



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: 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 relativas às falhas informacionais apontadas pela SEP no Termo de Acusação (“TA”), bem como à acusação de descumprimento do dever de diligência pelos membros do Conselho de Administração (“CA”).

2. Contudo, quanto à acusação formulada em face de Walter Sacca e Afam Empreendimentos e Negócios Comerciais Ltda. (“Afam” e, em conjunto com Walter Sacca, “Acusados”), na qualidade de acionistas controladores da Springer, de violação ao disposto no art. 115, §1º, da Lei nº 6.404/1976 (“LSA”), por terem votado e aprovado, na AGE de 26.07.2019, a ratificação da Alienação Metro, em claro conflito de interesses, apresento, respeitosamente, minhas razões de divergência quanto aos fundamentos adotados pelo ilustre Relator, ainda que também conclua pela responsabilização dos Acusados pela referida irregularidade.

3. Em apertada síntese, tem-se, como objeto deste PAS, um conjunto de acusações que remetem a irregularidades cometidas na aprovação, divulgação e ratificação da alienação de participação

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.



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

societária na Metro, detida pela Springer (vendedora), para a Phoenix Global (compradora), sociedade com sede no Panamá e parte relacionada à Springer, alienação essa contratada em 19.09.2016² e ratificada, em 26.07.2019³, pelo montante total de R\$ 16 milhões.

4. Segundo a Companhia, a Alienação Metro estava correlacionada à alienação da Nova Nordeplast, pela Springer e pela Afam, para a estrangeira ACG Pharmapack (“ACG”), realizada em 28.12.2016⁴, poucos meses após a contratação da Alienação Metro, pois os R\$ 16 milhões que seriam obtidos parceladamente com a Alienação Metro serviriam para que a Springer fizesse frente à sua cota parte na garantia que seria outorgada em favor da ACG, no âmbito da Alienação Nova Nordeplast, relativa à sua participação no capital social da Nordeplast (de R\$ 25,3 milhões)⁵.

5. Aspecto crucial na investigação deste caso foi a revelação obtida por meio das informações prestadas à CVM, em 04.10.2019, pela Superintendência del Mercado de Valores da República do Panamá de que, como apontado no TA, Walter Sacca, diretor presidente e membro do CA da Springer, era, desde 2016, um dos controladores da Phoenix Global, tratando-se de operação entre partes relacionadas, ao contrário do que fora dito, em resposta dada à CVM, pelo DRI da Springer⁶. Ademais, em 2017, Walter Sacca passou a ser também controlador da Springer, em conjunto com a Afam⁷, situação que perdurava quando da referida ratificação na AGE.

6. Tendo em vista o apurado, a Defesa não disputa o fato de que a operação se deu entre partes relacionadas. Trata-se de mais um caso de apuração bem sucedida realizada pela Área Técnica, com apoio em cooperação internacional, e que trouxe para a supervisão a lupa aplicável justamente em razão do potencial conflito de interesses que é ínsito às operações entre partes relacionadas, que suscitam especial atenção quanto à observância de deveres fiduciários e impedimentos legais.

7. Neste caso, também chama atenção o fato de que a Alienação Metro foi ratificada em AGE

² Nos termos do “Instrumento Particular de Contrato de Compra e Venda de Ações de Sociedade Anônima e Outras Avenças”, celebrado em 19.09.2016 (Doc. 1043539, p. 429) e aditado em 17.11.2016 (Doc. 1043539, p. 431).

³ Como apontado no TA, em 26.07.2019, 93,77% do capital votante da Companhia aprovou em AGE, dentre outros assuntos, a ratificação da alienação da participação da Springer na Metro para a Phoenix Global (Doc. 1041505).

⁴ Nos termos do “Contrato de Venda e Compra de Quotas e Outras Avenças” (Doc. 1043539, p. 434).

⁵ Como relatado no item 15 do TA, a Springer informou que, em razão de possíveis passivos e contingências na Nova Nordeplast, para que fosse efetivada a Alienação Nova Nordeplast, foi necessária a prestação de garantia imobiliária pelos acionistas vendedores (entre os quais, Springer e Afam), no valor aproximado de R\$ 44 milhões; e, como a Springer estava impossibilitada de prestar garantia proporcionalmente à sua participação na Nova Nordeplast, a Afam o fez integralmente perante a ACG por meio de alienação fiduciária. Nesse contexto, de forma a arcar com “a sua quota parte na garantia assumida pela Afam, a Springer ofereceu a totalidade de sua participação societária na Metro por R\$ 16.000.000,00, com pagamento parcelado durante os 5 anos de duração do referido contrato de alienação fiduciária e contingenciamento para cobertura da diferença de R\$ 9.344.000,00 não cobertos, através da repactuação dos prazos de pagamento” (Doc. 1079821).

⁶ Doc. 1043539, p. 494.

⁷ Como apontado no TA, os Acusados passaram a deter conjuntamente 93,73% do capital votante da Companhia.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

quase dois anos depois de celebrada e que, à época da contratação, não houve qualquer reunião do CA⁸ para aprovar ou ao menos debater seus termos, tampouco laudo ou estudo a amparar o valor da alienação nem contratação de assessoria financeira para busca de outros interessados. Ainda que tais procedimentos não fossem mandatórios, sua ausência levou a Área Técnica a aprofundar a análise quanto aos fundamentos da operação subjacente.

8. Ademais, ganham destaque, nesse contexto, as falhas informacionais apuradas, incluindo a ausência, no Fato Relevante⁹ divulgado na data da contratação da Alienação Metro (19.09.2016), de qualquer informação quanto a se tratar de operação com parte relacionada e de qualquer menção à alegada prestação de garantia que seria outorgada no âmbito de outra operação.

9. Com efeito, restou claramente evidenciado, pelo conjunto fático-probatório constante dos autos, que a narrativa trazida pela Defesa é falaciosa e são inconvincentes os argumentos de que a venda da Metro tinha por objetivo atender a interesses da Companhia e não de seus controladores.

Conflito material vs. Conflito formal

10. Não obstante eu concorde com a conclusão do ilustre Relator de que foi devidamente comprovada a responsabilidade dos Acusados por violação ao disposto no art. 115, §1º, da LSA, minha divergência, nesse aspecto, diz respeito ao quanto aduzido pelo Diretor Relator no que tange à “única ressalva, especificamente no que se refere à acusação de conflito de interesses, de que a irregularidade foi demonstrada pelo critério do conflito material”¹⁰.

Considerações Gerais

11. Antes de entrar no exame do caso concreto, importa tecer algumas considerações gerais sobre o tema, sem qualquer pretensão de esgotar o debate quanto a todos seus aspectos relevantes¹¹.

12. 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.

⁸ Em que pese não houvesse previsão estatutária atribuindo competência ao CA da Springer para a aprovação do referido contrato celebrado com parte relacionada (tampouco exigência legal para tanto), não se pode ignorar a relevância da adoção de procedimentos organizacionais hígidos a fim de que o CA possa, de fato, se desincumbir do seu dever de supervisão; o que não ocorreu, neste caso, como bem retrata o voto do Relator ao discorrer, sob o enfoque notadamente procedimental, sobre as omissões que evidenciaram a inobservância do dever de diligência (art. 153).

⁹ Doc. 1043539, p. 565.

¹⁰ V. item 81 do voto do Diretor Relator.

¹¹ Manifestei-me no mesmo sentido no julgamento do PAS CVM 19957.003175/2020-50 (não conexo a este PAS), no voto vista apresentado nesta mesma data.



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

§ 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)

13. O cerne da questão polêmica em apreço diz respeito à interpretação deste dispositivo legal.
14. 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 relevantes¹², em que a aplicação de tais teses foi proposta como chave para a solução dos casos concretos, via de regra com manifestações de voto divergentes (seja num ou noutro sentido), ainda que a lei propriamente dita não faça qualquer menção aos termos “formal” ou “material”.
15. Inicialmente, cabe reconhecer que, embora a ótica do conflito formal venha prevalecendo na CVM – notadamente há mais de uma década¹³ e até aqui –, o histórico anterior de casos aponta para uma certa alternância entre posições vencidas e vencedoras¹⁴ 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

¹² 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.

¹³ 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).

¹⁴ 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).



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

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.

16. 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 robusto¹⁵.

17. Isso sem descartar avanços regulatórios¹⁶, em acréscimo aos aprimoramentos promovidos 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 relacionadas¹⁷ e práticas adotadas no Brasil por grandes companhias, notadamente aquelas que contam com investimento estrangeiro substancial.

18. 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

¹⁵ 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”).

¹⁶ 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).

¹⁷ 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.



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

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”¹⁸.

19. 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.

20. 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.

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

22. 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

¹⁸ 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

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)¹⁹. 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 LSA²⁰.

23. 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, evitadas daquela conflituosidade. Reconheço mesmo que há casos em que este não seja passível de identificação, pelos potenciais prejudicados, quando da votação da matéria.”²¹

24. 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.

25. 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

¹⁹ 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).

²⁰ 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.

²¹ V. PA CVM nº RJ 2009-13179 - Caso Tractebel, decidido em 09.09.2010.



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

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.

26. 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.

27. 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 4º²² 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.

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

29. 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

²² § 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

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 CVM²³, seja em arbitragem ou pelo Judiciário, observados distintos escopo e alcance.

30. 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 assemblear²⁴.

31. 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 significativas²⁵, notadamente em relação aos EUA²⁶ e, ao menos desde 2017, aos

²³ 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”.

²⁴ 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.

²⁵ 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).

²⁶ A propósito dos precedentes julgados no estado norte-americano de Delaware, Rafael Vieira de Andrade de Sá destaca: “(...) 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).



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

membros da União Europeia²⁷ (nem mesmo quanto ao regime adotado na Itália²⁸, 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 OCDE²⁹.

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

33. Ainda que seja fato que em certas jurisdições relevantes não há impedimento prévio de voto do acionista em assembleia previsto em lei³⁰, a verdade é que a praxe ou as decisões de cortes competentes levaram à adoção de diversos mecanismos procedimentais e de salvaguardas que

²⁷ 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).

²⁸ 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).

²⁹ “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>).

³⁰ Como é o caso, por exemplo, da legislação do Estado de Delaware, nos EUA.



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

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”.

34. 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 jurídica³¹. 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 (...)”³²

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

³¹ Como bem pontuado pelo ex-Diretor Gustavo Borba, ao justificar seu voto no Caso Emae: “*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).

³² 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

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.

36. 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 CVM³³ e do CRSFN³⁴. 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*), 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

37. Além de respeitosamente divergir do entendimento do Diretor Relator quanto à aplicação da

³³ V., por ex., para citar brevemente menções a registros feitos em votos do Colegiado neste sentido: Caso Tractebel, Diretor Relator Alexsandro 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).

³⁴ 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

teoria do conflito material para interpretação, em tese, do disposto no art. 115, §1º, da LSA, parece-me que, neste caso, não foram trazidos aos autos elementos que, segundo tal prisma, sejam suficientes para a sua adoção – ao menos não em sua inteireza – em razão da ausência de demonstração do dano.

38. Sob a ótica da Área Técnica, é compreensível que a tese acusatória tenha seguido sem maior detalhamento quanto à materialização do dano propriamente dito (inclusive pela ausência de elementos para fazê-lo), tendo em vista que, como dito, a interpretação do referido dispositivo sob o prisma do conflito formal já vinha prevalecendo na CVM há mais de uma década. Observe-se que a SEP sequer faz referência ao padrão de revisão das condutas irregulares, ainda que tenha deixado claro que se tratava de operação negociada entre partes relacionadas, portanto, em que não se consegue presumir a comutatividade dos respectivos termos e condições.

39. Como bem explanado pela então Diretora Luciana Dias: *“O problema das transações com partes relacionadas é a falta de negociação por pessoas independentes, conjugada com a possibilidade, ao menos teórica, de a parte que pode influenciar a formação desses acordos em ambos os seus polos desenhá-los de maneira tal a privilegiar os seus próprios interesses. Assim, todas as transações entre partes relacionadas têm, em si, um conflito de interesses que precisa ser adequadamente tratado para que o equilíbrio das relações societárias não se desfaça.”*³⁵.

40. Contudo, ao rechaçar o enfoque sob a ótica do conflito formal, caberia então ao Relator questionar se o conjunto fático-probatório reunido neste PAS trata da questão da materialização de dano à Companhia pela ratificação da Alienação Metro consoante aprovada na AGE.

41. A propósito do valor pactuado na Alienação Metro, o TA destaca apenas que, segundo alegam os Acusados, (i) os R\$ 16 milhões, com pagamentos parcelados ao longo de cinco anos³⁶, eram *“compatíveis”* com o valor patrimonial da Metro (que, em 31.12.2015, era de R\$ 17.056.669,58); e (ii) o valor da alienação foi *“superior ao valor de aquisição”* da participação na Metro pela Springer em 2013 e 2014; mas não tece considerações acerca dos aspectos econômicos da operação. Esses elementos, porém, não são, *per se*, suficientes para evidenciar se a contrapartida financeira prevista na Alienação Metro consubstanciava valor justo, tampouco se a venda da referida participação e o

³⁵ Trecho do voto da Diretora Relatora no julgamento do PAS CVM nº RJ2013/6635 - Caso Eletrobras, j. 26.05.2015.

³⁶ Do TA consta que, em 23.03.2020, em resposta a questionamentos formulados pela GEA-3, a Springer respondeu que ainda faltavam ser pagas à Springer pela Phoenix Global duas parcelas referentes à Alienação Metro, no valor total de R\$ 7.312.000,00 (Doc. 0963249). Do contrato juntado aos autos (Doc. 1043539, p. 431) se extrai que o preço de R\$ 16 milhões equivalia, na data da contratação, a US\$ 4.680.000,00 e seria devido em parcelas diferentes: (i) US\$ 468 mil, em 30.11.2016, (ii) US\$ 760 mil, em 30.11.2017, (iii) US\$ 818 mil, em 30.11.2018, (iv) US\$ 878 mil, em 30.11.2019, (v) US\$ 878 mil, em 30.11.2020, e (vi) US\$ 878 mil, em 30.11.2021. Nesse sentido, tal informação constante do TA (lavrado em 20.08.2020) correspondia ao contratado; e não foram trazidos elementos aos autos para confirmar, posteriormente, se o restante do pagamento chegou a ser efetuado ou se houve algum inadimplemento.



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

novo fluxo de caixa gerado para a Springer estavam alinhados com o interesse social – aspectos que sequer chegaram a ser explorados pela SEP na acusação.

42. Por outro lado, não impressiona o argumento da Defesa em favor da comutatividade da operação pelo simples fato de que a Alienação Metro foi ratificada na AGE com voto favorável de mais de 93% do capital votante da Springer. Como bem assinalado no TA, Afam e Walter Sacca detinham, à época da referida AGE, um total de 93,73% do capital votante da Companhia, o que desmistifica o significado do elevado grau de aprovação, que, a propósito, tampouco seria suficiente para afastar a irregularidade³⁷.

43. Note-se que, na reclamação que deu origem a este PAS, havia sido apontado que a Springer teria alienado sua participação na Metro, entre outras alienações de controladas da Springer, por valor inferior ao valor de mercado, em benefício de seus acionistas controladores. Todavia, dos autos deste PAS não é possível extrair qualquer análise quanto aos fundamentos econômicos do negócio, não tendo chegado a ser efetivamente analisada a materialização de dano nem sua extensão.

44. De todo modo, a meu ver, isso não afasta a irregularidade apontada, uma vez que, sob a lente do conflito formal, os Acusados se encontravam em clara situação de conflito tendo em vista a evidente contraposição dos interesses das contrapartes da Alienação Metro, sobretudo quanto às bases econômicas no negócio, e que os Acusados eram controladores de ambas as companhias (vendedora e compradora)³⁸ e os termos e condições do negócio não foram negociados por partes independentes, situação agravada, no caso, pelas falhas de diligência e informacionais apuradas.

45. Assim, quanto à acusação de descumprimento do disposto no art. 115, §1º, da LSA, acompanho o Diretor Relator quanto à conclusão de que Walter Sacca e Afam devem ser responsabilizados, embora, como detalhado, divirja dos fundamentos adotados.

³⁷ Ademais, restou também evidenciado que não foram adotados procedimentos hígidos para revisão por parte da assembleia, como a divulgação de informações detalhadas sobre a Alienação Metro e que se tratava de operação entre partes relacionadas.

³⁸ Neste sentido, vale citar trecho do voto proferido, em 14.07.2017, pelo então Diretor Pablo Renteria, no já citado Caso Emae: “5. Como já salientado por este Colegiado, para que conduza ao impedimento de voto, tal interesse deve ser flagrante e, no caso em apreço, **quer me parecer que o conflito** incorrido pelo Estado de São Paulo **é mesmo evidente, haja vista ser acionista controlador de ambas as partes do acordo**. Desse modo, em razão dos deveres e responsabilidades inerentes a essa posição, encontra-se obrigado a zelar tanto pelo interesse de uma como da outra. Vale dizer que **lhe cumpre apreciar a transação sob perspectivas que, como em qualquer negócio sinalagmático, afiguram-se antagônicas**: de um lado, a do credor, que busca a mais ampla satisfação da sua pretensão patrimonial, e de outro, a do devedor, que, em contrapartida, procura reduzir o valor do desembolso a ser feito. (...)” 7. Não concordo com o argumento do recurso segundo o qual o conflito de interesses se limitaria à hipótese na qual o acionista é parte contratante do negócio a ser firmado pela companhia aberta. Tal entendimento não tem amparo legal e deixa de reconhecer o interesse evidente e relevante que o controlador tem na sociedade que controla. **Uma vez admitido que o controlador está impedido de votar na deliberação a respeito do negócio sinalagmático que pretenda firmar diretamente com a companhia, parece-me forçoso concluir, na mesma direção, que o controlador deve abster-se de votar em relação ao acordo envolvendo a companhia e sociedade sob controle comum**” (grifei).



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

Dosimetria das penas

46. Por fim, com a devida vênia, também dirirjo, parcialmente, no que tange às seguintes penalidades propostas pelo Diretor Relator:

- i. inabilitação temporária, em relação ao acusado Walter Sacca, na qualidade de acionista controlador da Companhia, pelo exercício do direito de voto, na AGE de 26.07.2019, em situação de conflito de interesses, em violação ao art. 115, §1º, da LSA, pelo período de 60 meses, para o exercício de cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, de entidade do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na CVM, com base no inciso IV do art. 11 da Lei nº 6.385/1976; e
- ii. multa pecuniária, em relação à acusada Afam, na qualidade de acionista controladora da Companhia, pelo exercício do direito de voto, na AGE de 26.07.2019, em situação de conflito de interesses, em violação ao art. 115, §1º, da LSA, no montante de R\$ 9.200.000,00, com base no inciso I do §1º do art. 11 da Lei nº 6.385/1976.

47. Quanto à penalidade de inabilitação temporária proposta pelo Relator em relação a Walter Sacca, pontuo que, apesar da reprovabilidade da conduta do acusado, inclusive acirrada, no caso, pelo fato de que, ao tempo da AGE, além de acionista controlador da Springer e da Phoenix Global, ele era também diretor presidente e membro do CA da Companhia, não se pode deixar de reconhecer que a infração ao art. 115 da LSA passou a ser caracterizada, em abstrato, como “grave” pelo art. 1º, I, do Anexo 64 à Instrução CVM (“ICVM”) nº 607/2019, que passou a vigor apenas em 01.09.2019³⁹⁻⁴⁰, ou seja, após a prática da infração com a ratificação da Alienação Metro, quando o acusado proferiu o voto em situação de conflito de interesses, na AGE de 26.07.2019.

48. Portanto, à luz do disposto no art. 11, §3º⁴¹, da Lei nº 6.385/1976, entendo que, neste caso,

³⁹ A ICVM nº 607, de 17.06.2019, que dispunha sobre o rito dos procedimentos relativos à atuação sancionadora no âmbito da CVM, e entrou em vigor em 01.09.2019, foi revogada (e substituída sem alteração substancial) pela Resolução CVM nº 45, de 31.08.2021, editada no âmbito do processo de consolidação normativa, exigida consoante o disposto no Decreto nº 10.139, de 28.11.2019. A Resolução CVM nº 45/2021 entrou em vigor em 01.10.2021, aplicando-se imediatamente aos PAS em curso, ressalvado o disposto no art. 116 quanto à dosimetria das penalidades.

⁴⁰ Anteriormente, nos termos da ICVM nº 491, de 22.02.2011, que dispunha sobre as hipóteses de infração grave, nos termos do § 3º do art. 11 da Lei nº 6.385/1976, a violação do art. 115 da LSA não era considerada “infração grave” para fins de ensejar a aplicação das penalidades previstas nos incisos III a VIII do art. 11 da referida lei. A ICVM nº 491/2011 foi revogada pela ICVM nº 607/2019, que passou a tratar, no Anexo 64, a violação ao disposto no art. 115 como “grave” para tais fins (o que está atualmente refletido no Anexo B da Resolução CVM nº 45/2021).

⁴¹ “Art. 11. (...) § 3º As penalidades previstas nos incisos IV, V, VI, VII e VIII do caput deste artigo somente serão aplicadas nos casos de infração grave, assim definidas em normas da Comissão de Valores Mobiliários, ou nos casos de reincidência”, com a redação dada pela Lei nº 13.506/2017, que já estava em vigor quando ocorrida a infração, regra que foi posteriormente refletida também no art. 64 da ICVM nº 607/2019 (atualmente art. 64 da Resolução CVM nº 45/2021). A propósito, ressalto, também, que, não restou evidenciada a reincidência pelo referido acusado, nos termos previstos no art. 65, §3º, da Resolução CVM nº 45/2021, cabendo considerar, ainda, que, anteriormente à ICVM nº 607/2019 não havia regra expressa a respeito do período considerado para tanto. Em textual: “Art. 65, (...) § 3º Ocorre reincidência quando o agente comete nova infração depois de ter sido punido por força de decisão administrativa definitiva, salvo se decorridos 5 anos do cumprimento da respectiva punição ou da extinção da pena”.



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

não cabe aplicar penalidade de inabilitação temporária ao Acusado⁴², razão pela qual voto pela aplicação de multa pecuniária para Walter Sacca por tal infração, tal como aplicável à Afam.

49. Quanto à Afam, minha divergência não diz respeito à modalidade da pena, mas sim ao montante proposto, em razão de discordância quanto aos fundamentos apresentados para tanto.

50. Com efeito, tal infração foi praticada por Walter Sacca e Afam após a edição da Lei nº 13.506/2017 e integra o Grupo IV do Anexo A da Resolução CVM nº 45/2021⁴³, o que limita o valor máximo da pena-base pecuniária aplicável ao montante de R\$ 10 milhões (art. 61, inciso I, c/c o art. 63, §1º⁴⁴). Observo, ainda, que, em relação à acusada Afam, o Diretor Relator propôs a fixação de multa pecuniária com base no inciso I do §1º do art. 11⁴⁵ da Lei nº 6.385/1976.

51. Esclareço, ainda, que não tenho qualquer divergência quanto ao entendimento do Relator acerca da destacada gravidade em concreto das condutas dos Acusados⁴⁶, dadas as circunstâncias do

⁴² Note-se que, em 07.07.2020, em decisão unânime do Colegiado da CVM, no âmbito do PAS CVM nº 19957.010686/2017-22 (RJ2017/5122), Walter Sacca foi condenado a multas pecuniárias por diversas infrações por omissões de informações relativas a transações com partes relacionadas, quanto a contratos envolvendo a Springer e a Afam, nas demonstrações financeiras da Springer dos exercícios findos em 2014 e 2016, e em formulários de referência da Companhia, bem como a inabilitações temporárias por 66 meses para o exercício de cargo de administrador ou conselheiro fiscal de companhia aberta por infração ao art. 154 da LSA, quanto ao que apresentou recurso, ainda pendente de julgamento pelo CRSFN. De todo modo, tratando-se este PAS de infrações ocorridas antes do referido julgamento e do trânsito em julgado da decisão, não resta configurada a reincidência. Não consta, tampouco, condenação anterior do Acusado cujo trânsito em julgado tivesse ocorrido dentro dos cinco anos que precederam a prática da infração objeto deste PAS, e que, portanto, pudesse, no meu entendimento, caracterizar igualmente reincidência, para fins de aplicação da penalidade de inabilitação (já que a infração objeto deste PAS foi praticada antes da vigência da ICVM nº 607/2019).

⁴³ Cabe aqui uma observação, mais genérica, acerca da fundamentação adotada pelo Diretor Relator, quando remete, para fins de dosimetria, a disposições da ICVM nº 607/2019. Em que pese as regras sobre dosimetria presentes na referida instrução serem idênticas às da Resolução CVM nº 45/2021, conforme reconhecido no voto do Diretor Relator (no item 93 e, ainda, na nota de rodapé nº 38), entendo que, para fins de dosimetria, são formalmente aplicáveis os dispositivos desta última norma, à luz de seu art. 116, considerando-se a data em que realizado o julgamento deste caso. Em textual: “Art. 116. Esta Resolução entra em vigor em 1º de outubro de 2021, aplicando-se imediatamente aos processos em curso, resguardada a validade dos atos praticados antes de sua vigência. Parágrafo único. O valor máximo da pena de que trata o art. 61, I, e o valor máximo da pena-base pecuniária, de que trata o Anexo A, assim como os procedimentos de que tratam os arts. 62, 63, 65, 66 e 67 desta Resolução, não são aplicáveis às infrações praticadas antes da entrada em vigor da Lei nº 13.506, de 13 de novembro de 2017, que permanecem sujeitas ao limite de pena pecuniária então vigente”. Por isso, ao tratar da dosimetria, neste de voto, farei referência aos dispositivos aplicáveis da Resolução CVM nº 45/2021.

⁴⁴ “Art. 61. A penalidade de multa não deverá exceder o maior dos seguintes valores: I – R\$ 50.000.000,00 (cinquenta milhões de reais); (...) Art. 63. Na fixação da pena-base, o Colegiado deve observar os princípios da proporcionalidade e da razoabilidade, bem como a capacidade econômica do infrator e os motivos que justifiquem a imposição da penalidade. § 1º Se adotado o critério de que trata o art. 61, inciso I, a pena-base da multa deve observar os limites aplicáveis a cada infração, previstos no Anexo A, sem prejuízo da aplicação cumulativa de outras modalidades de pena descritas no art. 60 desta Resolução. (...)” (Grifos adotados).

⁴⁵ Dispõe o dispositivo citado: “Art. 11 (...) §1º A multa deverá observar, para fins de dosimetria, os princípios da proporcionalidade e da razoabilidade, a capacidade econômica do infrator e os motivos que justifiquem sua imposição, e não deverá exceder o maior destes valores: I - R\$ 50.000.000,00 (cinquenta milhões de reais); (...)”.

⁴⁶ Por outro lado, como já dito, em que pese a reprovabilidade do comportamento da Acusada, constata-se que a infração ao art. 115 da LSA passou a ser prevista, em abstrato, como “grave”, pelo art. 1º, I, do Anexo 64 à ICVM nº 607/2019, que passou a vigor apenas em 01.09.2019, ou seja, após a prática da referida infração imputada à Afam.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

caso. Porém, em relação à Afam, minha divergência quanto à dosimetria diz respeito ao racional adotado para a fixação do montante da pena-base proposta pelo Relator, que entendeu que, por ser multa pecuniária, estaria em linha com precedentes⁴⁷.

52. Segundo o Diretor Relator, “*considerando o novo limite, bem como o fato de que não foram identificados precedentes de condenação pelo art. 115, §1º, da Lei nº 6.404/1976 com a aplicação da tese do conflito substancial⁴⁸, dá-se ensejo à utilização de um racional específico para fins de dosimetria, considerando as peculiaridades e circunstâncias próprias do caso concreto*”⁴⁹.

53. Ainda na visão do Relator, “[*n*]a medida em que a tese ora aplicada analisa o mérito do voto em conflito de interesses em si, o que não pode ser compreendido de modo desvinculado do negócio objeto da deliberação, parece-me adequado, razoável e proporcional que a multa a ser aplicada, neste Processo, guarde relação com o valor da operação objeto da deliberação irregular”⁵⁰, parâmetro que entende, sob a ótica de política regulatória, ter o “*condão de estimular uma atuação mais refletida e cuidadosa dos acionistas com relação a eventuais votos em conflito de interesses, atendendo, dessa forma, à finalidade educativa do poder sancionador da CVM*”⁵¹.

54. Por um lado, concordo que eventual ausência de precedentes de condenação por infração ao art. 115, §1º da LSA, sob a ótica do conflito material, poderia ensejar, nesta oportunidade, a construção de racional específico para fins de dosimetria, como referido pelo Diretor Relator.

55. Todavia, como detalhado neste voto, não compartilho da visão de que seja aplicável a teoria do conflito material, razão pela qual, a meu ver, devem ser seguidos, para fins de dosimetria, os critérios que têm sido aplicados nos precedentes do Colegiado da CVM, ressaltando-se, não obstante, que este PAS tem por objeto infração praticada após a vigência da Lei nº 13.506/2017, o que pode ensejar incremento quanto ao valor da multa a ser cominada, em linha com os novos parâmetros trazidos pelo referido diploma legal.

56. Ademais, entendo que associar o valor da pena-base à “*metade do valor da Alienação Metro*” não se mostra o critério mais adequado, em termos de proporcionalidade, para a punição do tipo de infração de que se trata, considerando que o valor máximo da pena-base, como dito anteriormente, não pode ultrapassar o montante de R\$ 10 milhões em condenações com base no inciso I do §1º do art. 11 da Lei nº 6.385/1976, como proposto. Desse modo, ainda que estivéssemos diante de operações

⁴⁷ Cita, exemplificativamente, o PAS CVM nº RJ2013/9266, Diretor Relator Henrique Machado, j. em 27.03.2018 e o PAS CVM nº RJ2013/6635, Relator Presidente Leonardo Pereira, j. em 26.05.2015.

⁴⁸ O Relator esclarece em nota de rodapé que tal afirmação se refere ao período no qual prevaleceu, no Colegiado, o conflito substancial como prisma de interpretação do art. 115, §1º, da Lei nº 6.404/1976.

⁴⁹ V. parágrafo 95 do voto do Diretor Relator.

⁵⁰ V. parágrafo 96 do voto do Diretor Relator.

⁵¹ V. parágrafo 97 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

de alienação de ativos por valores de R\$ 50 milhões, R\$ 100 milhões ou R\$ 500 milhões, por exemplo, a aplicação do referido critério levaria indistintamente a penas-bases de R\$ 10 milhões de reais (i.e., no valor máximo permitido)⁵².

57. Tal associação entre a pena-base e a metade do valor da Alienação Metro, se fosse o caso, melhor se coadunaria, a meu ver, com o disposto no inciso II do §1º do art. 11⁵³ da Lei nº 6.385/1976 e no inciso II do art. 61⁵⁴ da Resolução CVM nº 45/2021, mas, nessa hipótese, estaríamos diante de outro critério de dosimetria, sequer sujeito ao limite de R\$ 50 milhões quanto ao valor máximo da multa. Tampouco caberia, se quiséssemos adotar esse outro critério, aplicação de circunstância agravante (ou atenuante) no cálculo da multa pecuniária, nos termos da regra⁵⁵.

58. Não considero, contudo, que deva ser esse o critério (*valor da operação*) a ser aplicado como baliza para a fixação da multa pecuniária para esse tipo de infração, concordando, nesse ponto, com a proposta contida no voto do Diretor Relator de que a pena a ser aplicada à Afam seja fixada com base no inciso I (e não no inciso II) do §1º do art. 11 da Lei nº 6.385/1976 e, por conseguinte, em conformidade com o inciso I do art. 61 da Resolução CVM nº 45/2021.

59. Nesse sentido, ante a gravidade dos fatos que envolvem, no caso vertente, o exercício do voto em situação de conflito de interesses, e observados os princípios da proporcionalidade e da razoabilidade, considero adequado fixar, para ambos os Acusados, como pena-base, o valor de R\$ 2.000.000,00 (dois milhões de reais), o qual leva em conta o fato de se tratar de infração praticada após a vigência da Lei nº 13.506/2017.

60. Ainda em linha com o voto do Diretor Relator, também considero a existência de dano relevante à imagem do mercado de valores mobiliários como circunstância agravante, majorando em 15% a referida pena-base, ao amparo do inciso IV do art. 65 da Resolução nº 45/2021, o que proponho seja aplicável também em relação a Walter Sacca.

61. Por todo o exposto, com fundamento no art. 11, § 1º, I, da Lei nº 6.385/1976, e à luz dos princípios da proporcionalidade e da razoabilidade, voto:

⁵² Observa-se, ainda, segundo o mesmo raciocínio, que o referido valor máximo (R\$ 10 milhões), previsto no Grupo IV do Anexo A da Resolução CVM nº 45/2021, se encontra bem próximo à pena-base proposta pelo Diretor Relator, neste PAS (R\$ 8 milhões), embora aqui a acusação verse sobre voto proferido por acionista em conflito de interesses, no âmbito de operação de alienação de ativos de valor econômico substancialmente inferior aos citados nos exemplos acima (a Alienação Metro se deu por R\$ 16 milhões).

⁵³ Assim redigido: “Art. 11 (...) §1º A multa deverá observar, para fins de dosimetria, os princípios da proporcionalidade e da razoabilidade, a capacidade econômica do infrator e os motivos que justifiquem sua imposição, e não deverá exceder o maior destes valores: (...) II - o dobro do valor da emissão ou da operação irregular” (grifei).

⁵⁴ O dispositivo em questão apresenta a seguinte redação: “Art. 61. A penalidade de multa não deverá exceder o maior dos seguintes valores: (...) II – o dobro do valor da emissão ou da operação irregular” (grifos adotados).

⁵⁵ Como preceitua a Resolução CVM nº 45/2021: “Art. 68. O procedimento previsto nos arts. 62 a 66 não se aplica às penalidades impostas com fundamento nos arts. 60, I, e 61, II, III e IV” (grifos adotados).



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

- i.** pela condenação de Afam Empreendimentos e Negócios Comerciais Ltda., na qualidade de acionista controladora da Springer, à penalidade de multa pecuniária, no valor de R\$ 2.300.000,00 (dois milhões e trezentos mil reais), pelo exercício do direito de voto em conflito de interesses, na AGE de 26.07.2019, em violação ao disposto no art. 115, §1º, da Lei nº 6.404/1976;
- ii.** pela condenação de Walter Sacca, na qualidade de acionista controlador da Springer, à penalidade de multa pecuniária, no valor de R\$ 2.300.000,00 (dois milhões e trezentos mil reais), pelo exercício do direito de voto em conflito de interesses, na AGE de 26.07.2019, em violação ao disposto no art. 115, §1º, da Lei nº 6.404/1976; e
- iii.** Quanto às demais imputações formuladas pela SEP, acompanho o voto do ilustre Relator pela condenação dos acusados, bem como as penalidades por ele propostas.

É como voto.

Rio de Janeiro, 08 de novembro de 2022.

Flávia Sant'Anna Perlingeiro

Diretora