabilidade do voto proferido em detrimento da companhia.

21. Ademais, pontuo que, tanto a respeito do art. 115 quanto dos demais dispositivos da LSA, não há qualquer restrição expressa a que a proteção do interesse da companhia *vis-à-vis* uma iminente perspectiva de voto por acionista em situação de conflito de interesses esteja circunscrita à utilização de remédios de reparação ou de anulação da deliberação (embora, como dito, essa via tenha sido explicitada no § 4º do art. 115), não havendo razão para, dogmaticamente, excluir a possibilidade de uso de ferramentas potencialmente preventivas (ainda que com suas inerentes limitações), seja perante a CVM¹⁴, seja em arbitragem ou pelo Judiciário, observados distintos escopo e alcance.

22. O argumento que remete à permissão legal contida no art. 117 da LSA para a celebração de negócios jurídicos entre a companhia e seu acionista controlador também não me parece convincente, seja por equiparar questões essencialmente distintas – autorização para contratar e autorização para votar –, seja por não levar em conta que, em grande parte dos casos, inclusive de transações com partes relacionadas, o contrato pode ser celebrado sem manifestação assemblear¹⁵.

23. Ademais, o mero controle *ex post* consoante assentado pela teoria do conflito material não é uma solução alinhada com o que é atualmente praticado em outros países com mercados de capitais de dimensões mais significativas¹⁶, notadamente em relação aos EUA¹⁷ e, ao menos desde

¹⁴ V., p.ex., Lei nº 6.385/1976: “Art. 9º (...) § 1º Com o fim de prevenir ou corrigir situações anormais do mercado, a Comissão poderá: (...) III - divulgar informações ou recomendações com o fim de esclarecer ou orientar os participantes do mercado; IV - proibir aos participantes do mercado, sob cominação de multa, a prática de atos que especificar, prejudiciais ao seu funcionamento regular”; e “Art. 13. A Comissão de Valores Mobiliários manterá serviço para exercer atividade consultiva ou de orientação junto aos agentes do mercado de valores mobiliários ou a qualquer investidor”.

¹⁵ Destaco trecho do voto do então diretor Marcelo Trindade no IA CVM nº RJ2001/4977: “O argumento de que o art. 117, § 1º, f’, da Lei admite a contratação entre o acionista controlador e a companhia, em condições equitativas, parece-me, data venia, pouco expressivo. Ao discutir-se o impedimento do voto não se está discutindo a proibição de contratar, mas apenas a legitimidade do voto do controlador quanto à matéria. O contrato pode ser celebrado, desde que o beneficiário não vote. Além disto, é preciso lembrar que o contrato pode ser celebrado sem manifestação assemblear — o que, aliás, ocorre em grande parte dos casos —, ou sem a manifestação do voto do controlador, e ainda assim ele continuará respondendo, na forma do art. 117, se retirar benefício indevido como contraparte do negócio”. No mesmo sentido, cf. a manifestação de voto do então diretor Otavio Yazbek no Caso Tractebel.

¹⁶ Cf. precioso estudo comparativo conduzido pela ex-Diretora da CVM Luciana Dias, em desdobramento da sua tese de doutorado (*Transparência como Estratégia Regulatória no Mercado de Valores Mobiliários: Um Estudo Empírico das Transações com Partes Relacionadas*, Universidade de São Paulo: São Paulo 2014), foi traçado um panorama completo quanto ao tratamento de tais transações no contexto internacional, tanto à luz dos Princípios de Governança Corporativa da OCDE e G20, quanto no direito comunitário europeu, nos Estados Unidos e no Chile, evidenciando as dissonâncias do regime brasileiro frente aos seus pares internacionais (*As Transações com Partes Relacionadas no Direito Societário e a Lei de Melhoria do Ambiente de Negócios*, em vias de publicação).

¹⁷ A propósito dos precedentes julgados no estado norte-americano de Delaware, Rafael Vieira de Andrade de Sá destaca:



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

2017, aos membros da União Europeia¹⁸ (nem mesmo quanto ao regime adotado na Itália¹⁹, que, no passado, servira de inspiração, no Brasil, para a teoria do conflito material). Vale, também, considerar o retratado nos Princípios de Governo das Sociedades do G20 e da OCDE²⁰.

24. Com efeito, ainda que sem entrar nas especificidades dos sistemas jurídicos estrangeiros (seja quanto à legislação aplicável ou às regras de listagem nas respectivas bolsas de valores, quanto aos parâmetros e critérios adotados pelas respectivas instâncias decisórias, ou mesmo quanto ao funcionamento do sistema judicial), não se tem notícia de qualquer mercado relevante em que, na prática, acionistas controladores em situação de potencial conflito de interesses (como é o caso de deliberações sobre transações com partes relacionadas) simplesmente votem, a seu próprio critério, e

“(…) com o objetivo de obter o efeito de devolução do ônus probatório ao minoritário autor de uma ação de indenização, os controladores passaram a não mais votar nas deliberações que possuíam interesse ou então passaram a submeter a operação à aprovação de comitês especiais integrados por administradores. Mais recentemente, os controladores chegaram ao ponto de utilizar esses dois instrumentos de legitimação conjuntamente, uma vez que essa foi a única estrutura reconhecida como suficientemente capaz de conferir uma efetiva proteção aos acionistas minoritários. O incentivo para a adoção dessa estrutura reside na restauração da business judgment rule, que protege os controladores de uma eventual responsabilização judicial. Com isso, o modelo americano parece ter atingido um equilíbrio ideal entre proteção dos investidores e segurança jurídica” (O Entire Fairness Test no Direito Norte-Americano, Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, v. 79/2018, pp. 99-125, Jan-Mar/2018 DTR/2018/9066).

¹⁸ Directive (EU) 2017/828 of the European Parliament and of The Council of 17 May 2017: “**Article 9c Transparency and approval of related party transactions** (...) 4. Member States shall ensure that material transactions with related parties are approved by the general meeting or by the administrative or supervisory body of the company according to procedures which prevent the related party from taking advantage of its position and provide adequate protection for the interests of the company and of the shareholders who are not a related party, including minority shareholders. Member States may provide for shareholders in general meeting to have the right to vote on material transactions with related parties which have been approved by the administrative or supervisory body of the company. (...) Member States may allow the shareholder who is a related party to take part in the vote provided that national law ensures appropriate safeguards which apply before or during the voting process to protect the interests of the company and of the shareholders who are not a related party, including minority shareholders, by preventing the related party from approving the transaction despite the opposing opinion of the majority of the shareholders who are not a related party or despite the opposing opinion of the majority of the independent directors” (grifos adotados).

¹⁹ Segundo esclarece Luciana Dias: “Como se percebe analisando o regime italiano, o regulador local usou muitas estratégias regulatórias diferentes – com especial ênfase no papel atribuído aos conselheiros independentes – e, muitas vezes, uma combinação de estratégias para lidar com os conflitos inerentes às transações com partes relacionadas, sempre procurando afastar a figura do controlador ou do administrador interessado da decisão. Em especial, para aquelas operações consideradas de maior relevância, o legislador italiano transferiu a decisão, ou pelo menos o poder de veto sobre ela, para um comitê de conselheiros desinteressados, sujeito a deveres fiduciários, com poder para participar de todo o processo de negociação e com capacidade de contratação de terceiros especializados para auxiliar na análise” (v. artigo referido na nota de rodapé 16).

²⁰ “2. (...) F. (...) **I. Os conflitos de interesse nas transações com partes relacionadas devem ser tratados.** (...) O potencial de abuso de transações com partes relacionadas é uma questão política importante em todos os mercados, mas, sobretudo, nos com concentração acionista e naqueles em que prevaleçam os grupos de sociedades. (...) Após a identificação das transações com partes relacionadas, as jurisdições definem procedimentos para a sua aprovação, de forma a minimizar o seu potencial negativo. Na maioria das jurisdições, é colocado grande ênfase na aprovação pelo conselho de administração, muitas vezes com um papel proeminente dos membros independentes, ou a exigência de que o conselho justifique o interesse da transação para a sociedade. Os acionistas também podem ter uma palavra a dizer na aprovação de determinadas transações, desde que excluídos os acionistas interessados” (grifei) (OCDE (2016), Princípios de Governo das Sociedades do G20 e da OCDE, OCDE, Paris. <http://dx.doi.org/10.1787/9789264259195-pt>).



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

sem observância de quaisquer procedimentos de mitigação ou salvaguardas, estando sujeitos apenas a serem desafiados *ex post* se houver comprovação de dano à companhia.

25. Ainda que seja fato que em certas jurisdições relevantes não há impedimento prévio de voto do acionista em assembleia previsto em lei²¹, a verdade é que a praxe ou as decisões de cortes competentes levaram à adoção de diversos mecanismos procedimentais e de salvaguardas que apostam, de um lado, no afastamento dos interessados no processo decisório pertinente a transações com partes relacionadas e, de outro lado, no escrutínio de comitês ou do CA, notadamente por seus membros independentes ou desinteressados, fazendo com que, em quaisquer casos envolvendo operações minimamente relevantes, as discussões travadas girem em torno da higidez do processo decisório, da independência e outras qualificações necessárias aos comitês especiais e membros independentes engajados no processo e de sistemas com aprovações apartadas (sem contar com os acionistas controladores) para legitimação por meio de aprovações pela “maioria da minoria”.

26. Lamento, assim, que depois de tantas décadas, ainda estejamos presos ao inglório embate entre as teorias do conflito formal e material – inclusive descolados das práticas e discussões que atualmente se travam no mundo – numa realidade em que, quanto a ambas as teorias, inclusive, se evidenciam insuficiências e inadequações que impedem uma clareza quanto ao tratamento jurídico da matéria no Brasil e, assim, corroem a segurança jurídica²². A propósito, destaco, também, a crítica bem assentada pelo então Diretor da CVM Gustavo Borba, em seu voto no Caso Eneva:

“Entendo que tanto a teoria formalista como a materialista possuem fragilidades e engendram inconveniências práticas, uma vez que, enquanto a primeira reduz demasiadamente o poder majoritário, a segunda cria grande insegurança e subjetivismo, afetando a estabilidade das relações societárias com o incremento da possibilidade de anulação - apesar das intensas discussões já travadas (nenhuma unânime), parece-me que a matéria ainda se encontra em evolução. Na análise do presente caso, contudo, até mesmo por razões de segurança jurídica, seguiremos a linha de raciocínio formalista, que já há muito tempo prevalece na CVM. (...) Essa configuração fática [do caso concreto] geraria, na linha formalista, situação de conflito de interesse (...)”²³

27. Nesse contexto, esclareço que, em relação ao conflito de interesses de acionista perante a

²¹ Como é o caso, por exemplo, da legislação do Estado de Delaware, nos EUA.

²² Como bem pontuado pelo ex-Diretor Gustavo Borba, ao justificar seu voto no Caso Eneva: “*Alinho-me, no presente voto, à teoria formalista, não apenas porque entendo que essa posição está em sintonia com o texto legal (art. 115, § 1º, da LSA), mas, principalmente, por me parecer inadequado, considerando razões de segurança jurídica, prolongar uma discussão que já dura mais de 15 anos, sem que existam razões robustas para tanto. Ressalvo, no entanto, que praticamente todos os precedentes que decidiram pelo impedimento de voto em virtude de conflito envolviam situações de inequívoco antagonismo entre os interesses do acionista e da sociedade, e, na maioria das vezes, apreciavam a posição do acionista como contraparte da sociedade na operação a ser submetida à aprovação da assembleia*”, tendo ele, ainda, ressalvado que: “*Acredito que a configuração do impedimento de voto, em casos (...) que não envolvem interesses manifestamente antagônicos (“contraparte”), ainda necessita maior aprofundamento e discussão (...)*” (em 26.09.2017).

²³ V. PA CVM nº RJ2015/5021, decidido em 25.08.2015.



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

companhia, não me filio à adoção automática do que por vezes é referido como “conflito formal”, em que o apontamento objetivo quanto a uma determinada posição contratual por si só ou a mera existência de um dado direito seria suficiente para a configuração do interesse conflitante, independentemente de detido exame casuístico, de mérito, quanto à contraposição de interesses. Tal rigor extremado, a meu juízo, poderia abarcar situações em que sequer há clareza quanto à existência de um interesse conflitante. Porém, muito menos me alinho à tese do conflito material, que, a pretexto de construir uma releitura sistemática de diversas disposições da LSA, me parece descolar do regramento legal claramente estabelecido como hipótese de vedação de voto, de impedimento, ainda por cima fixando requisitos de ocorrência de dano para a companhia, que, ao mesmo tempo, admitem não serem aplicáveis às demais situações elencadas no mesmo § 1º do art. 115.

28. Com efeito, a inadequação da tentativa de esgotar a matéria em um desses extremos já vem sendo, em certa medida, objeto de considerações em diversos votos apresentados em casos concretos no âmbito da CVM²⁴ e do CRSFN²⁵. Nesse passo, ainda que a maior parte dos casos apreciados pela CVM sejam de PAS e, portanto, examinem situações já ocorridas, existindo limitações de diversas ordens para um efetivo exame apriorístico em caráter preventivo, tem sido fundamental a análise pormenorizada das circunstâncias específicas do caso concreto, a fim de melhor explorar questão preliminar da identificação da própria existência, ou não, do interesse conflitante, antes mesmo de considerações sobre a concretização de dano (o que reclamaria aferição *a posteriori*),

²⁴ V., por ex., para citar brevemente menções a registros feitos em votos do Colegiado neste sentido: Caso Tractebel, Diretor Relator Alexandro Broedel Lopes, j. 09.09.2010 (v. ressalvas e críticas feitas nos votos do Diretor Relator e do Diretor Otávio Yazbek); Caso Emae, decidido em 26.09.2017 (v. voto do Diretor Gustavo Borba); Caso Eneva, Diretor Relator Pablo Renteria, j. 25.08.2015 (v. voto do Diretor Gustavo Borba); PAS nº RJ2014/10556 (“Caso Taurus”), Diretor Pablo Renteria, j. 24.10.2017 (v. voto do Diretor Gustavo Borba).

²⁵ V., p.ex., ainda que relativo ao art. 156, as ponderações feitas no voto do Conselheiro Relator Thiago Paiva Chaves, quanto ao Processo CVM RJ2014/591 (Acórdão CRSFN 263/2018), j. em 12.12.2018: “34) *Embora a maioria da doutrina e jurisprudência da CVM utilizem as regras do conflito de interesse formal ou material para avaliar casos como esse, penso que polarizar as decisões talvez não seja a melhor solução para enfrentar o problema do conflito de interesse envolvendo administrador e companhia, que reconheço ser assunto bastante complexo.* 35) *Uma abordagem doutrinária mais recente, que entendo ser bastante adequada, e que, em minha avaliação, resulta na melhor aplicação para o mencionado artigo, busca por uma solução intermediária e conciliatória nessa discussão, não sendo voltada exclusivamente para um tratamento puramente formal, nem material.* 36) *No pensamento de Calixto Salomão Filho, considera-se como critério balizador para definir se o controle do conflito deve ser a priori (formal) ou a posteriori (material) a existência ou não de “forte perigo de comportamento incorreto”:* “A tradicional classificação entre hipóteses de conflito de interesses formal e material deve então ser revisitada. Não para ser negada, mas sim para ser transformada em diferença entre situações em que se verifica forte perigo de comportamento incorreto e situações em que isso não ocorre. A diferença não é apenas semântica. Implica deslocar a questão da análise e comparação do ato e sua relação com o interesse social para a verificação da situação e dos deveres mínimos de cuidado de administradores e controladores. Retorna-se, como dito acima, portanto, aos deveres de cuidado e fiduciários não como disciplina substitutiva do conflito de interesse, mas como critério para sua apuração” (*O Novo Direito Societário, Calixto Salomão Filho*). 37) *A adoção puramente da tese do conflito formal poderia ser em muitos casos bastante rigorosa. Da mesma forma, acolher invariavelmente o conflito material para lidar com todos os casos de conflito de interesse do art. 156 não me parece ser a forma mais eficiente de tratar a questão, vez que em muitos casos o conflito é flagrante, mesmo antes de o administrador deliberar propriamente o tema, não havendo porque se aguardar a manifestação do ato societário”.*



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

bem como do debate sobre quem poderá arbitrar se há ou não conflito de interesses e quando esse restará configurado, se *ex ante* ou *ex post* (i.e., com base na deliberação tomada).

Considerações sobre este caso

29. No caso de que trata este PAS, a acusação de violação ao art. 115, §1º, foi, a meu ver, ancorada em percepção equivocada de que o Acusado tinha interesse conflitante no que tange ao objeto da deliberação da AGE, em que pese a própria SEP tenha reconhecido que não havia deliberação assemblear a ser então tomada sobre a capitalização do AFAC. Entretanto, em razão da correlação dessa matéria com as constantes da pauta da AGE, a SEP entendeu que, mesmo se tratando de questão a ser debatida e deliberada *a posteriori* na RCA, era apta a colocar o acionista em situação de impedimento de voto na AGE, fazendo alusão expressa a tese do conflito formal²⁶.

30. A meu juízo, entretanto, neste caso, especificamente quanto à deliberação tomada na AGE de 31.10.2019, não há que se falar em interesse do Acusado conflitante com o interesse social.

31. Destaco que tal AGE não deliberou sobre a realização do AFAC²⁷ nem sobre o Aumento de Capital em si, tampouco sobre a capitalização do AFAC, não envolvendo questão quanto à qual o Acusado estivesse em posição efetivamente contraposta à Companhia.

32. Com efeito, como se verifica dos autos, a AGE tinha como ordem do dia deliberar sobre os seguintes itens: “(i) aumento do valor do capital social autorizado da Companhia e consequente alteração do art. 8º do estatuto social; (ii) inclusão de regra estatutária conferindo poderes ao conselho de administração da Companhia para, dentro do limite do capital autorizado, emitir bônus de subscrição”.

33. Em relação ao capital autorizado, a proposta da administração para a referida AGE consistiu em um aumento do montante de 20 milhões para até 66 milhões de ações, a demonstrar que sequer englobava um incremento necessário apenas à luz da capitalização do AFAC detido pelo Acusado (que compreenderia a emissão de aproximadamente 6,89 milhões de ações, considerando o valor do AFAC, de R\$ 10 milhões, e o Preço de Emissão, de R\$ 1,45), mas, sim, para o somatório disso com o montante necessário – e essa era sua maior parte – à emissão dos Bônus de Subscrição, no contexto do PRJ.

34. Segundo pontuou a Defesa, considerando a parcela do limite do capital autorizado anteriormente vigente que não havia ainda sido exaurida em aumentos de capital anteriores (de 20

²⁶ V. itens 95 a 99 do Termo de Acusação (Doc. 0997337).

²⁷ Registro, inclusive, que, a Área Técnica assinala que a “*operação de AFAC, celebrada em junho de 2018, teve como objetivo a injeção de recursos extraordinários na Companhia, de forma a permitir a continuidade de suas operações. Portanto, pode-se aferir que tal operação atendeu ao melhor interesse da Companhia, desde que sua aprovação tenha ocorrido de forma regular*” (item 105 do TA).



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

milhões de ações)²⁸, já seria possível inclusive efetuar a capitalização do AFAC, embora tal limite não fosse suficiente para proceder também à emissão dos Bônus de Subscrição. Em tais circunstâncias, apesar de as matérias constantes da pauta da AGE estarem correlacionadas com a capitalização do AFAC, dentro do escopo de medidas necessárias para atender ao previsto no PRJ, verifica-se que, claramente, tinham um escopo bem mais amplo.

35. Para além da maior amplitude das matérias deliberadas na AGE, noto também que, apesar de o aumento do capital autorizado constituir etapa antecedente, as instâncias decisórias eram distintas e não havia previsão de que as deliberações relacionadas ao Aumento de Capital seriam interdependentes, de modo que o aumento do capital autorizado inclusive teria eficácia individualmente, independentemente da deliberação do CA quanto à capitalização do AFAC²⁹.

36. Isso explica, aliás, por que, na proposta da administração para a AGE, não constaram as informações pertinentes à capitalização do AFAC, como o Preço de Emissão e os critérios para a sua fixação, que seriam objeto de posterior deliberação pelo CA. A propósito, note-se que a própria SEP considerou que, do ponto de vista informacional, fora atendido o disposto no art. 135, §3º, da LSA³⁰.

37. Por esses motivos, entendo que a correlação existente entre a ordem do dia da AGE e a capitalização do AFAC não se presta a justificar uma dualidade de interesses contrapostos, de modo que, a meu ver, restou ausente o antagonismo que se apresenta como pressuposto fundamental para a caracterização do conflito de interesses, seja sob a ótica da teoria do conflito formal ou material.

38. Por fim, o voto do Diretor Relator também analisou o voto do Acusado na AGE sob o enfoque do benefício particular³¹. Nesse aspecto, compartilho da visão de que não se consubstanciou hipótese de benefício particular, com duas ressalvas de ordem conceitual.

39. A primeira se refere à interpretação dada pelo Relator de que também nessa hipótese incidiria a abordagem sob o prisma material, aspecto em que remeto às considerações feitas acima para a hipótese de conflito de interesses, para evitar repetições desnecessárias. Em acréscimo, destaco

²⁸ O que pode ser extraído da análise das atas de reunião do conselho de administração realizadas a partir de 28.04.2015, data da aprovação do limite de capital autorizado anteriormente vigente, arquivadas no site da CVM.

²⁹ Releva lembrar que a assembleia geral é soberana em suas deliberações a respeito do capital autorizado e poderia, por exemplo, decidir pela aprovação de um aumento em valor diverso daquele proposto pelo CA, o que poderia, em última análise, vir a impactar a posterior decisão da administração quanto à capitalização do AFAC.

³⁰ Como ressaltado no TA, “a capitalização do AFAC não era matéria a ser deliberada em assembleia. Compete ao conselho de administração das companhias abertas fornecer os documentos pertinentes às matérias a serem debatidas na AGE, por ocasião da publicação do primeiro anúncio de convocação do conclave, o que foi feito pela Saraiva, em linha com o disposto no art. 135, § 3º, da Lei Societária” (Item 95 do Doc. 0997337).

³¹ Apesar de a Área Técnica ter concluído pela existência de conflito de interesses do acionista, acabou por causar alguma confusão ao fazer referência, no Item 107 do TA, a que “(...) embora seja possível afirmar que a atuação do acionista controlador convergiu com os interesses da Companhia, entendo que o exercício de voto do Sr. Jorge Eduardo Saraiva na AGE que deliberou matéria que, notadamente, o beneficiaria de modo particular, configura o exercício abusivo do direito de voto (...)”. De todo modo, a própria SEP também reconheceu ali que são hipóteses conceitualmente distintas.



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

apenas a precisa consideração trazida pela Diretora Relatora Luciana Dias no julgamento do PAS CVM nº RJ2013/6635, em 26.05.2015, quanto à confluência das hipóteses sob o mesmo propósito:

“O impedimento de voto nasce da necessidade de expurgar da assembleia geral os acionistas que tenham interesses próprios na deliberação a ser tomada e que, por isso, possam privilegiá-los, preterindo os interesses da companhia e dos demais acionistas. Em outras palavras, o impedimento de voto dos acionistas que possam se beneficiar de modo particular com a deliberação, seja na hipótese de benefício particular ou de conflito de interesses, é uma medida de proteção à legitimidade da assembleia e da decisão nela tomada.”

40. A segunda diz respeito ao entendimento do Relator de que as hipóteses de benefício particular e conflito de interesses distinguem-se na medida em que a primeira compreenderia uma vantagem lícita, enquanto a segunda envolveria uma vantagem ilícita³².

41. Para não me estender, valho-me neste ponto do seguinte trecho do bem lançado voto do então Diretor Otávio Yazbek no Caso Tractebel, por sua clareza e pertinência:

“[A]inda que se siga a linha de que conflitos apenas podem ser identificados ao produzirem efeitos (quando do reconhecimento da ilicitude dos seus resultados, portanto), isso não autorizaria dizer que um conflito só existe quando aquele efeito danoso tenha se produzido. O conflito já existia antes, os interesses contrapostos já existiam – difícil era a sua identificação. Indo além, dizer que conflitos de interesses correspondem a vantagens ilícitas, neste contexto que ora descrevo, equivaleria a dizer que qualquer contratação realizada quando havia aquele tipo de contraposição seria, também, ilegal.

Ora, tanto não há ilicitude nas contratações que, como já exposto, a Lei não proíbe relações em que interesses contrários estejam envolvidos. Em suma, nos casos de posições contratuais contrapostas entre acionista e sociedade (e uma vez afastada a hipótese do benefício particular), muitas vezes podem existir interesses contrapostos (ou seja, o conflito de interesses propriamente dito). Nem por isso há, aí, ilicitude. Entendo que equiparar o interesse existente em caso de conflito de interesses a interesse ilícito, assim, gera uma dificuldade insolúvel.

Tanto assim que, para mim, o que a Lei cria, ao lidar com os conflitos de interesses, é um regime protetivo da integridade da formação de vontade da sociedade. Ilicitude, reitero, decorreria apenas da abusividade do voto propriamente dita, da obtenção daqueles efeitos vedados por lei, estes sim muito provavelmente apenas apuráveis em momento posterior.

Neste sentido, e apenas para fazer uma síntese, entendo que benefício particular e conflito de interesses distinguem-se porque, no primeiro caso, se está tratando de vantagens que diferenciam os acionistas exclusivamente na qualidade de acionistas. Já no segundo, os envolvidos podem figurar sob outro manto, como partes contratantes, por exemplo. A confusão entre as duas categorias talvez esteja relacionada não apenas aos debates acima referidos, mas também ao fato de que, em ambos os casos, no fundo, talvez se esteja falando em conflito de interesses em sentido amplo.”

³² Conforme parágrafo 136 do voto do Diretor Relator.



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

42. No mais, entendo que os elementos que afastam a existência de benefício particular no caso foram bem delineados no voto do Relator.

43. Pelo exposto, ainda que com base em fundamento diverso, acompanho o voto do Diretor Relator pela absolvição do Acusado quanto à suposta violação do disposto no art. 115, § 1º, da LSA.

Vedação de intervenção e de voto do Administrador Conflitado – art. 156 da LSA

Considerações Gerais

44. Em relação à acusação formulada em face do Acusado, na qualidade de membro do CA, de violação ao art. 156 da LSA, por ter votado na RCA aprovando matéria na qual tinha interesse conflitante, respeitosamente, divirjo tanto do fundamento quanto da conclusão do Relator.

45. Entendo, inclusive, que a teoria do conflito material não deve ser transposta para a interpretação do disposto no art. 156 da LSA sem maiores considerações e ponderações acerca das diferenças existentes entre as posições de conflito de interesses de acionistas e de administradores, em relação à companhia, correlacionadas com os demais deveres fiduciários dos administradores.

46. Novamente, tomando como ponto de partida o dispositivo legal objeto da acusação, vale repisar que o *caput* do art. 156 da LSA disciplina a vedação aplicável aos administradores de “intervirem em qualquer operação” em que tiverem “interesse conflitante com o da companhia” e de participarem “na deliberação” dos demais administradores a respeito de tal operação. Em textual:

“Art. 156. É **vedado** ao administrador **intervir** em **qualquer operação social em que tiver interesse conflitante com o da companhia, bem como na deliberação que a respeito tomarem os demais administradores**, cumprindo-lhe cientificá-los do seu **impedimento** e fazer consignar, em ata da reunião do conselho de administração ou da diretoria, a natureza e extensão do seu interesse.” (grifei)

47. Busca-se, com isso, impedir que o administrador se valha de sua posição chave no âmbito da companhia para influenciar a estruturação das bases do próprio negócio ou operação, bem como eventual decisão de aprovação da companhia, em defesa de seus próprios interesses, desviando-se do cumprimento dos seus deveres fiduciários.

48. Ademais, ainda que os acionistas também tenham o dever de votar no interesse da companhia, cabe frisar que o administrador tem um leque mais amplo de deveres fiduciários em relação à companhia e deve-se considerar, no âmbito das discussões travadas nesses casos, que o administrador integra a administração da companhia (seja como diretor ou membro do conselho de administração) e, dentro dos limites das suas atribuições e competências, lhe cabe trabalhar para obter, seja com seu esforço nas negociações ou nos debates internos sobre os termos e condições a serem negociados ou considerados, as melhores condições possíveis para a companhia.

49. É certo, também, que o dispositivo legal se refere genericamente ao interesse conflitante



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 administrador para com a companhia, não tendo elencado deliberações específicas em que estaria impedido de participar das deliberações, devendo a avaliação quanto à existência do conflito de interesses também se dar à luz de cada situação em concreto.

50. Entende-se, a propósito, que o administrador deve se abster de participar da discussão³³ e deliberação da matéria em que configurado o conflito, cientificando os demais administradores e fazendo constar da respectiva ata o seu impedimento, explicitando a natureza e a extensão do conflito. Tem-se, portanto, a própria LSA determinando que o controle (e seu registro) se faça *ex ante*, ainda que pelo próprio administrador, independentemente de qualquer configuração de dano à companhia.

51. Nessa seara, considero ainda mais problemática a aplicação da teoria do conflito material para tratar da questão da configuração do conflito, da vedação a qualquer intervenção na estruturação ou negociação da operação, bem como do impedimento de voto do administrador conflitado.

52. Com efeito, no âmbito da CVM, a interpretação do art. 156 vem recebendo tratamento distinto do referido na Seção anterior quanto ao art. 115, § 1º, como já bem destacara o Diretor Relator Pedro Oliva Marcilio de Sousa, no PAS CVM nº RJ2005/1443, julgado em 10.05.2006:

“36. A questão do conflito de interesses dos administradores tem recebido tratamento muito diferente da CVM em comparação ao tratamento do direito de voto, em que se discute se o conflito é formal ou material (ver Inquérito 12/01). Para os administradores, vige o conflito formal. Esse tratamento diferenciado vem do próprio texto legal que, além de vedar a participação nos atos relativos à operação, determina que o administrador revele o conflito.”

53. Valendo-me, novamente, das palavras precisas da então Diretora Luciana Dias, desta vez em relação ao conflito de interesses de administrador, destaco o seguinte trecho de seu voto no âmbito do PAS CVM nº 09/2009, julgado em 21.07.2015:

“46. Conforme entendimento já consolidado pelo Colegiado da CVM, a tese que orienta a análise dessa situação é a do conflito formal de interesses, de modo que é vedada *a priori* a participação do administrador na operação em que se verifica o conflito, independentemente do conteúdo de seu voto e de seu objeto vir ou não a se alinhar com os interesses da companhia. Não me parece haver dúvidas também de que esta orientação perdura inclusive diante de orientações em sentido contrário recebidas dos acionistas que o elegeram ou signatários de acordos devidamente registrados na sociedade.”

³³ A propósito, vale destacar o que dispõe o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC (2015 – 5ª edição): “5.4 **Conflito de Interesse. Fundamento.** Os conselheiros, assim como os executivos, têm dever de lealdade com a organização e não apenas com o sócio ou grupo de sócios que os indicaram ou elegeram. Há conflito de interesses quando alguém não é independente em relação à matéria em discussão e pode influenciar ou tomar decisões motivadas por interesses distintos daqueles da organização. **Práticas** (...) c) A pessoa que não é independente em relação à matéria em discussão ou deliberação deve manifestar, tempestivamente, seu conflito de interesses ou interesse particular. Caso não o faça, outra pessoa deve manifestar o conflito, caso dele tenha ciência. Tão logo identificado conflito de interesses em relação a um tema específico, a pessoa envolvida deve afastar-se, inclusive fisicamente, das discussões e deliberações. Esse afastamento temporário deve ser registrado em ata”.



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. E, sem pretender reproduzir diversas outras manifestações de voto que abordaram a matéria com muita propriedade³⁴, permito-me trazer, ainda, a excelente síntese feita pelo Diretor Relator Henrique Machado Moreira, no PAS CVM nº 19957.011059/2019-71, j. em 22.09.2020:

“16. Em linhas gerais, caracteriza-se o conflito quando o administrador é detentor de interesse oposto, antagônico, ao interesse da companhia. Os exemplos clássicos são aqueles em que o administrador é a própria contraparte da companhia, seja diretamente, seja por meio de pessoa jurídica na qual detém participação relevante. Muitas, porém, são as nuances que envolvem a análise quanto à configuração do conflito de interesses, a exigir a consideração das circunstâncias específicas de cada caso.

17. A extensão do art. 156 da Lei nº 6.404/1976 tem sido objeto de inúmeros debates doutrinários e jurisprudenciais. Consoante entendimento já consolidado do Colegiado, a tese que orienta esse dispositivo é a do conflito formal de interesses, que impede *a priori* (e não à luz do sentido do seu voto) a participação do administrador nas situações em que tiver interesse conflitante com a sociedade.”

55. Quanto à aplicação do disposto no art. 156, também já tive a oportunidade de me manifestar³⁵, em linha com entendimento reiterado do Colegiado³⁶⁻³⁷, no sentido de que o art. 156, *caput*, configura hipótese de conflito formal de interesses, tendo ressalvado que tal dispositivo não abrange qualquer situação em que se verifique potencial falta de isenção por parte do administrador.

56. Isso não afasta, por óbvio, a complexidade trazida pela questão basilar e preliminar que se coloca de, diante das circunstâncias do caso, avaliar se resta ou não configurada a existência de “interesse conflitante” do administrador, então não se pode dizer que não sejam casos desafiadores.

57. De todo modo, importa destacar que a análise da vedação trazida pelo art. 156 apresenta importantes diferenças em relação à questão do impedimento de voto em assembleia geral.

³⁴ V., p.ex., PAS CVM nº RJ2014/4077, Diretor Relator Henrique Machado, j. em 26.02.2019; PAS CVM RJ2012/3110, Diretor Relator Pablo Renteria, j. em 14.02.2017; PAS CVM nº RJ2014/591, Diretor Relator Roberto Tadeu Fernandes, j. em 27.09.2016; Proposta de requalificação, aprovada por unanimidade, na reunião de Colegiado de 19.05.2015 a respeito do PAS CVM nº RJ2011/11073, Diretor Relator Pablo Renteria, j. em 15.12.2015; PAS CVM nº RJ2013/11699, j. em 02.09.2014, PAS CVM nº RJ2013/1840, j. em 15.4.2014, e PAS CVM nº RJ2011/14269, j. em 23.03.2013, os três de relatoria da então Diretora Ana Dolores Novaes; PAS CVM nº 03/04, j. em 23.05.2007 e PAS CVM nº RJ2005/0097, j. em 15.03.2007, ambos de relatoria da então Diretora Maria Helena Santana; IA CVM nº 04/1999, Diretora Relatora Norma Jonssen Parente, j. em 17.04.2002; IA CVM nº 32/2000, Diretor Relator Marcelo Trindade, j. em 10.10.2001.

³⁵ Quanto a infrações de violação ao art. 156 da LSA, para citar os de minha relatoria: PAS CVM nº 19957.004309/2016-73, j. em 03.12.2019; PAS CVM nº RJ2016/7929, j. em 29.09.2020; PAS CVM nº RJ2018/8272, j. em 23.03.2021; PAS CVM nº 05/2015, j. em 09.11.2021; e PAS CVM nº RJ2018/7872, j. em 14.12.2021.

³⁶ Em acréscimo aos já citados anteriormente, v. tb.: PA CVM nº RJ2004/5494, Diretor Relator Wladimir Castelo Branco, d. em 16.12.2004; PAS CVM nº 12/2001, Diretor Relator Pedro Oliva de Sousa, j. em 12.01.2006; PA CVM nº RJ2007/3453, Diretor Relator Sergio Weguelin, d. em 04.03.2008; PAS CVM nº 25/03, Diretor Relator Eli Loria, j. em 25.03.2008; PAS CVM nº 09/2006, Diretora Relatora Ana Dolores Novaes, j. em 05.03.2013; e PA CVM nº SP2015/0339, Diretor Relator Pablo Renteria, d. em 25.09.2018.

³⁷ Em que pese ter havido pontuais manifestações divergentes, não consegui identificar, ao menos em relação às últimas duas décadas, qualquer PAS CVM em que tenha prevalecido decisão de julgamento de administrador de companhia aberta com fundamento na aplicação da teoria do conflito material, seja no sentido da absolvição ou da responsabilização.



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

58. Não à toa verifica-se que, mesmo entre defensores da adoção da tese do conflito material para fins do art. 115, §1º, há manifestações de voto corroborando a adoção da tese do conflito formal especificamente para fins de interpretação do disposto no art. 156 da LSA.

59. Pela clareza da exposição quanto às distinções entre a conduta esperada do acionista e a conduta esperada do administrador, vale transcrever o seguinte trecho do voto do ex-Presidente Marcelo Trindade no Caso AMBEV³⁸, em que então acompanhou o voto do Diretor Relator Wladimir Castelo Branco na linha do conflito formal para fins de interpretação do disposto no art. 156, § 1º:

“Com efeito, o tratamento da matéria na Lei 6.404/76 é bastante claro, estabelecendo-se basicamente, no caput do art. 156, que o administrador está impedido de votar em deliberações em que tiver interesse conflitante com o da companhia. O § 1º do mesmo artigo deixa evidente que o ato de contratar com a companhia é daqueles abrangidos pela norma do caput, pois ali se diz que o contrato, mesmo com a observância da regra do caput (isto é, abstenção do administrador conflitado), deve ser celebrado em bases equitativas.

(...) o art. 156 da lei atual fez incluir, em seu § 1º, regra estabelecendo (ou esclarecendo) a obrigação de equitatividade mesmo que o administrador se abstenha de votar (como deve, na forma do caput) e, coerentemente, inquinando de anulável o contrato celebrado com infração dessa regra do § 1º. Assim, será (e somente será) anulável o contrato quando celebrado com lesão aos interesses da companhia, quer o administrador vote, quer não.

Dir-se-á — e na verdade é o que basicamente diz boa parte da doutrina pátria — que este fato comprova que o administrador pode votar. A meu sentir, a conclusão é excessiva. O que a Lei fez, e muito bem, foi eliminar a errônea impressão de que a abstenção do administrador legitimaria a deliberação, ainda que por esta se aprovasse celebrar contrato lesivo. Deixou a lei claro que o que motiva a anulação é a lesão aos interesses da companhia, quer o administrador impedido participe, quer não.

Mas daí não se pode extrair a suposta aceitação, pela lei, da legitimidade de uma conduta que ela própria proíbe, com todas as letras: "É VEDADO ao administrador intervir em qualquer deliberação social em que tiver interesse conflitante com o da companhia, bem como na deliberação que a respeito tomarem os demais administradores...".

(...) Já que o caput do art. 156 fala em "interesse conflitante", exatamente como o § 1º do art. 115, e a hipótese de interesse conflitante é, para a maioria da doutrina, a única hipótese do § 1º do art. 115 em que a violação do interesse da companhia não deve ser presumida, e sim analisada *a posteriori*, o mesmo raciocínio deveria prevalecer na interpretação do art. 156.

O argumento desconsidera, a meu sentir, algumas distinções entre a conduta esperada do acionista e a conduta esperada do administrador.

Tal diferença se manifesta não só na expressa referência a "contrato", no § 1º do art. 156 (que não existe no art. 115), como à obrigação do administrador de, mesmo não

³⁸ V. Decisão do Colegiado em Recurso movido contra decisão da SEP pela não abertura de Inquérito Administrativo, Processo CVM nº RJ2004/5494, em 16.12.2004.



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

votando, "fazer consignar, em ata de reunião do conselho de administração ou da diretoria, a natureza e extensão do seu interesse".

No caso de um contrato que a companhia vai celebrar, a negociação das condições caberá à diretoria e, eventualmente, dependendo de sua relevância, ao Conselho. Portanto, a existência de um interesse paralelo do administrador que vai comandar ou participar ativamente das negociações poderá influenciar as próprias bases do negócio, suas condições, tendo em vista o interesse econômico do administrador, em oposição ou em paralelo ao da companhia.

Bem se vê a diferença entre a conduta que se espera do administrador, e a que se espera do acionista. Aquele representa a companhia, e obtém, com seu esforço nas negociações, as melhores condições possíveis para a companhia." (grifos adotados)

60. Sem retornar às considerações gerais feitas na Seção anterior, interessante registrar, ainda, que, no que tange a operações com partes relacionadas, as já referidas Diretivas da União Europeia editadas em 2017 adotam, como regra geral, o afastamento de qualquer administrador ou de qualquer acionista que tenha um interesse na decisão, e, embora o Estado Membro possa permitir que o acionista vote (o que, na prática, quando ocorre, vem acompanhado da adoção de diversos procedimentos e salvaguardas), de todo modo, não pode fazê-lo em relação aos administradores³⁹, independentemente de quaisquer procedimentos e salvaguardas⁴⁰. É mais uma ilustração relevante de que são cenários diferentes e, assim, do quanto a adoção da teoria do conflito material nessa seara traz um desalinhamento para o Brasil em contraste com o que prevalece em mercados mais desenvolvidos, valendo, novamente, considerar o retratado nos Princípios de Governo das Sociedades do G20 e da OCDE⁴¹.

Considerações sobre este caso

61. Em relação ao caso objeto deste PAS, cabe ressaltar o seguinte.

62. No TA, a SEP reconheceu que: "(...) *era do interesse da Companhia o aumento de capital*

³⁹ Directive (EU) 2017/828 of the European Parliament and of The Council of 17 May 2017: "Article 9c **Transparency and approval of related party transactions** (...) 4. (...) *Where the related party transaction involves a director or a shareholder, the director or shareholder shall not take part in the approval or the vote*" (grifos adotados).

⁴⁰ Vale mencionar que o Código Brasileiro de Governança Corporativa (2016), integrado ao regime jurídico das companhias abertas por meio da Instrução CVM nº 586/2017, que criou o "Informe Brasileiro de Governança Corporativa" (hoje incorporada à Resolução CVM nº 80/2022), exige a divulgação quanto à adoção ou não de práticas relativas às transações com partes relacionadas, ainda que numa abordagem "pratique ou explique", destacando que: "5.3.1 *O estatuto social deve definir quais as transações com partes relacionadas devem ser aprovadas pelo conselho de administração, com a exclusão de eventuais membros com interesses potencialmente conflitantes; (...)*" (grifei).

⁴¹ "2. (...) F. (...) 2. **Os membros do conselho de administração e os gestores de topo devem ser obrigados a divulgar ao conselho de administração se têm um interesse material, direto ou indireto ou por conta de terceiros, em qualquer transação ou assunto que afete diretamente a sociedade.** (...) Sempre que seja declarado um interesse material, considera-se boa prática que a pessoa não participe em qualquer decisão que envolva a transação ou matéria e que a decisão do conselho de administração seja especificamente fundamentada contra a presença de tais interesses e/ou justifique o interesse da transação para a sociedade, nomeadamente mencionando os termos da transação" (OCDE (2016), Princípios de Governo das Sociedades do G20 e da OCDE, OCDE, Paris).



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

e posterior emissão dos bônus de subscrição, de forma a permitir a capitalização dos créditos abertos contra a Companhia. (...) Além disso, a deliberação do conselho de administração que aprovou a capitalização do AFAC era exigência dos credores da Saraiva para aprovação do plano. Entre diversas outras medidas relacionadas à composição dos interesses de seus credores, estabeleceu-se um regime específico para a categoria de credores fornecedores incentivadores, compreendendo a possibilidade de que estes utilizem seus créditos para adquirir bônus de subscrição emitidos pela Companhia, nos termos e condições ali previstos”⁴². Esses aspectos restaram incontroversos.

63. Ao formular a acusação de descumprimento do art. 156, a Área Técnica pontuou que o Acusado, na qualidade de presidente do CA da Saraiva, “*votou na deliberação que aprovou o aumento de capital e a emissão dos bônus, operações que permitiriam a capitalização do crédito que detinha - na qualidade de acionista controlador - contra a Companhia. Em outras palavras, a aprovação das matérias garantiu um benefício particular ao administrador*”. Ao mencionar o “benefício particular”⁴³, a meu ver, a SEP se referiu a espécie de situação de conflito de interesses em que o administrador não está isento por ser titular de prerrogativa, privilégio ou benefício pessoal – no caso, a conversão em capital de crédito detido apenas por ele, ainda que na qualidade de acionista, em face da Companhia.

64. De início, destaco que a Acusação não se insurgiu contra a legalidade do AFAC ou sua legitimidade e consonância com o interesse da Companhia. Também não colocou em discussão o quanto pactuado no PRJ ou o processo de sua negociação, tampouco trouxe elementos que comprovassem que o Acusado, na condição de administrador, teria intervindo nas negociações relativas aos termos e condições do Plano, que incluíam o Preço de Emissão para o Aumento de Capital mediante a capitalização do AFAC e emissão dos Bônus de Subscrição.

65. A esse respeito, ressalto, aliás, que apesar de o TA informar que Jorge Eduardo Saraiva ocupava a posição de diretor à época da celebração do AFAC, em 28.06.2018, seu nome constava no formulário de referência da Companhia vigente no período⁴⁴ como Presidente do CA, mas não como diretor. Também não restou demonstrado se ele teria integrado a diretoria durante o processo de negociação do PRJ, sendo, entretanto, incontroverso que na ocasião ele era presidente do Conselho.

66. De fato, como órgão de deliberação colegiada, o CA não tem atribuições executivas, razão pela qual não se pode presumir que os conselheiros teriam participado nas negociações do PRJ perante

⁴² Itens 111 e 112 do TA.

⁴³ Embora o termo não tenha sido expressamente referido no art. 156 da LSA, isso não afasta a possibilidade de que um benefício particular a que o administrador faça jus possa ser o elemento subjacente à configuração da situação de conflito de interesses do administrador, que não abrange apenas situações de contrato com partes relacionadas.

⁴⁴ FRE apresentado em 25.06.2018, disponível para consulta pública no site da CVM.



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

os credores. Por outro lado, como se verifica dos autos, o Acusado é signatário do PRJ⁴⁵, na condição de acionista controlador da Companhia, sendo, portanto, a meu ver, possível presumir que, em alguma medida, ele teve participação direta nas negociações das condições da recuperação judicial⁴⁶.

67. A fim de afastar o reconhecimento do conflito de interesses, a Defesa argumenta que a capitalização do AFAC estaria em consonância com o melhor interesse da Companhia, pois seria medida exigida pelos credores da Saraiva para aprovação do Plano.

68. Mesmo que não se dispute que a capitalização em si do AFAC não se contraponha ao interesse social (pelo contrário, a meu ver), o argumento não afasta a responsabilidade do Acusado em relação a sua participação e voto na RCA.

69. Dado que o Acusado figurava como titular de crédito detido em face da Saraiva, consubstanciado no AFAC, e que ao CA cabia deliberar sobre os parâmetros adotados para a fixação do Preço de Emissão pelo qual o seu crédito seria capitalizado, quanto ao que administrador e Companhia estariam em polos opostos, entendo restar configurada, no caso, uma situação de conflito de interesses, a impedir que participasse da formação da vontade da Companhia. A meu juízo, não se pode deixar de reconhecer que o Acusado, por ser titular do AFAC, tinha um interesse pessoal em que o preço de emissão para a sua conversão fosse o menor possível a fim de que recebesse um maior número de ações, em contraposição ao interesse da Companhia de alcançar o maior valor que possibilitasse a colocação do Aumento de Capital, de modo a obter o menor custo de capital.

70. Com efeito, embora essa situação de conflito tivesse se tornado mais tênue diante do que fora negociado no PRJ, entendo que esse conflito não se dissipou em razão da existência do Plano, como sugere a Defesa. Ainda que fosse do interesse da Companhia atender ao disposto no PRJ e, assim, em princípio, não reabrir discussão de preço de emissão com os credores, não se pode atribuir à deliberação do CA qualquer automaticidade, como se fora mera formalidade daí resultante. Afinal, justamente em tais debates e deliberação é que os conselheiros de administração teriam de, cumprindo seus deveres fiduciários, analisar se os parâmetros de fixação do Preço de Emissão não ensejariam uma diluição injustificada dos demais acionistas, o que foi, inclusive, objeto da outra acusação da SEP, corretamente rechaçada pelo Relator.

71. Do ponto de vista societário, a aprovação do Preço de Emissão acordado com os credores não é automática, do contrário se estaria descaracterizando a competência atribuída ao CA pela AGE e o próprio regime de responsabilidade dos administradores asseverado na lei acionária. Daí a importância de que a decisão do CA fosse precedida de análise quanto a se as negociações mantidas

⁴⁵ Doc. 1149087, p. 201.

⁴⁶ Nesse aspecto, diverjo da visão do Relator de que não haveria comprovação dessa participação direta do Acusado nas negociações da recuperação judicial (conforme itens 24, “ii”, e 52 do voto do Diretor Relator).



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

com os credores da Companhia refletiam o valor econômico, sem diluição injustificada dos acionistas, inclusive à luz dos resultados do laudo e parecer técnicos elaborados pelos especialistas contratados.

72. Nesse contexto, o fato de o Acusado, titular do AFAC, ter participado da negociação, ou, ao menos, da celebração do PRJ, do qual era signatário, me parece ser mais um elemento a reforçar que a independência e o distanciamento do administrador em relação à matéria estavam afetados em aspecto em que necessariamente a sua posição (de acionista-credor) se contrapunha à da Companhia (devedora), a impedir que pudesse participar dos debates e deliberação acerca do Preço de Emissão.

73. Por fim, considero igualmente improcedente o argumento da Defesa de que não houve irregularidade já que o voto do Acusado não foi determinante para a aprovação da capitalização do AFAC, por ter sido unânime a decisão do CA, ou seja, aprovada pelos demais conselheiros. Ainda que esse aspecto possa se refletir como atenuante na dosimetria, não afasta a ilicitude da conduta daquele que vota em situação de conflito de interesses, uma vez que, a meu ver, a vedação deve ser observada independentemente do sentido da manifestação pretendida pelo administrador e dos efeitos que essa decisão venha a produzir sobre a companhia e que o art. 156 veda que o administrador conflitado possa intervir na deliberação que a respeito tomarem os demais administradores.

74. Pelo exposto, concluo que o Acusado deve ser responsabilizado por ter votado na RCA aprovando os parâmetros adotados pela Companhia para a fixação do preço de emissão do Aumento de Capital e, assim, o próprio Preço de Emissão das ações para fins da capitalização do AFAC de que era titular em face da Companhia, razão pela qual se encontrava em situação de conflito de interesses.

Dosimetria

75. Em relação à dosimetria da pena, noto que se trata de infração praticada após a edição da Lei nº 13.506/2017 e qualificada como grave (art. 1º, I, do Anexo B à Resolução CVM nº 45/2021⁴⁷).

76. Entretanto, em que pese sua gravidade em abstrato, para fins de aplicação de penalidade, cabe avaliar também sua gravidade em concreto, quando diante das peculiaridades do caso. Neste PAS, destaco, em especial, a ausência de diluição injustificada (art. 170, §1º, da LSA), a situação econômico-financeira da Companhia e a indispensabilidade do Aumento de Capital à luz do PRJ, circunstâncias que restaram evidenciadas, como bem abordado no voto do Diretor Relator.

77. Nessa linha, considerando as características do caso acima apontadas, proponho a fixação da pena-base em R\$ 300.000,00 (trezentos mil reais), fazendo incidir, no percentual de 15% para cada, (i) atenuante pelos bons antecedentes do Acusado; e (ii) atenuante relativa ao fato de que a aprovação na RCA teria prevalecido mesmo que o Acusado não tivesse votado (o que, embora não

⁴⁷ Observando-se, ainda, que a configuração do descumprimento ao art. 156 da LSA como “infração grave” já estava prevista pela Instrução CVM nº 491/2011, bem como pela Instrução CVM nº 607/2019 que a revogou.



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

descaracterize a infração, deve ser levado em consideração para fins de dosimetria da pena).

78. Por todo o exposto, com fundamento no art. 11, inciso II, da Lei nº 6.385/1976, e à luz dos princípios da proporcionalidade e da razoabilidade, voto pela condenação de Jorge Eduardo Saraiva, na qualidade de membro do conselho de administração da Saraiva, à penalidade de multa pecuniária no valor de R\$ 210.000,00 (duzentos e dez mil reais), por violação ao disposto no art. 156 da Lei nº 6.404/1976, por ter votado na RCA de 03.11.2019, aprovando matéria na qual tinha interesse conflitante com o da Companhia. Quanto a todas às demais acusações, acompanho a conclusão do voto do Diretor Relator pela absolvição dos acusados.

É como voto.

Rio de Janeiro, 08 de novembro de 2022.

Flávia Sant'Anna Perlingeiro

Diretora