



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº 19957.009294/2017-11

Reg. Col. 1589/19

- Acusados:** Bernardo Flores
Caio Aurélio Gonzalez Blasco
Triskelion Capital Consultoria e Gestão de Invest. Estratégicos Ltda.
- Assunto:** Apurar a eventual responsabilidade de **(i)** Diretor de Relações com Investidores, por infração ao art. 157, §4º, da Lei nº 6.404/1976 c/c art. 3º, *caput*, da Instrução CVM nº 358/2002; **(ii)** membro do Conselho de Administração, por infração ao art. 156 da Lei nº 6.404/1976; e **(iii)** acionista, por infração ao art. 115, §1º, da Lei nº 6.404/1976
- Relator:** Diretor Alexandre Costa Rangel
- Voto:** Presidente João Pedro Nascimento

MANIFESTAÇÃO DE VOTO

1. Este Processo¹ foi instaurado pela SEP em razão de supostas irregularidades cometidas no âmbito de operação de Aumento de Capital da companhia aberta Recrusul. A Área Técnica formulou as seguintes imputações:

- (i)** Infração pelo Diretor de Relações com Investidores da Recrusul, **Bernardo Flores**, ao **art. 157, §4º, da Lei nº 6.404/1976 c/c art. 3º, *caput*, da Instrução CVM nº 358/2002**, por não ter divulgado a ausência de integralização das ações subscritas pela Triskelion no contexto do Aumento de Capital, nas condições originalmente divulgadas;
- (ii)** Infração por **Caio Blasco**, na qualidade de membro do Conselho de Administração da Recrusul, ao **art. 156 da Lei nº 6.404/1976**, por ter

¹ Os termos iniciados em letra maiúscula utilizados neste voto que não estiverem nele definidos têm o significado que lhes foi atribuído no relatório do Diretor Relator (“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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

votado na Reunião de Conselho de Administração da Companhia de 13/12/2016² pela prorrogação do prazo para a integralização das ações subscritas pela Triskelion no Aumento de Capital, mesmo sendo titular de 99% do capital social da referida sociedade; e

- (iii) Infração pela **Triskelion** ao **art. 115, §1º, da Lei nº 6.404/1976**, por ter votado na Assembleia Geral Extraordinária da Recrusul realizada em 06/01/2017 (“AGE da Recrusul de 06/01/2017”)³, no sentido de: (a) ratificar a decisão tomada pelos membros do conselho de administração na reunião referida acima; e (b) modificar o estatuto social da Companhia para excluir a multa de 10% (dez por cento) sobre o valor devido pelo acionista remisso.

CONTEXTO

2. Concordo com os fundamentos e com as conclusões do Diretor Relator Alexandre Rangel, tal como consignadas em seu voto, mas entendo que esta Manifestação de Voto é necessária especificamente em relação à terceira e última imputação formulada pela Acusação — *i.e.*, conflito de interesses por parte da Trikelion em relação ao voto exercido na AGE da Recrusul de 06/01/2017, em infração ao **art. 115, §1º, da Lei nº 6.404/1976** —.

3. Estamos, novamente, diante de um caso de conflito de interesses por parte do acionista, em Assembleia Geral, em que se retoma a polêmica entre, de um lado, o **critério formal** e, de outro lado, o **critério substancial** para determinar a existência ou não do conflito de interesses.

4. Resumidamente, a reflexão central sobre o conflito de interesses é antiga e se refere à interpretação do art. 115, §1º, da Lei nº 6.404/1976, em que:

² Doc. 0355224, fls. 63-65.

³ Doc. 0355224, fls. 66-81.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

- (i) De um lado, pelo **critério formal**, entende-se que diante de uma situação de potencial conflito de interesses o acionista *ex ante factum* está proibido de exercer o direito de voto na matéria submetida à Assembleia Geral; e
- (ii) De outro lado, pelo **critério substancial**, admite-se que em casos de potencial conflito de interesses o acionista exerça o direito de voto e, *ex post factum*, após a análise material do caso concreto, caso se verifique que o voto foi exercido em violação ao interesse social aplicar-se-ão os remédios previstos no artigo 115, §4º, da Lei nº 6.404/1976.

5. Tenho convicção de que o critério substancial é o que melhor se aplica para a disciplina do conflito de interesses no exercício do direito de voto em Assembleias Gerais de sociedades anônimas. Esta é a visão que, há anos, defendo academicamente⁴ e que recentemente defendi aqui na CVM⁵. Com a atual composição do Colegiado da Autarquia, o critério substancial tem prevalecido⁶.

⁴ NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. *Conflito de Interesses no Exercício do Direito de Voto nas Sociedades Anônimas*. In **Temas de Direito Empresarial**. São Paulo: Quartier Latin, 2022. p. 39, em republicação do artigo originalmente publicado em RDB (1ª Parte), v. 24, 2004, pp. 140-156, RDB (2ª Parte), v. 25, 2004, pp. 82-103.

⁵ PAS CVM nº 19957.003175/2020-50 (Caso Saraiva) e PAS CVM nº 19957.004392/2020-67 (Caso Springer), ambos julgados nas Sessões de Julgamento iniciadas em 16/08/2022 e retomadas em 08/11/2022.

⁶ Respeitosamente, divirjo neste ponto do trecho do Termo de Acusação em que a Área Técnica menciona que: “*Historicamente, o tema ‘conflito de interesses’ foi objeto de diferentes interpretações na CVM. **Embora atualmente as controvérsias nesse sentido estejam superadas (...)**” (Doc. 0355240, §26). Não me parece que as controvérsias estejam superadas. O Colegiado da Autarquia tem proferido decisões variadas, em um perigoso movimento pendular, no qual ora decide pelo *critério formal* e ora prevalece o critério substancial (*conflito material*), com base na mudança da composição dos integrantes deste Colegiado. O que parece existir é uma posição de prevalência do conflito material (critério substancial) com atual composição do Colegiado da CVM, a partir do julgamento do PAS CVM nº 19957.003175/2020-50 (Caso Saraiva) e do PAS CVM nº 19957.004392/2020-67 (Caso Springer), em Sessões de Julgamento iniciadas em de 16/08/2022 e retomadas em 08/11/2022. Esse entendimento, porém, está sujeito a oscilações na medida em que ocorram trocas nos membros do Colegiado. É nesse ponto que penso ser conveniente um posicionamento institucional para dar mais previsibilidade aos*



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

6. O voto é uma manifestação unilateral de vontade do acionista tendente a produzir uma decisão coletiva no contexto da deliberação da sociedade. A primeira parte do *caput* do artigo 115 da Lei nº 6.404/1976 traz um comando expresso de que “o acionista deve exercer o direito a voto no interesse da companhia”. Sendo assim, “o interesse social representa um elemento limitador e orientador ao exercício do direito de voto por parte dos acionistas”⁷.

7. É, justamente, por defender o critério substancial que entendo que um caso como este deve ser analisado, *ex post factum*, de maneira casuística e individualizada, a fim de se verificar se o acionista em aparente conflito de interesses exerceu o direito de voto de forma conciliável e compatível com o interesse social.

8. Dentro da dinâmica do *critério substancial* para a determinação da ocorrência do conflito de interesses, de modo a que o acionista em suposto conflito possa exercer o direito de voto, é relevante que este voto seja exercido no contexto de um processo decisório razoável e bem-informado (*reasonable decision-making process*)⁸.

9. Isto é, ao exercer o voto, o acionista deve se cercar dos cuidados necessários para garantir que a decisão de que participará atenderá aos interesses sociais. É esperado, nesse sentido, que os acionistas obtenham todas as informações relevantes para deliberar sobre a matéria e reflitam sobre o assunto, ponderando, inclusive, sobre outras opções, alternativas

regulados e integrantes do Mercado de Capitais, sem contudo consignar posição definitiva em defesa deste ou daquele critério.

⁷ NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. *Conflito de Interesses no Exercício do Direito de Voto nas Sociedades Anônimas*. In **Temas de Direito Empresarial**. São Paulo: Quartier Latin, 2022. p. 61.

⁸ Já destaquei a importância do processo decisório razoável e bem-informado (*reasonable decision-making process*) em situações envolvendo potencial conflito de interesses, no âmbito dos votos que apresentei em 16/08/2022 no PAS CVM nº 19957.003175/2020-50 (Caso Saraiva) e do PAS CVM nº 19957.004392/2020-67 (Caso Springer). Essa mensagem parece ter encontrado eco na melhor doutrina, como se pode verificar do artigo: “CVM traz novas perspectivas para o conflito de interesses nas companhias abertas”, de autoria do ex-Diretor da CVM, Pablo Renteria, que foi publicado, em 18 de setembro de 2022, na Revista “Capital Aberto” (disponível em <https://capitalaberto.com.br/secoes/columnistas/cvm-traz-novas-perspectivas-para-o-conflito-de-interesses-nas-companhias-abertas/>).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

e desdobramentos existentes e/ou de outra forma disponíveis. A depender da complexidade da matéria, é recomendável, também, que sejam contratados estudos ou pareceres de especialistas no tema, contribuindo para o enriquecimento das decisões.

10. Em outras palavras, o acionista deve se assegurar de que, *a posteriori*, quando ocorrer a verificação do conteúdo e dos efeitos do voto proferido, haverá elementos capazes de demonstrar que o voto foi exercido no melhor interesse da companhia, a fim de que se possa concluir pela sua regularidade.

11. De fato, se: *(i)* a decisão sobre a qual os acionistas deliberaram tiver sido resultado de um processo decisório razoável e bem-informado (*reasonable decision-making process*)⁹; e *(ii)* os acusados forem capazes de fornecer justificativas convincentes sobre porque a decisão se amoldava ao melhor interesse social, não se deverá cogitar a ocorrência de violação ao art. 115, §1º, da Lei nº 6.404/1976.

12. Observe-se que em tais casos, afinal, o exercício do voto não teria se dado em situação de conflito de interesses, na medida em que a decisão tomada não se revelou inconciliável com o interesse social, mas sim aderente a este.

CASO CONCRETO

13. No caso em tela, observo que a Triskelion foi acusada de ter votado em conflito de interesses na AGE da Recrusul de 06/01/2017, sendo que em tal conclave a acionista votou favoravelmente às seguintes matérias:

- (i) ratificação da prorrogação de prazo aprovada na RCA de Dilação do Prazo; e
- (ii) alteração do Estatuto Social da Recrusul para excluir a multa de 10% (dez por

⁹ Doravante referido apenas como “Processo Decisório Razoável e Bem-Informado”.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

cento) incidente sobre o inadimplemento por parte dos acionistas remissos em relação aos valores por eles devidos no contexto do Aumento de Capital.

14. Analisando as características e especificidades do caso concreto, entendo que os Acusados não obtiveram êxito em explicar os motivos pelos quais as decisões tomadas na RCA de Dilação de Prazo e na AGE de Dilação de Prazo estavam alinhadas aos interesses da Recrusul.

15. Assim, veja-se que, *de um lado*, a acionista Triskelion estava extraindo flagrante e evidente benefício com a prorrogação do prazo, uma vez que ela própria havia subscrito ações do Aumento de Capital¹⁰ e ainda não as havia integralizado; e, *de outro lado*, a companhia Recrusul estava sendo indiscutivelmente prejudicada *in casu* com o não recebimento dos valores que lhe eram devidos pelos acionistas remissos, sem qualquer fundamentação e/ou contextualização.

16. De um lado, o Termo de Acusação trouxe de maneira assertiva que: “A *Triskelion* votou em assembleia geral não apenas por ratificar o prazo para a integralização das ações que havia subscrito como, mais do que isso, por modificar a previsão estatutária que regulava a multa a que ela estaria sujeita.” De outro lado, a Triskelion nem ao menos apresentou Defesa.

17. Portanto, como bem destacado pelo Diretor Relator, os Acusados não trouxeram aos autos qualquer evidência ou argumentação para defender que a decisão de dilação do prazo de integralização das ações subscritas no Aumento de Capital, bem como de exclusão da multa que seria devida pelo acionista remisso, seriam benéficas para a Recrusul.

18. Na verdade, as circunstâncias do caso evidenciam que, ao exercer o seu direito de

¹⁰ Conforme o Termo de Acusação (Doc 0355240), a Triskelion subscreveu aproximadamente 9,5 milhões de ações da Recrusul, ao valor de R\$1,50 cada, esperando-se um aporte de aproximadamente R\$14,3 milhões apenas por parte da Triskelion.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

voto na AGE da Recrusul de 06/01/2017, a Triskelion apresentava interesses inegavelmente colidentes e inconciliáveis com o interesse social da companhia.

PROCESSO DECISÓRIO RAZOÁVEL E BEM-INFORMADO

19. Antes de concluir esta Manifestação de Voto, me parece importante fazer uma diferenciação. O Processo Decisório Razoável e Bem-Informado também se enquadra no arquétipo e no padrão de conduta típico do dever de diligência, que é aplicável aos administradores por força do art. 153 da Lei nº 6.404/1976.

20. A análise que o julgador deve fazer em relação ao cumprimento do art. 153 e dos dispositivos que se discutem neste Processo é diferente, visto que cada um desses artigos impõe deveres diversos, com características próprias.

21. Sem prejuízo dessas diferenças, o que se pretende destacar nesta manifestação é que a adoção de um Processo Decisório Razoável e Bem-Informado e as justificativas fornecidas em relação ao alinhamento da decisão aos interesses sociais são importantes elementos que podem socorrer os acusados na comprovação de atendimento ao disposto art. 115, §1º, da Lei nº 6.404/1976.

22. A controvérsia entre critério formal e critério material é antiga no Brasil e, muitas vezes, é tratada como se este binômio (conflito formal vs. conflito substancial) comportasse as únicas soluções possíveis para todos os males relacionados ao conflito de interesses.

23. Com a atual composição do Colegiado da CVM, o critério material tem prevalecido, mas é importante lembrar que — para além desta antinomia que sobrevive há anos¹¹ — o

¹¹ “Incumbe ao legislador estabelecer as diretrizes capazes de controlar os interesses pessoais dos acionistas, que em determinadas situações podem vir a prejudicar a condução dos negócios da companhia, contribuindo para a inibição do desenvolvimento do mercado acionário brasileiro. Essa tutela do interesse social pode ser realizada, eficientemente, através do controle do exercício do direito



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

Direito Societário e a Regulação do Mercado de Capitais oferecem soluções diversas e destinadas à geração de segurança jurídica¹².

24. Veja-se, por exemplo, o Parecer de Orientação CVM nº 34/2006, que dispõe sobre os parâmetros para exercício do voto em casos de benefício particular em determinadas operações de incorporação e incorporação de ações. Tal Parecer de Orientação traz uma interpretação do §1º do art. 115 da Lei 6.404/76 voltada à prevenção da ocorrência do conflito de interesses e até hoje cumpre, eficientemente e de forma atemporal, o seu papel para prevenir o conflito de interesses naquele tipo de operações.

25. Penso que, de certa maneira, a adoção do Processo Decisório Razoável e Bem-Informado, bem como o cuidado em reunir justificativas acerca do alinhamento do voto e da deliberação aos interesses sociais também são caminhos tendentes a mitigar a ocorrência do conflito de interesses.

26. A repercussão positiva do Parecer de Orientação nº 34/2006 vem confirmando essa

*a voto dos acionistas, por meio (i) da limitação do exercício do voto ou (ii) da orientação legal de como este direito deve ser exercido” (NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. *Conflito de Interesses no Exercício do Direito de Voto nas Sociedades Anônimas*. In **Temas de Direito Empresarial**. São Paulo: Quartier Latin, 2022, p. 40).*

¹² De acordo com John Armour, Henry Hansmann e Reinier Kraakman, no texto “Agency Problems and Legal Strategies”, que integra o famoso “*The Anatomy of Corporate Law*”: “*corporate law performs two general functions: first, it establishes the structure of the corporate form as well as ancillary housekeeping rules necessary to support this structure; second, it attempts to control conflict of interest among corporate constituencies. (...) Legal strategies for controlling agency cost can be loosely categorized into two subsets, which we term, respectively, ‘regulatory strategies’ and ‘governance strategies’. Regulatory strategies are prescriptive: they dictate substantive terms that govern the content of the principal-agent relationship, tending to constrain the agent’s behavior directly. By contrast, governance strategies seek to facilitate the principals’ control over their agent’s behaviour”. (ARMOUR, John, HANSMANN, Henry e KRAAKMAN, Reinier, “Agency Problems and Legal Strategies”, in KRAAKMAN, Reinier, *et. al.*, **The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach**, 3ª ed., Oxford: Oxford University Press, 2017, pp. 27 e 31). Neste contexto, pondero que a adoção do Processo Decisório Razoável e Bem-Informado, associada à reunião de justificativas sobre o alinhamento do voto e da deliberação societária aos interesses sociais são instrumentos que facilitam o trabalho de supervisão posterior de que o comando do art. 115, §1º, da Lei nº 6.404/1976 foi respeitado.*



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

percepção. Desde a edição do referido parecer, *de um lado*, são raras as acusações envolvendo benefício particular em operações de incorporação e incorporação de ações com relações de troca diferenciadas; *de outro lado*, há diversos casos de conflito de interesses em outros contextos¹³.

27. As orientações e recomendações previstas no Parecer de Orientação nº 34/2006 parecem ter se revelado eficientes na mitigação de situações de conflito de interesses no tema específico ao qual se aplicavam, o que corrobora o seu sucesso como estratégia preventiva da ocorrência do conflito de interesses. Pondera-se, também, sobre a pertinência de se aumentar o alcance e abrangência do Parecer de Orientação para outras situações em que o conflito de interesses pode se apresentar.

CONCLUSÃO

28. Feitas essas observações, acompanho integralmente os fundamentos e as conclusões do voto do Diretor Relator. É como voto.

Rio de Janeiro, 4 de abril de 2023.

João Pedro Nascimento

Presidente

¹³ Vejam-se exemplificativamente os seguintes casos de conflito de interesses (sem pretensão de ser exaustivo): (i) Processo CVM nº RJ2009/13179, Diretor Relator Alexsandro Broedel Lopes, apreciado na Reunião de Colegiado de 09/09/2010; (ii) PAS CVM nº RJ2013/6635, j. em 26/05/2015, Dir. Rel. Luciana Dias; (iii) Processo CVM nº RJ2015/5021, Diretor Relator Pablo Renteria, j. em 25/08/2015; (iv) Processo CVM nº 19957.005749/2017-29, Diretor Relator Gustavo Machado Gonzalez, apreciado na Reunião de Colegiado de 26/09/2017; (v) PAS CVM nº 19957.003175/2020-50, Dir. Rel. Alexandre Rangel, j. em 08/11/2022; e (vi) PAS CVM nº 19957.004392/2020-67, Dir. Rel. Alexandre Rangel, j. em 08/11/2022.