



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

### PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº 19957.002349/2021-48

Reg. Col. 2304/21

**Acusado:** Flavio Maluf

**Assunto:** Apurar a responsabilidade do diretor presidente e vice-presidente do conselho de administração da Eucatex S.A. Indústria e Comércio, por descumprimento do § 1º do art. 115 da Lei nº 6.404/1976.

**Diretora Relatora:** Flávia Perlingeiro

### VOTO

#### I. BREVE INTRODUÇÃO

1. Trata-se de PAS<sup>1</sup> instaurado pela SEP em face de Flavio Maluf, na qualidade de CEO e vice-presidente do conselho de administração (“CA”) da Eucatex S.A. Indústria e Comércio (“Eucatex” ou “Companhia”), por alegado descumprimento ao disposto no §1º do art. 115 da Lei nº 6.404/1976<sup>2</sup> (“LSA”), ao votar indiretamente na aprovação de suas próprias contas como administrador da Eucatex referentes ao exercício social de 2019, por meio das acionistas Grandfood Indústria e Comércio Ltda. (“Grandfood”) e Brascorp Participações Ltda. (“Brascorp” e, em conjunto com Grandfood, “Acionistas”), na AGO/E da Eucatex realizada em 31.07.2020.

2. À época dos fatos, o controle acionário da Eucatex era diretamente detido, dentre outros, por Flavio Maluf, Grandfood e Brascorp<sup>3</sup>. Por sua vez, a Grandfood e a Brascorp eram controladas pela FIF Holding Participações Ltda. (“FIF Holding”)<sup>4</sup>, que tinha como sócios controladores F.M., F.T.M. e I.T.M., filhos do Acusado, detentores, em conjunto, de cotas representativas de 99,9% do capital social (sendo que o Acusado detinha uma participação minoritária de 0,005% do capital social da FIF Holding). Além disso, Flavio Maluf era usufrutuário das cotas de titularidade de seus filhos na FIF Holding<sup>5</sup>, bem como diretor presidente da FIF Holding, da Grandfood e da Brascorp.

<sup>1</sup> Os termos iniciados em letra maiúscula utilizados neste voto, que não estiverem nele definidos, têm o significado que lhes foi atribuído no relatório que o antecede (“Relatório”).

<sup>2</sup> Art. 115. O acionista deve exercer o direito a voto no interesse da companhia; considerar-se-á abusivo o voto exercido com o fim de causar dano à companhia ou a outros acionistas, ou de obter, para si ou para outrem, vantagem a que não faz jus e de que resulte, ou possa resultar, prejuízo para a companhia ou para outros acionistas.

§ 1º o acionista não poderá votar nas deliberações da assembleia-geral relativas ao laudo de avaliação de bens com que concorrer para a formação do capital social e à aprovação de suas contas como administrador, nem em quaisquer outras que puderem beneficiá-lo de modo particular, ou em que tiver interesse conflitante com o da companhia.

<sup>3</sup> Cf. Formulário de Referência da Companhia de 2020, versão 1, disponível para consulta pública no site da CVM.

<sup>4</sup> A FIF Holding era titular de 78,99% do capital social da Grandfood e 99,99% do capital social da Brascorp. Consoante informado no Termo de Acusação, o Acusado também detinha um percentual de participação direta na Grandfood e na Brascorp, correspondente, respectivamente, a 0,005% e 0,006% do capital social.

<sup>5</sup> O usufruto foi instituído sobre a totalidade das cotas detidas por F.M., F.T.M. e I.T.M. na FIF Holding (13.557.816



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

3. Como informado no mapa de votação da AGO/E de 31.07.2020<sup>6</sup>, as contas foram aprovadas por 49,75% do total de votos e rejeitadas por 38,80%. Dos 49,75% de aprovação, 5,71% se referiam à Brascorp, 7,45% à Grandfood, 35,59% a P.P. SC Ltda e 1% a P.S.M., pai de Flavio Maluf. Caso a Brascorp e a Grandfood tivessem se absterido de votar na referida AGO/E, o percentual de aprovação teria sido de 36,59%, ou seja, inferior ao de rejeição (38,80%).

4. Na referida AGO/E foram apresentados votos de protesto e, como ressaltou a SEP, os acionistas que protestaram apontaram a questão do impedimento de voto da Brascorp e da Grandfood, destacando que o CEO da Companhia era usufrutuário das quotas de seus filhos na FIF Holding. Tais acionistas apresentaram reclamação à CVM, que abrangia também questões relacionadas a certos critérios de contabilização, as quais, entretanto, não são objeto deste PAS.

5. Nesse cenário, a SEP reputou que o Acusado tinha o poder de exercer influência significativa sobre as Acionistas e propôs sua responsabilização por ter votado e aprovado, de forma indireta, suas próprias contas, na referida AGO/E, em infração ao art. 115, § 1º, da LSA.

6. Regularmente intimado, o Acusado apresentou defesa na qual refutou as conclusões da SEP quanto ao alcance do disposto no art. 115, § 1º, da LSA, sustentando que tal vedação afetaria apenas a pessoa do administrador, e não eventuais sociedades de que fosse sócio.

7. O Acusado também pontuou que detinha uma participação diminuta no capital social da FIF Holding, da Grandfood e da Brascorp, razão pela qual não teria condições de dirigir a vontade social desses veículos. Nesse sentido, alegou que, embora “*formalmente*” exercesse o cargo de diretor presidente nessas sociedades, a efetiva gestão e representação não eram realizadas por ele, mas por seus filhos F.M. e F.T.M., pois a função que ele desempenhava “*assemelhava-se a de um consultor em assuntos de natureza industrial e de engenharia*”<sup>7</sup>.

8. A defesa argumentou, ainda, que a concessão ao Acusado de usufruto sobre a totalidade das cotas de seus filhos F.M., F.T.M. e I.T.M. na FIF Holding não assegurava sua influência relevante naquela sociedade “*na medida em que os nu-proprietários orienta[vam] e influencia[vam] as atividades sociais*”<sup>8</sup>. Consoante sustentou, o Acusado “*sequer tem o direito de voto em deliberações relativas à representação da FIF Holding em AGOs e AGEs de sociedades das quais a sociedade seja acionista*”<sup>9</sup>.

---

cotas), na proporção de 13.423.899 cotas em favor de Flavio Maluf e 133.917 cotas em favor de J.L.C.T., sua ex-mulher.

<sup>6</sup> Disponível para consulta pública no site da CVM.

<sup>7</sup> Doc. 1306844, fl. 25.

<sup>8</sup> Doc. 1306844, fl. 39.

<sup>9</sup> Doc. 1306844, fl. 39.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

9. Desde logo antecipo que, pelas razões e fundamentos detalhados neste voto, entendo que os argumentos trazidos pela defesa não são aptos a afastar a procedência da tese acusatória e que a imputação formulada em face do Acusado restou efetivamente caracterizada. Não havendo questões preliminares, passo diretamente à análise de mérito.

## II. MÉRITO

10. O art. 115, § 1º, da LSA é expresso e, assim, não deixa qualquer margem para dúvida quanto à proibição de voto do administrador em relação às suas próprias contas<sup>10</sup>. A disposição tem fundamento no princípio de que a ninguém é dado ser juiz em causa própria.

11. Embora o alcance da referida disposição legal comporte certa controvérsia em sede doutrinária<sup>11</sup>, o Colegiado da CVM tem se manifestado de forma consistente no sentido de que a vedação imposta aos administradores “*se estende à pessoa jurídica caso a formação de vontade dessa seja determinada pela pessoa física impedida de votar*”<sup>12</sup>.

12. Tal posicionamento, como bem explanado pelo então Diretor Pablo Renteria, em seu voto no PAS CVM nº RJ2014/10060, julgado em 24.10.2017, não se traduz na extensão indevida da vedação legal, mas sim na preservação do objetivo final da norma:

“19. (...) [É] forçoso reconhecer que o administrador deve abster-se de votar diretamente e por intermédio de outro acionista sobre o qual exerça, em virtude de arranjo societário, influência preponderante. Afinal, se a norma procura afastar da deliberação a vontade desse administrador, não é lógico nem razoável admitir que essa vontade se manifeste por meio diverso, mas com a mesma efetividade.

20. O argumento de que se estaria desse modo interpretando extensivamente uma regra restritiva de direito não me parece decisivo, porque, como se sabe, a atividade hermenêutica deve pautar-se, prioritariamente, nos fins e nos valores a que se orienta a norma jurídica. Se é verdade, como visto, que a hipótese legal de impedimento de voto tem por finalidade assegurar a higidez do processo de deliberação social, é certo, por conseguinte, que deve ser reconhecida à norma a amplitude necessária à realização de

<sup>10</sup> “Art. 115. O acionista deve exercer o direito a voto no interesse da companhia; (...) § 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.”

<sup>11</sup> Em linha com o entendimento defendido pelo Acusado, cabe, por exemplo, citar: “*Se alguém é controlador de sociedade que é acionista de companhia por ele administrada, não existe impedimento a que exerça o seu direito de voto; a proibição somente se aplica à pessoa física que seja, ao mesmo tempo, acionista e administrador, dado o princípio da separação entre a pessoa jurídica e seus membros.*” (EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S.A Comentada*, vol. II. Editora Quartier Latin, São Paulo: 2009, pág. 158).

<sup>12</sup> PAS CVM nº RJ2018/4328, Rel. Dir. Gustavo Machado Gonzalez, j. em 13.08.2019. No mesmo sentido, p.ex.: PAS CVM nº 19957.003922/2020-50, de minha relatoria, j. em 26.04.2022; PAS CVM nº RJ2014/10556, j. em 28.11.2017, e PAS CVM nº RJ2014/10060, j. em 10.11.2015, ambos de relatoria do Diretor Pablo Renteria.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

sua finalidade. Interpretada de outro modo, a regra legal estaria amesquinhada, desprovida de sentido e utilidade prática.”

13. Não obstante, como já ressaltai em caso precedente<sup>13</sup>, essa vedação não deve ser estendida automaticamente, sempre que o administrador figurar no quadro de sócios de um dos acionistas, cabendo analisar, caso a caso, a governança que rege a formação da vontade do acionista<sup>14</sup>. O impedimento de voto da pessoa jurídica, portanto, depende de análise casuística.

14. No caso concreto, a análise dos centros de interesse que se refletem na atuação da Grandfood e da Brascorp, acionistas que aprovaram as contas do Acusado, enquanto administrador da Eucatex, na AGO/E, revela que, embora detivesse participações societárias minoritárias, direta e indiretamente, Flavio Maluf tinha o poder de determinar a vontade social das Acionistas.

15. Como visto, as referidas sociedades eram controladas pela FIF Holding, que, por sua vez, era controlada por F.M., F.T.M. e I.T.M., filhos do Acusado, cujas cotas, representativas de 99,9% do capital social, estavam gravadas com usufruto em favor de Flavio Maluf.

16. Para fundamentar a conclusão de que o Acusado tinha influência preponderante sobre as sociedades acionistas, a SEP considerou os seguintes indícios: (i) o vínculo familiar muito próximo existente entre Flavio Maluf (pai) e os três sócios controladores da FIF Holding, F.M., F.T.M. e I.T.M. (filhos); (ii) o usufruto constituído em favor do Acusado sobre as cotas detidas por seus filhos F.M., F.T.M. e I.T.M. na FIF Holding; e (iii) o fato de o Acusado exercer o cargo de diretor-presidente na Grandfood e na Brascorp.

17. Como destaquei no julgamento do PAS CVM nº 19957.011669/2017-11, em 19.09.2023, considero que o “interesse pessoal” apto a caracterizar o conflito de interesses pode compreender o interesse pessoal e direto do acionista ou, por extensão, os interesses de partes a ele relacionadas, como, por exemplo, de pessoa jurídica na qual exerça influência preponderante, ou mesmo parente próximo, quando forem contrapartes da companhia e tenham interesse na operação.

<sup>13</sup> PAS CVM nº 19957.006509/2019-11, de minha relatoria, j. em 10.05.2022.

<sup>14</sup> Também nessa linha: “Deste modo, considero a análise dos elementos fáticos do caso concreto fundamental para se definir a extensão art. 134, § 1º, da Lei nº 6.404/1976, sob pena de se frustrar a eficácia de um comando legal concebido sob a premissa de que somente tal exame casuístico permitiria se enxergar além das zonas cinzentas que existem entre as situações consideradas lícitas e aquelas que não se coadunam com o sistema da lei societária.” (Trecho do voto do então Presidente Marcelo Barbosa no PAS CVM nº RJ2018/2150, Rel. Dir. Henrique Machado, j. em 23.06.2020). No mesmo sentido, “(...) cumpre observar que existem situações em que uma sociedade, mesmo possuindo um controlador definido, concebe centros de interesses próprios, com administradores realmente independentes e autônomos, de forma que os atos da sociedade não seriam servis às posições do controlador, mas sim gerados de forma independente pelos próprios órgãos da sociedade. Nessas situações, diferentemente da hipótese em análise, o impedimento do controlador poderia não se estender à sociedade, mas isso só seria averiguável na análise de cada caso.” (Trecho do voto do então Diretor Gustavo Borba no PAS CVM nº RJ2014/10060).



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

18. Nesse contexto, cabe considerar que, se é verdade que as relações de parentesco próximo podem constituir indício de vinculação de interesses ou mesmo caracterizar pessoas como partes “vinculadas” para fins de aplicação de determinadas normas, também é evidente que não se pode simplesmente presumir uma irregularidade somente pela existência de tal relação de parentesco, sendo necessário que essa informação se some a outros fatos ou indícios que, em conjunto, formem prova (mesmo que apenas indiciária) suficiente para configurar a irregularidade, conforme entendimento refletido em diversos julgados da CVM<sup>15</sup>.

19. Com relação ao vínculo familiar entre o Acusado e seus filhos, controladores da FIF Holding, cabe destacar que é de tal proximidade que autoriza inferir vínculo de interesses, como ocorre em diversos casos em que parentes na linha ascendente e descendente ensejam aplicação de presunção relativa, e em consonância com a jurisprudência da CVM<sup>16</sup>. Tal como a presunção relativa, admite-se afastamento diante de provas (inclusive indiciárias) em sentido contrário.

20. Importa destacar, também, que, como bem pontuado no TA pela SEP, nos termos do §3º<sup>17</sup> do art. 134 da LSA, com a aprovação, sem reserva, das contas dos administradores da Companhia, esses seriam exonerados de responsabilidade<sup>18</sup>. Ou seja, caso os controladores da Grandfood e da Brascorp decidissem pela não aprovação das contas dos administradores da Companhia (incluindo o Acusado), esses poderiam vir a responder civilmente por eventuais prejuízos causados ao patrimônio da Eucatex, nos termos do art. 159<sup>19</sup> da LSA.

21. De todo modo, neste caso, a tese acusatória não se limitou apenas à identificação do vínculo de parentesco de primeiro grau, tendo apontado relevantes elementos adicionais e

---

<sup>15</sup> V., p.ex., PA CVM nº 2000/0389, Dir. Rel. Luiz Antonio Campos, j. em 07.05.2002; PAS CVM nº 13/00, Dir. Rel. Marcelo Trindade, j. em 17.04.2002; PAS CVM nº 06/01, Dir. Rel. Wladimir Castelo Branco, j. em 09.04.2004; PAS CVM nº 25/04, Dir. Rel. Eli Loria, j. em 30.09.2008; PAS CVM nº 11/08, Dir. Rel.ª. Luciana Dias, j. em 21.08.2012; PAS CVM nº RJ2012/11002, Dir. Rel. Roberto Tadeu Fernandes, j. em 08.12.2016; e PAS CVM nº 19957.004309/201673, j. 03.12.2019, e PAS CVM nº 19957.001434/2018-93, j. em 22.06.2021, de minha relatoria.

<sup>16</sup> V., por ex., PA CVM nº RJ2014/3723, j. em 20.05.2014; e PAS CVM nº 19957.001434/2018-93, j. em 22.06.2021.

<sup>17</sup> Art. 134. (...) §3º A aprovação, sem reserva, das demonstrações financeiras e das contas, exonera de responsabilidade os administradores e fiscais, salvo erro, dolo, fraude ou simulação (artigo 286).

<sup>18</sup> Como bem explanado por Ana Luiza Mendonça em recente dissertação de mestrado: “Pela redação do referido art. 134, seus efeitos atingem a esfera jurídica dos administradores, conferindo-lhes um direito, qual seja, o de não terem a sua conduta questionada posteriormente com relação ao exercício social de referência, a menos que surjam evidências da existência de algum vício na deliberação assemblear, nos termos do art. 286 da Lei das S.A.. Em outras palavras, o efeito *ex lege* da deliberação assemblear que aprova as demonstrações financeiras e as contas é conferir eficácia preclusiva de pretensões indenizatórias da companhia contra os administradores com relação ao exercício social ao qual se referem.” (Ana Luiza Guimarães Mendonça, “*Necessidade de prévia anulação da deliberação de aprovação de contas dos administradores de sociedades anônimas para a propositura de ação de responsabilidade*”, Dissertação de Mestrado, Pontifícia Universidade Católica, Rio de Janeiro, Outubro 2023, p. 38).

<sup>19</sup> Art. 159. Compete à companhia, mediante prévia deliberação da assembleia-geral, a ação de responsabilidade civil contra o administrador, pelos prejuízos causados ao seu patrimônio.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

consistentes a demonstrar a proximidade entre eles, bem como a ausência de elementos em sentido contrário aptos a descaracterizar o vínculo.

22. Como demonstrado, Flavio Maluf também era usufrutuário da quase totalidade das cotas de seus filhos na FIF Holding, a revelar a existência de uma coordenação de interesses entre eles. Mais do que isso, a análise dos termos e condições do usufruto comprova, *per se*, que a vontade exteriorizada por Grandfood e Brascorp na AGO/E da Companhia foi determinada pelo Acusado.

23. No âmbito do direito societário<sup>20</sup>, o acionista, em regra, não pode transferir a terceiros o exercício de direitos inerentes à propriedade da ação. Uma das exceções a essa regra se dá na instituição de usufruto de ações, quando a própria lei admite que certas faculdades inerentes à propriedade da ação sejam atribuídas a um terceiro, o usufrutuário, por vínculo de direito real, restringindo o domínio do acionista<sup>21</sup>.

24. Consoante a disciplina legal do instituto<sup>22</sup>, ao usufrutuário é conferido o direito a posse, uso, administração e percepção dos frutos da coisa. Por sua vez, remanesce com o nu-proprietário das ações os demais direitos delas decorrentes. O usufruto não precisa abranger, necessariamente, todos os frutos da coisa, pois é admitido o usufruto parcial, embora, como decidido no julgamento do PAS CVM nº RJ2017/1158<sup>23</sup>, não possa recair exclusivamente sobre o direito de voto<sup>24</sup>.

25. A respeito do direito de voto das ações gravadas com usufruto, faço referência ao meu voto no precedente acima aludido, e destaco:

“8. (...) [É] expressamente facultado, nos termos do art. 114 da Lei nº 6.404/1976, que o direito de voto, havendo usufruto sobre as ações, seja atribuído, por acordo de vontade

<sup>20</sup> A disciplina jurídica estabelecida na LSA para o usufruto de ações aplica-se supletivamente ao usufruto instituído sobre as cotas da FIF Holding, consoante disposto na Cláusula 17 do Contrato Social vigente à época: “Cláusula 17. A Sociedade se regerá pelas normas da sociedade anônima, no caso de omissões deste contrato social e do Capítulo ‘Da Sociedade Limitada’ do Novo Código Civil (Lei nº 10.406, de 10.01.2002)”.

<sup>21</sup> Nessa linha, destaca-se na doutrina: “Os direitos que integram a ação não podem ser destacados do conjunto e atribuídos a diferentes titulares. A única hipótese em que a Lei das S.A. admite titulares distintos de direitos que são elementos da ação é a de constituição de usufruto. No entanto, a incidibilidade dos direitos que são elementos da ação não impede a cessão dos direitos de crédito ao dividendo declarado, à quota de rateio repartida, à preferência para subscrever valores mobiliários em determinada emissão, e ao valor de reembolso nascido do exercício do direito de retirada (...) O usufruto constitui um direito real limitado, mediante o qual o proprietário (nu-proprietário) da coisa atribui a alguém (o usufrutuário) a sua posse, uso, administração e percepção dos frutos. Assim, o conteúdo econômico do usufruto é constituído pelo poder temporário de fruir as utilidades e os frutos do bem, sem que exista a transferência de sua propriedade. O usufruto é tido como um direito restritivo, uma vez que o dono fica privado de usar e fruir, atividades que, em princípio, são típicas do exercício do domínio” (EIZIRIK, Nelson. Lei das S/ A Comentada. Volume I - Artigos 1º ao 120. São Paulo: Quartier Latin, 2011, pp. 194-195 e 645).

<sup>22</sup> Cf. Artigos 1.390 a 1.411 do Código Civil e artigos 40; 100, inciso I, alínea “F”; 114; 169, §2º; 171, §5º; e 205, caput, da Lei nº 6.404/1976.

<sup>23</sup> Dir. Rel. Henrique Machado, julgado em 23.06.2020.

<sup>24</sup> Esse aspecto, contudo, não será revisitado neste PAS, tendo em vista que o usufruto constituído em favor de Flavio Maluf também abrangia os direitos patrimoniais das cotas.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

entre as partes, ao nu-proprietário, ao usufrutuário ou mesmo a ambos.

9. Significa dizer que a convenção de voto terá, portanto, liberdade para regular a titularidade desse direito, estabelecendo, por exemplo, como ocorre no caso concreto, as matérias em relação às quais o nu-proprietário ou o usufrutuário terá direito de voto.

10. No silêncio das partes, porém, a lei atribui, a meu ver, o direito de voto conjuntamente ao nu-proprietário e ao usufrutuário, considerando o fato de que a cada um deles compete parte dos direitos conferidos pela ação. Não é por outra razão que, nessa situação, o exercício do direito de voto passa a depender de prévio acordo entre nu-proprietário e usufrutuário, por ocasião de cada deliberação, já que, do contrário, as partes não terão, individualmente (e independentemente da outra), legitimidade para exercer o direito de voto.

11. Nesse contexto, entendo que a análise quanto a impedimento de voto do acionista administrador na deliberação sobre as suas próprias contas deve levar em consideração a existência ou não de convenção de voto, no ato de constituição do usufruto.

12. Analisando a questão em tese, a meu ver, se, mediante convenção de voto em usufruto, o direito de voto em relação à aprovação de contas da administração for atribuído exclusivamente ao usufrutuário das ações e este não for administrador da companhia, ele não estará impedido de votar na assembleia geral de acionistas convocada para deliberar sobre as contas da administração de que participe o nu-proprietário. O usufrutuário formará sua própria convicção acerca da regularidade das contas da administração e terá liberdade para aprová-las ou rejeitá-las, não podendo o nu-proprietário coibir-lhe o exercício do direito de voto, consoante convenção.”

(grifos adotados)

26. A contrário senso, estará o usufrutuário impedido de votar quando for administrador da companhia emissora das ações dadas em usufruto e a convenção de usufruto atribuir-lhe o direito de voto em relação à aprovação de contas da administração, uma vez que, em tal situação, o nu-proprietário, embora ainda acionista, não teria mais o direito de intervir nas deliberações sociais em relação à matéria em que o direito de voto foi transferido exclusivamente ao usufrutuário.

27. Ao refutar a tese acusatória, o Acusado alegou, em sua defesa, que “*o usufruto não atribui ao Defendente o direito de gestão da empresa, sequer permitindo o voto em matérias relativas à representação da FIF Holding*”<sup>25</sup>, e que o poder de direcionar os negócios da FIF Holding e suas controladas era de seus filhos, controladores e nu-proprietários das cotas de tal sociedade.

28. A assertiva, contudo, é improcedente. As provas dos autos demonstram que a exclusão do direito de voto do usufrutuário para as deliberações relativas à representação da FIF Holding somente se deu a partir da 5ª Alteração do Contrato Social da FIF Holding, celebrada em 30.12.2020<sup>26</sup>, portanto, posteriormente à realização da AGO/E de 31.07.2020.

<sup>25</sup> Doc. 1306844, fl. 39.

<sup>26</sup> Cf. “Rerratificação da 5ª Alteração do Contrato Social de FIF Holding Participações. Ltda.” (Doc. 1306849).



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

29. Como se verifica da leitura da convenção de usufruto prevista na 4ª Alteração do Contrato Social da FIF Holding, vigente à época dos fatos, o usufrutuário era o titular exclusivo do direito de voto sobre as cotas gravadas com usufruto em seu favor, de forma abrangente e sem restrições<sup>27</sup>.

30. A propósito, entendo que o caráter exclusivo da transferência do direito de voto pode ser claramente extraído da convenção de usufruto, dadas a abrangência da disposição contratual e a ausência de qualquer previsão quanto ao exercício do direito de voto por parte dos nu-proprietários. De todo modo, mesmo que se admitisse a manifestação de vontade conjunta, fato é que a formação da vontade para o exercício do direito de voto também estaria sujeita, necessariamente, à intervenção do administrador, remanescendo, a meu ver, o impedimento de voto, ainda que fosse manifestado em assembleia pelos nu-proprietários, o que, vale frisar, sequer restou demonstrado.

31. Registre-se, ademais, que, além de usufrutuário das cotas representativas do controle da FIF Holding, Flavio Maluf era também diretor-presidente da referida sociedade. O Acusado tenta minimizar esse forte indício de influência preponderante alegando que, tanto na Grandfood quanto na Brascorp, sua atuação se restringia a “*assuntos de natureza industrial e de engenharia*”, que apenas “*formalmente*” figurava como diretor-presidente de tais sociedades, mas, em realidade, exercia função que “*se assemelha a um membro do conselho de administração*”.

32. O argumento não convence. Como integrante máximo da cúpula de gestão, competia-lhe, dentre outras atribuições, o voto de desempate nas deliberações nas reuniões de diretoria e a representação individual da sociedade em todos os atos relativos à administração social<sup>28</sup>.

33. Ressalte-se, inclusive, que, ao contrário do alegado pela defesa, o contrato social então vigente era expresso ao estabelecer que “*a FIF HOLDING PARTICIPAÇÕES LTDA. será representada pelo Diretor-Presidente FLAVIO MALUF nas deliberações e atos societários das sociedades em que ela seja sócia ou acionista*”<sup>29</sup>. Desse modo, resta claro que o Acusado detinha o poder de orientar o voto a ser proferido pelas acionistas Grandfood e Brascorp, controladas da FIF Holding, na AGO/E da Eucatex, da qual, cabe repisar, era CEO e vice-presidente do CA.

34. Nesse contexto, também não socorre o Acusado o argumento, trazido em sua manifestação complementar, de que, “*embora a formalização da ausência do direito de voto por*

---

<sup>27</sup> “*FLAVIO MALUF e [J.L.C.T.] são usufrutuários vitalícios das quotas detidas por [F.M.], [F.T.M.] e [I.T.M.], na proporção de 13.423.899 (treze milhões, quatrocentas e vinte e três mil e oitocentas e noventa e nove) quotas e 133.917 (cento e trinta e três mil e novecentas e dezessete) quotas detidas por cada um deles, respectivamente, sendo que FLAVIO MALUF e [J.L.C.T.], detêm o direito de votar nas deliberações sociais e participar dos lucros conforme a proporção acima estipulada. O usufruto se estenderá às quotas distribuídas em virtude de aumento de capital social por capitalização de lucros ou reservas no capital social.*” (grifado).

<sup>28</sup> Conforme Cláusula 6ª do Contrato Social da holding (Doc. 1731212, fl. 2).

<sup>29</sup> Nos termos da Cláusula 6ª, parágrafo quarto, do Contrato Social (Doc. 1731212, fl. 3).





## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

*parte do Sr. Flavio Maluf na condição de usufrutuário tenha se dado na 5ª Alteração ao Contrato Social da FIF Holding, (...) esta era prática há muito consolidada na vida social de FIF Holding*<sup>30</sup>. Ao contrário, além de vir desacompanhada de respaldo probatório, apenas demonstra que as decisões teriam extrapolado o disposto no contrato social.

35. Portanto, a meu ver, Flavio Maluf deve ser responsabilizado por ter infringido o disposto no art. 115, § 1º, da LSA, ao votar, indiretamente, pela aprovação das suas contas como administrador da Eucatex referentes ao exercício social de 2019.

### III. CONCLUSÃO

36. Por todo o exposto, concluo que o Acusado deve ser responsabilizado por ter, indiretamente, votado e aprovado, na AGO/E de 31.07.2020, as suas próprias contas como administrador da Eucatex, referentes ao exercício de 2019, em infração ao art. 115, § 1º, da LSA.

37. Para fins de dosimetria, observo que a infração foi praticada após a edição da Lei nº 13.506, de 13.11.2017, e é prevista como grave, nos termos do art. 1º, I, do Anexo B à RCVM nº 45/2021<sup>31</sup>. Cabe considerar também a gravidade em concreto à luz das circunstâncias trazidas aos autos. Ademais, a infração está inserida no Grupo IV<sup>32</sup> da Tabela constante do Anexo A da referida Resolução, que baliza o valor máximo da pena-base pecuniária.

38. Assim, em linha com precedentes deste Colegiado<sup>33</sup> e considerando as características do caso concreto e o porte da Companhia envolvida, proponho a fixação da pena-base no valor de R\$ 400.000,00 (quatrocentos mil reais), para a infração ao art. 115, §1º da LSA.

39. Entendo, ainda, que, com base nos elementos colacionados aos autos, não há atenuantes<sup>34</sup> nem agravantes a serem aplicadas.

40. Pelo exposto, com fundamento no art. 11, II, da Lei nº 6.385/1976, à luz dos princípios da razoabilidade e da proporcionalidade, voto pela condenação de **Flavio Maluf**, na qualidade de

<sup>30</sup> Doc. 1762323, fl. 4.

<sup>31</sup> “Art. 1º Consideram-se infração grave, ensejando a aplicação das penalidades previstas nos incisos III a VIII do art. 11 da Lei nº 6.385, de 1976, as seguintes hipóteses: I – descumprimento dos arts. 115; 116; 117; 153; 154, caput e §§ 1º e 2º; 155, caput e §§ 1º, 2º e 4º; 156, caput e § 1º; 165, caput e §§ 1º e 2º; art. 170, §§ 1º e 7º, 201; 202, caput e §§ 5º e 6º; 205, caput e § 3º; 245; 254-A, caput; e art. 273 da Lei nº 6.404, de 1976; (...).” Destaque-se que esse tratamento já tinha sido trazido pela ICVM nº 607/2019, vigente à época dos fatos objeto deste PAS.

<sup>32</sup> Item V – “relacionadas ao exercício do direito de voto do acionista em situação de conflito de interesses”.

<sup>33</sup> V., por ex., PAS CVM nº 19957.003922/2020-50, j. em 26.04.2022, e PAS CVM nº 19957.006509/2019-11, j. em 10.05.2022, ambos de minha relatoria.

<sup>34</sup> Inaplicável a atenuante por bons antecedentes, tendo em vista que Flavio Maluf já foi condenado à pena de multa pecuniária por infração ao item I c/c item II, “a”, da ICVM nº 8/1979, no âmbito do PAS CVM nº 02/2002, transitado em julgado em 15.06.2011, nos termos do Acórdão CRSFN nº 10653/11. Por outro lado, tendo em vista que o cumprimento da respectiva punição ocorreu há mais de cinco anos, tal condenação não será considerada em desfavor



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

diretor presidente e vice-presidente do conselho de administração da Eucatex, à pena de multa pecuniária no valor de **R\$ 400.000,00** (quatrocentos mil reais) por, indiretamente, ter votado e aprovado suas próprias contas em violação ao disposto no art. 115, §1º, da Lei nº 6.404/1976.

É como voto.

Rio de Janeiro, 30 de novembro de 2023.

Flávia Sant'Anna Perlingeiro

Diretora Relatora

---

do Acusado para fins de análise de reincidência, como previsto no art. 65, §3º, da RCVM nº 45/2021.