



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 CVM SEI Nº 19957.005563/2020-75

Reg. Col. nº 1979/20

Recorrentes: Alberto Menache
Alon Dayan
Nercio José Monteiro

Assunto: Recurso contra entendimento da SEP. Assembleia Geral Extraordinária da Linx S.A. Consulta sobre impedimento de voto, nos termos do art. 115, §1º, da Lei nº 6.404/1976.

Diretor: Henrique Machado

MANIFESTAÇÃO DE VOTO

Senhor Presidente,

1. Conforme descrito no Relatório nº 083/2020-CVM/SEP/GEA-4 (“Relatório 83”), trata-se de recurso apresentado pelos Srs. Nercio José Monteiro Fernandes, Alberto Menache e Alon Dayan (“acionistas fundadores” ou “recorrentes”) quanto ao entendimento da Superintendência de Relações com Empresas - SEP, manifestado por meio do Ofício nº 185/2020/CVM/SEP/GEA-4 (“Ofício 185”), no sentido de que os referidos acionistas encontram-se impedidos de votar na assembleia geral extraordinária da Linx S.A. (“Linx” ou “Companhia”) convocada para 17.11.2020, nas deliberações acerca (i) da aprovação do “Protocolo e Justificação de Incorporação das Ações de Emissão da Linx S.A. pela STNE Participações S.A.”, (ii) da aprovação da dispensa de ingresso da STNE Participações S.A. (“STNE”) no Novo Mercado e (iii) da aprovação da dispensa da realização da oferta pública de aquisição de ações de emissão da Companhia prevista no artigo 43 do Estatuto Social, na medida em que teria restado configurado benefício particular na operação, nos termos do art. 115, §1º, da Lei nº 6.404/76, em decorrência da celebração dos contratos de indenização por não concorrência e da proposta de contratação de Alberto Menache.

2. Destaque-se, desde logo, que a manifestação da SEP quanto à existência de impedimento ao exercício do direito de voto, consubstanciado no Ofício 185, não teve por fundamento apenas a atuação preventiva SEP; ao contrário, os acionistas fundadores



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

expressamente solicitaram¹ manifestação preventiva dessa área técnica quanto à existência de algum óbice ao exercício do voto na referida assembleia. Assim, de fato, não se trata aqui de verificar tão somente a existência ou não de benefício particular aos acionistas fundadores, mas também qualquer outro empecilho legal ao voto, inclusive a hipótese de conflito de interesses.

3. Antes de analisar a questão de mérito, filio-me à preocupação externada pelos recorrentes quanto à incontestável importância da previsibilidade e da segurança jurídica, destacadamente na utilização de conceitos abertos pelos quais agentes de mercado pautam sua atuação. São incontestáveis os benefícios da segurança jurídica para o desenvolvimento do mercado, tanto na perspectiva das companhias abertas quanto na dos respectivos investidores.

4. No caso vertente, contudo, entendo que os esparsos precedentes desta CVM sobre o conceito de benefício particular e conflito de interesses são marcados pelas circunstâncias específicas de cada caso concreto, muitas delas bastante diferentes do que se examina no presente feito, conforme demonstra o Relatório 83 e a petição recursal. Além disso, nas decisões em que se oportunizou debate mais abstrato quanto ao conceito de ambas as hipóteses, não houve consenso no âmbito do Colegiado. Não verifico, portanto, a existência de entendimento consolidado sobre a matéria no âmbito desta Autarquia.

5. Pelo mesmo motivo, também não compartilho o entendimento de que a manifestação da área técnica ou do Colegiado poderia representar aplicação retroativa de um novo entendimento. Aliás, a rigor, estamos analisando uma consulta prévia à realização da assembleia, de forma que, mesmo na hipótese de que houvesse alteração de entendimento consolidado, tal nova interpretação seria aplicada a fatos futuros.

6. No mérito, acompanho o entendimento da SEP quanto à caracterização do impedimento de voto, nos termos que passo a expor.

7. A doutrina e a jurisprudência desta CVM já lançaram importantes contribuições para a discussão quanto aos elementos para a identificação das hipóteses de benefício particular e do conflito de interesses. São diversos os argumentos de ilustres juristas a merecer ampla reflexão desta comissão, sem se descuidar, evidentemente, dos efeitos práticos de sua opção regulatória, à luz de seu mandato legal.

8. Os recorrentes alegam que as contraprestações referentes aos contratos de *non compete* e também ao contrato de consultoria não guardam nenhuma relação com a condição deles de acionistas da Companhia, não podendo, por isso, ser apto a caracterizar benefício particular. Aduzem doutrina e jurisprudência segundo as quais a vantagem recebida deveria estar relacionada à condição de acionista, sob pena de se

¹ Resposta ao Ofício nº 136/2020/CVM/SEP/GEA-4 (doc. SEI nº 1096383).



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

confundirem os conceitos de benefício particular e conflito de interesses constantes do art. 115, §1º, da Lei nº 6.404/1976.

9. Entendo, contudo, que a melhor interpretação jurídica sob o aspecto prudencial é aquela sufragada pela i. ex-Diretora Luciana Dias em seu voto vencido nos autos do Processo RJ2013/10913, Caso Oi:

48. Assim, a concessão de qualquer benefício particular a um acionista e não a outros detentores do mesmo tipo de ação já seria impossível. Em outras palavras, a regra do art. 109, § 1º, da Lei nº 6.404, de 1976, levaria à nulidade qualquer deliberação assemblear que pretendesse conferir direitos especiais a certos acionistas, na condição de acionista, independentemente da discussão sobre o impedimento de voto trazida pelo art. 115, § 1º, da Lei nº 6.404, de 1976.

49. Dessa forma, a única interpretação que poderia dar sentido à letra da lei seria a de que o benefício particular lá referido é mais amplo e envolve qualquer situação em que um acionista se beneficie, de maneira particular, de uma deliberação tomada em assembleia. Por esse motivo, a CVM firmou entendimento de que o benefício particular de que trata a Lei nº 6.404, de 1976, abrange qualquer benefício a ser concedido por conta da deliberação assemblear, independentemente de estar ou não relacionado à condição de acionista.

(...)

60. Assim, na minha visão, não caberia entender a hipótese de benefício particular prevista no art. 115, § 1º, da Lei nº 6.404/76 como restrita a benefícios recebidos na condição de acionistas, seja por que não há nada na letra da lei que restrinja essa interpretação, seja porque o próprio art. 109 prevê que as ações de cada classe conferirão iguais direitos aos seus titulares, de modo que interpretar de forma diversa permitia o voto nas situações que a lei, por princípio, quis impedir.

10. Conforme destacado também no Relatório 83, a redação do art. 115, §1º, não limita o conceito de benefício particular à vantagem recebida na condição de acionista. O debate, portanto, residiria no comando que se poderia extrair de uma interpretação lógico-sistemática.

11. Entendo, nesse sentido, que o princípio da igualdade de tratamento entre todos os acionistas restou tutelado pelo art. 109, §1º, da LSA, e, assim, a adequada interpretação da hipótese de benefício particular do art. 115, §1º, é aquela que pressupõe o tratamento igualitário entre os acionistas e determina a abstenção de voto independentemente de a vantagem a ser auferida estar ligada à condição de acionista, desde que ela não seja extensível aos demais sócios.

12. Não verifico, ademais, a utilidade que se extrai da interpretação que restringe essa hipótese de abstenção de voto a uma estratégia jurídica de legitimação do art. 109, §1º. Eventual confusão entre os conceitos de benefício particular e conflito de



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

interesse no bojo do art. 115, §1º, atende ao anseio do legislador, e do regulador, de que as deliberações sociais sejam orientadas exclusivamente pelo interesse social e que controladores ou administradores busquem o alinhamento de interesses² com os acionistas minoritários.

13. Em voto marcante, proferido nos autos do Processo Administrativo ° RJ 2009-13179, caso Tractebel, a i. ex-Presidente Maria Helena Santana reconhece a proximidade dos conceitos para acolhê-los:

Nesse ponto, parece-me mais acertada a segunda posição, pelas mesmas razões que foram manifestadas pelo Ex-Presidente Marcelo Trindade em seu voto no julgamento do Inquérito Administrativo RJ2001/4977. Com efeito, sob pena de se adotar uma interpretação vazia de utilidade prática e em descompasso com a atual realidade das companhias abertas, entendo que o acionista está impedido de votar toda vez que da deliberação possa resultar a seu favor um benefício particular, ou seja, que não seja extensível aos demais acionistas. Daí decorre, como conseqüência inevitável, que o acionista controlador está (previamente) impedido de votar na deliberação de assembleia destinada a aprovar a celebração de contrato bilateral em que figura como contraparte, pois a contraprestação a ser recebida por força do contrato constitui um benefício particular, que, não há dúvida, não é

² Exemplar a lição do i. ex-Diretor Alexssandro Broedel ao analisar os aspectos econômicos do conflito material no voto proferido nos autos do Processo Administrativo nº RJ 2009-13179, Caso Tractebel. Na oportunidade, ele analisava o conflito de interesses entre controlador e minoritários, mas poder-se-ia também adaptar seu conteúdo ao caso dos administradores em um Companhia de controle disperso. *In verbis*:

“41. O conjunto de contratos que caracteriza a companhia moderna se materializa em situações de assimetria informacional. Isto é, as partes possuem conjuntos informacionais diversos acerca da realidade econômica das companhias. Situações de assimetria de informação podem gerar dois problemas clássicos já bem explorados pela literatura econômica: seleção adversa e risco moral. Se mecanismos não forem criados para alinhar interesses e mitigar a assimetria, surgirão problemas de seleção adversa anteriores à formação dos contratos (ex ante) ou de risco moral posteriores ao vínculo contratual (ex post).

42. O caso que será aqui analisado ilustra bem a situação de conflito de interesses (pelo menos potencial) surgido em uma situação na qual as partes possuem conjuntos informacionais diferentes. Claramente, acionistas controladores e minoritários estão imersos em uma situação de assimetria principalmente em relação à empresa com a qual a companhia está contratando. Obviamente o controlador possui informações mais precisas e mais amplas acerca da transação que está sendo realizada do que o acionista minoritário.

(...)

45. Ou seja, independentemente do comportamento do controlador ex post, existe o risco ex ante de que ele não se comporte segundo os interesses dos minoritários. Sendo assim, cabe perguntar: qual o efeito desse risco no comportamento do minoritário se nenhuma medida for tomada para alinhar interesses?

46. No extremo, o minoritário deixará de contratar com a companhia. Ou seja, o mercado, pelos títulos da companhia, não será interessante ao minoritário, que se absterá de negociar, uma vez que sua riqueza poderá ser transferida para outra empresa do controlador. Em casos mais prováveis, do ponto de vista prático, nos quais algum nível de quebra de assimetria ocorra (devido à reputação do controlador ou seu histórico de comportamentos passados, por exemplo), os minoritários levarão ao preço dos títulos esse risco de expropriação. Ou seja, eles estarão dispostos a pagar um preço inferior ao que pagariam caso os interesses estivessem alinhados.”



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

compartilhado com os demais acionistas. Mas, ainda que se entenda que a contraprestação resultante de contrato bilateral não traduz, nos termos da lei, um ‘benefício particular’ em favor do acionista – o que só admito porque me parece importante apreciar outros aspectos interessantes da consulta – entendo que, na hipótese discutida, o acionista controlador estaria de todo modo impedido de votar. A razão para tanto refere-se, agora, ao segundo aspecto debatido quanto à interpretação do disposto no § 1º do art. 115: o impedimento de voto em caso de conflito de interesses

14. Noutro ponto, verifico a pertinência do debate quanto ao requisito de que o benefício particular, apto a gerar impedimento de voto, deve estar diretamente relacionado à deliberação tomada. Os recorrentes alegam que a assembleia deliberará uma proposta de incorporação da totalidade das emissões da Linx, não havendo nenhuma matéria que possa lhes conferir um benefício particular. Destacam que os contratos de *non compete* e de consultoria não serão deliberados pela assembleia e que a Linx não é parte, nem mesmo figura como interveniente-anuente.

15. Nesse quesito, verifico haver consenso quanto à necessidade do exercício de certa moderação ou prudência na qualificação da vantagem particular (e até do conflito de interesses) apta a gerar o impedimento de voto. Um exercício especulativo ilimitado facilmente identificaria hipóteses absurdas de abstenção de voto, caso não se perquirisse a relevância e o grau de correlação entre a deliberação e o benefício auferido pelo acionista, levando à banalização e até à inviabilização do instituto.

16. O tema parece-me estar consolidado ao menos desde a lição constante do voto do i. ex-Presidente Marcelo Trindade no Processo Administrativo nº 2009/6785, Caso Telemar:

29. As razões que motivam o voto do acionista são múltiplas, e se relacionam aos mais diversos fatores. A vantagem indireta que um acionista obtenha de uma certa deliberação não deve impedi-lo de votar, apenas os benefícios diretos — como os das duas primeiras hipóteses do § 1º do art. 115 da Lei das S.A., e os do Parecer de Orientação 34.

30. Exemplifique-se com o acionista que, endividado, vota a favor da distribuição de dividendos, contando com os recursos para saldar sua dívida. Ou do acionista que vota no mesmo sentido sabendo que deve o preço de subscrição de outras ações emitidas pela mesma companhia, e precisa dos recursos para quitá-lo. Em ambos os casos, será preciso determinar que o voto foi proferido contra o interesse da companhia — isto é, que não era conveniente para a empresa distribuir dividendos —, sem o que o voto é válido.

31. É certo que o interesse econômico indireto de um acionista que seja titular de ações de mais de uma espécie e classe poderá determinar seu voto em favor da deliberação que beneficiar mais intensamente a classe ou espécie em que tenha maior participação. Essa possibilidade ocorre rotineiramente, mas só encontra limite nas



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

normas relativas ao voto abusivo estabelecidas pelo próprio art. 115 da Lei das S.A. Essa hipótese, no entanto, difere completamente, do ponto de vista conceitual e estrutural, dos casos de benefício particular em que se admite o impedimento do voto da pessoa do acionista.

17. Verifico, contudo, que a jurisprudência desta comissão ainda não se encontra igualmente consolidada quanto às características que permitem qualificar determinada vantagem como direta ou indireta, ainda que alguns precedentes tenham analisado esse ponto de forma casuística. Aliás, não me parece possível, em certa medida, deixar de analisar cada caso concreto a fim de verificar sua subsunção ao impeditivo legal.

18. No presente caso, apesar de os mencionados contratos não serem deliberados pela assembleia, resoa o fato de que eles foram negociados em conjunto e integram as condições e as características da proposta de incorporação submetida aos acionistas. Os documentos acostados aos autos e os próprios recorrentes afirmam que “conforme nos foi exposto pela STNE, [os contratos] representavam condição *sine qua non* da proposta apresentada pela STNE”³. Diga-se mais, no contexto de um negócio jurídico complexo, como a presente incorporação, o benefício econômico a ser auferido pelos recorrentes decorre diretamente da estrutura jurídica e econômica da proposta.

19. No campo da governança, tem-se aqui a típica situação de *seleção adversa anterior a formação do contrato (ex ante)*⁴ que deve ensejar a adoção de mecanismos preventivos ao risco de expropriação e incentivadores do alinhamento de interesses entre administração e acionistas minoritários, como o impedimento de voto. Aliás, independentemente da análise de mérito desses contratos, o quadro de dispersão acionária da Companhia aumenta o risco de conflito de agência entre administração e acionistas, revelando-se ainda mais pertinente que administradores-acionistas se abstenham de deliberar em assembleia a proposta de incorporação que confirma diretamente benefícios econômicos que foram por eles negociados com a incorporadora.

20. Ademais, nesse contexto, não se pode desconsiderar o fato de que os contratos integraram o custo total da operação e tem o condão de impactar o preço oferecido aos demais acionistas no âmbito da reestruturação, visto que os valores daqueles não eram desprezíveis face ao valor global da proposta. Não me parece possível, portanto, considerando o rito sumário com que tramitou a presente consulta, afirmar com convicção que os contratos não restaram celebrados às custas dos demais acionistas em alguma medida.

21. Por fim, ainda que se pudesse afastar a hipótese de benefício particular, restaria caracterizado o potencial conflito entre os interesses da Companhia e os interesses dos recorrentes resultantes dos contratos de *non compete* e de consultoria,

³ Anexo I da resposta ao Ofício nº 136/2020/CVM/SEP/GEA-4.

⁴ Ver item 2.



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

cuja imperatividade da expressão “não poderá votar” do art. 115, §1º, impede a participação dos recorrentes. Verifica-se evidente hipótese de conflito formal de interesse face ao potencial interesse conflitante com a Companhia, consoante entendimento reiterado desta Autarquia desde o Caso Tractebel.

22. Sem a pretensão de renovar uma discussão doutrinária ou jurisprudencial amplamente conhecida, permito-me apenas citar o voto então vencido da i. ex-Diretora Norma Parente nos autos do Processo Administrativo TARJ2012/1153:

o abuso do direito (*rectius* poder) de voto somente pode ser verificado posteriormente, em um controle substancial, visto que este ocorre quando o agente, atuando dentro das prerrogativas que o ordenamento jurídico lhe concede, deixa de considerar a finalidade social para a qual o direito subjetivo foi concedido (posto que os direitos são conferidos para serem usados de uma forma que se afeiçoe ao interesse coletivo), ou, o que vem a dar no mesmo, quando o agente exerce sem qualquer interesse legítimo;

o conflito de interesses é meramente formal, constatado *a priori*, considerando o comando impeditivo generalizado contido no parágrafo único do artigo 115 e o sistema preconizado na lei societária.

23. Diante do acima exposto, entendo pelo indeferimento do pedido de recurso quanto ao entendimento manifestado por meio do Ofício 185, no sentido de que os recorrentes encontram-se impedidos de votar na assembleia geral extraordinária da Linx convocada para 17.11.2020, nas deliberações acerca (i) da aprovação do “Protocolo e Justificação de Incorporação das Ações de Emissão da Linx S.A. pela STNE Participações S.A.”, (ii) da aprovação da dispensa de ingresso da STNE Participações S.A. no Novo Mercado e (iii) da aprovação da dispensa da realização da oferta pública de aquisição de ações de emissão da Companhia prevista no artigo 43 do Estatuto Social.

É o voto.

Rio de Janeiro, 13 de novembro de 2020.

HENRIQUE BALDUINO MACHADO MOREIRA
DIRETOR