

## RADAR STOCHE FORBES - SOCIETÁRIO

### Decisões Relevantes Proferidas pelo Colegiado da CVM

#### Conselheiros condenados por fixação irregular de suas próprias remunerações

O Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) condenou os membros do conselho de administração de companhia por terem deliberado e recebido remunerações exacerbadas sem observarem processo decisório apto a fundamentar tais decisões à luz dos critérios legais e do interesse social.

No caso, os conselheiros, que também eram acionistas controladores da companhia, foram acusados pela Superintendência de Relações com Empresas (“SEP”) de descumprirem o art. 152 da Lei nº 6.404, de 1976 (“Lei das S.A.”), que aponta critérios para fixação da remuneração dos administradores, e o art. 116, parágrafo único, da mesma lei, por suposto exercício abusivo do poder de controle nesse processo.

Considerando que a assembleia apenas fixou o limite global da remuneração, tendo ficado a cargo dos conselheiros a definição da remuneração individual, o Colegiado afastou a acusação de infração ao art. 116. Com relação à atuação na qualidade de conselheiros, contudo, os Diretores realçaram os diversos motivos que justificariam a condenação dos acusados, reforçando parâmetros e procedimentos a serem observados na fixação da remuneração dos administradores.

O Colegiado destacou, de início, que o fato de as remunerações percebidas pelos conselheiros serem

substancialmente superiores aos padrões de mercado, por si só, não permite concluir pela irregularidade da remuneração. Lembrou, porém, que cabe aos conselheiros definirem a remuneração por meio de um processo decisório consistente e apto a fundamentar a decisão à luz dos parâmetros do art. 152 da Lei das S.A. e do interesse social. Os Diretores realçaram, ainda, que os conselheiros devem adotar cuidados especiais nesse processo quando se trata da determinação da própria remuneração e nos casos em que o administrador também é controlador da companhia.

No caso, os conselheiros não foram capazes de: (i) justificar os motivos da remuneração superior aos padrões de mercado, e (ii) fundamentar os critérios que embasariam a remuneração variável que compunha os montantes recebidos. O Colegiado destacou, inclusive, que os acusados sequer apresentaram documentos ou atas de reuniões em que o assunto teria sido discutido, o que, pela ausência de registros, reforçaria a irregularidade e a insubsistência do processo.

Pelo exposto, o Colegiado condenou cada conselheiro a penas individuais de multa no valor de R\$ 500 mil por exercício em que houve a fixação irregular, totalizando o montante de R\$ 1,5 milhão por acusado, por violação dos parâmetros de remuneração previstos no art. 152 da Lei das S.A..

#### Supostas irregularidades na fixação das remunerações de conselheiros e diretores

O Colegiado também analisou processo com acusações similares, envolvendo a responsabilização dos conselheiros e diretores de companhia pela fixação e recebimento irregular de suas próprias remunerações.

Em relação à acusação contra os conselheiros,

concluiu-se que, ao deliberarem e receberem remunerações substancialmente superiores aos padrões de mercado, sem que tenha sido observado processo decisório minimamente consistente e capaz de justificar as decisões, os conselheiros teriam descumprido o art. 152 da Lei das S.A. e atuado em desvio de poder. Nesse sentido, os

acusados foram condenados à multa no valor de R\$ 500 mil por exercício em que houve a fixação irregular, totalizando o montante de R\$ 2,5 milhões por conselheiro.

Os diretores, por sua vez, foram acusados de infração ao art. 152 da Lei das S.A. ao receberem valores superiores aos limites de remuneração aprovados pela assembleia. Ao analisar tais acusações, o Colegiado considerou que a assembleia da companhia se limitou a aprovar a fixação do limite global da remuneração dos administradores – que, no caso, não foi extrapolado.

Assim, o Colegiado pontuou que as informações detalhadas sobre a proposta de remuneração (na

### Condenação de diretores por obstrução dos trabalhos do conselho fiscal e por omissão na divulgação de fato relevante

Em recente decisão, o Colegiado da CVM condenou: (i) o diretor presidente de companhia aberta por obstruir os trabalhos do conselho fiscal; e (ii) o diretor de relações com investidores (“DRI”) pela não divulgação de fato relevante relacionado a depósito judicial decorrente de penhora em montante correspondente à quase a totalidade dos ativos da companhia.

O diretor presidente foi acusado por ter impedido a atuação dos conselheiros fiscais sob o argumento de que a instalação do conselho fiscal não teria sido válida. Na ocasião de sua instalação, o conselho fiscal teve a eleição de três membros efetivos, mas não houve a eleição dos respectivos suplentes, como determina o art. 161, § 1º, da Lei das S.A..

O Colegiado entendeu que ausência de eleição dos membros suplentes do Conselho Fiscal importa violação do dispositivo legal. Mas se trata de vício sanável, visto que, em essência, a exigência de membros suplentes visa a evitar que o órgão fique desfalcado, afetando direito fundamental do acionista. Por esse motivo, impedir a atuação dos

### Responsabilização de administradores e investidores de mercado por insider trading

O Colegiado da CVM condenou investidor pela prática de *insider trading*, ao identificar a realização de operações com ações de emissão de companhia, no mercado a termo, com a utilização de informações privilegiadas.

No caso, a companhia havia divulgado fato relevante comunicando a celebração de um memorando de entendimentos disciplinando os termos de sua incorporação por outra grande companhia de seu setor de atuação. No prego seguinte à divulgação, percebeu-se um forte aumento no volume de negociação e uma valorização de 38% na cotação dos papéis da companhia a ser incorporada.

Cerca de três meses depois, a companhia divulgou

forma da Seção 13 do Formulário de Referência – “FRE”) têm, em regra, caráter informativo e propósito de subsidiar a decisão da assembleia. Nessa linha, como a assembleia se ateve a aprovar o limite global da remuneração, mantendo aos administradores a competência para definir a remuneração individual, o fato de a remuneração percebida pelos diretores não ter observado critérios e limites da remuneração variável previstos naqueles documentos não violaria a decisão assemblear.

O Colegiado, assim, absolveu os diretores. Mas indicou à área técnica que ela deveria ter aprofundado a apuração sobre prestação de informações equivocadas no FRE.

membros efetivos eleitos sobre o argumento de que a falta de membros suplentes inviabiliza o funcionamento do órgão configurou atuação do diretor presidente em desacordo com o melhor interesse da companhia. Por isso, o Colegiado condenou-o à penalidade de multa no valor de R\$ 500 mil.

Com relação à acusação formulada em face do DRI, o Colegiado destacou que o bloqueio judicial de valor equivalente a praticamente a totalidade do caixa da companhia é um fato que inegavelmente deveria ser levado ao conhecimento dos investidores. Nessa linha, os diretores afastaram os argumentos de defesa do DRI de que a companhia não teria divulgado fato relevante a respeito porque: (i) o controlador posteriormente realizou os aportes necessários a custear tal decisão; e (ii) a decisão judicial seria incorreta e passível de recurso.

Pelo exposto, o Colegiado condenou o DRI à penalidade de multa de R\$ 400 mil.

novo fato relevante informando o desfazimento da operação anunciada, o que provocou uma desvalorização de 79% das ações da companhia.

Nesse contexto, as áreas técnicas da CVM iniciaram investigação para apurar eventuais operações irregulares antes da divulgação de tais fatos relevantes, tendo identificado comportamentos típicos de *insiders* em determinadas negociações (com a aquisição de ações previamente ao fato relevante que ensejou a sua valorização, e o posterior desfazimento das ações, antes da queda que sucedeu a divulgação do desfazimento da incorporação).

Com base no conjunto de indícios reunidos, a Superintendência de Processos Sancionadores (“SPS”) formulou acusação contra administradores da companhia (*insiders* primários) e investidores de mercado (*insiders* secundários) que teriam realizado as negociações com conhecimento de informações sobre a incorporação ainda não divulgadas ao mercado.

Em sua análise, o Colegiado reiterou que, na apuração dos ilícitos de *insider trading*, as provas têm geralmente natureza indiciária. Assim, eventual condenação depende de múltiplos indícios, fortes e convergentes.

Também se destacou que, em relação aos *insiders* primários (notadamente, administradores, acionistas controladores e empregados), a Instrução CVM nº 358, de 2002, estabelece presunções de natureza relativa no sentido de que, por suas posições na companhia, eles teriam acesso a informações relevantes ainda não divulgadas ao mercado. Assim, a depender das circunstâncias, ao negociarem valores mobiliários da companhia, seria presumível o intuito de obter vantagem indevida, exceto se o acusado desconstituir tais presunções apresentando evidências consistentes e convergentes em sentido inverso.

Quanto aos administradores acusados como *insiders* primários, o Colegiado reconheceu os contraíndícios apresentados por suas defesas, como, por exemplo, (i) o exercício de cargo de natureza estritamente técnica e operacional, que não conferia acesso a informações de cunho societário; (ii) a manutenção de ações da companhia mesmo após a divulgação do fato relevante que informou o desfazimento da

### Responsabilização de diretores de companhia pela negociação com ações e derivativos nelas referenciados de posse de informação privilegiada

O Colegiado da CVM condenou diretores de companhia aberta pela prática de *insider trading* em negociações com ações e com derivativos nelas referenciados ao pagamento de multas que somaram mais de R\$ 46 milhões.

O processo envolveu negociações realizadas por administradores da companhia antes da divulgação de revisão de orçamento de empreendimentos que gerou um impacto de R\$ 222 milhões nas demonstrações financeiras de referida companhia.

No caso, os diretores, que receberam ações no âmbito de programa de opção de compra, alienaram-nas antes da divulgação da revisão de orçamento, cientes dos impactos negativos que a informação causaria na cotação dos papéis. Assim, buscaram evitar prejuízos decorrentes dessa desvalorização.

Em suas razões de defesa, os acusados negaram ter ciência da informação no momento da realização dos negócios e argumentaram que a alienação das ações,

operação; e (iii) a impossibilidade de comprovação da existência de informação privilegiada no momento em que a operação com ações da companhia foi realizada.

Em relação aos investidores de mercado, analisando os indícios coletados pela acusação e os elementos apresentados pelas defesas, o Colegiado condenou apenas um dos acusados, que teria operado por meio de conta aberta em corretora em nome de sua mãe.

Quanto a ele, o Colegiado destacou os seguintes indícios, que reforçariam a visão de que ele se valeu de informações privilegiadas: (i) o padrão de negociação totalmente diferente do habitual de sua mãe e do seu, especialmente quanto ao volume investido e a compra de ações a termo; (ii) o *timing* das aquisições, realizadas na semana anterior à divulgação do primeiro fato relevante; (iii) o uso da conta de sua mãe ao invés da sua; e (iv) a tentativa de esconder que atuava em nome da mãe, inclusive a orientando a faltar com a verdade durante as apurações. O acusado foi condenado a pena de multa na ordem R\$ 1,26 milhão, correspondente a 1,5x o benefício auferido com as operações irregulares.

Em relação aos demais *insiders* secundários, o Colegiado entendeu que a acusação não logrou êxito em comprovar que, de fato, teriam tido acesso a informações privilegiadas. Para chegar a essa conclusão, os Diretores consideraram o padrão de negociação e os fundamentos econômicos apresentados pelos acusados. Também opinaram que a mera existência de relações pessoais entre os acusados e um administrador da companhia não poderia fundamentar uma condenação.

adquiridas no âmbito do programa de opção de compra, teria ocorrido em função do vencimento do *lock-up* do programa. Nesse sentido, como a estrutura de remuneração da companhia seria fortemente baseada em modelos variáveis, as vendas teriam sido motivadas para realizar financeiramente parte substancial de sua remuneração.

Ao avaliar as evidências apuradas pelas áreas técnicas, o Colegiado concluiu que, ao contrário do sustentado pelas defesas, quando realizaram as negociações os acusados já tinham ciência das informações que impactariam as demonstrações financeiras. Além disso, salientou-se que as operações realizadas pelos administradores não estariam acobertadas pelos §§ 6º e 7º do art. 13 da ICVM 358/02.

Em essência, o Colegiado esclareceu que, embora referido § 6º autorize os administradores a adquirirem ações da companhia mantidas em tesouraria no âmbito de programa de opção de

compra de ações mesmo na pendência de divulgação de informações relevantes ao mercado, a norma não autoriza a posterior alienação das ações adquiridas desta forma enquanto vigora a vedação geral do *caput* do art. 13 da ICVM 358/02.

Além disso, destacou que a proteção do § 7º somente autoriza negociações amparadas em planos de investimentos durante a pendência de divulgação de fato relevante se referidos planos estipularem compromisso irrevogável e irretroatável de seus participantes em investir valores previamente estabelecidos em datas determinadas.

Nesse sentido, considerando que os diretores tinham ciência da informação, e que as negociações não se

### **Retenção irregular de lucros - Condenação de acionista controlador, conselheiros de administração e conselheiros fiscais**

O Colegiado da CVM condenou o acionista controlador, os conselheiros de administração e os conselheiros fiscais de companhia em processo que analisou irregularidades na retenção de lucros da companhia.

No caso, a companhia constituiu uma reserva de retenção de lucros para aumento de capital, para a qual se destinou parte dos lucros da companhia apurados em exercícios sucessivos. Ocorre que referida reserva não era prevista nem na Lei das S.A. nem no estatuto social da companhia, tampouco a retenção dos lucros era justificada nos orçamentos de capital submetidos à assembleia, como requer o art. 196 da Lei das S.A..

Nesse sentido, o Colegiado considerou as acusações formuladas pela SEP pertinentes, condenando: (i) os conselheiros de administração por proporem a

### **Pedido de interrupção do prazo de convocação de Assembleia Geral – Constituição de comitê especial independente para análise das condições de potencial reorganização societária**

Recentemente, o Colegiado da CVM indeferiu pedido de interrupção do prazo de convocação de assembleia geral extraordinária (“AGE”) convocada para deliberar a alteração do estatuto para prever a constituição de um comitê especial independente, que se destinaria a analisar as condições de uma potencial reorganização societária envolvendo a companhia e outras sociedades do seu grupo.

Em seu pedido, os requerentes questionaram os termos da reorganização, sustentando que o controlador indireto da companhia teria manipulado a cotação de ações de sua emissão e sua controladora direta teria exercido seu poder de controle de forma abusiva ao propor, naqueles termos, a reorganização societária do grupo. Além disso, os requerentes alegaram que a intenção da controladora seria constituir um comitê composto por não administradores para evitar que conselheiros independentes fossem eleitos para o órgão.

O Colegiado, no entanto, acompanhou o entendimento da SEP no sentido de que, em

enquadravam nas autorizações previstas nos §§ 6º e 7º do art. 13 da ICVM 358/02, o Colegiado condenou-lhes a multa pecuniária individual fixada em montantes equivalentes ao dobro dos prejuízos evitados com as operações irregulares.

O Colegiado apenas absolveu o diretor operacional da companhia, considerando que, além de não se ter evidenciado seu prévio conhecimento acerca da informação relevante pendente de divulgação no momento em que realizou as operações, o acusado também apresentou justificativa econômica razoável (destacando o seu objetivo de realizar *hedge*), descaracterizando, assim, o intuito de obter vantagem indevida.

destinação dos lucros para referida reserva, em infração ao art. 153 c/c o art. 196 da Lei das S.A.; (ii) os conselheiros fiscais por não terem se manifestado contrariamente à constituição e manutenção da reserva de retenção de lucros irregular, em infração ao art. 163, III e IV, da Lei das S.A.; e (iii) o acionista controlador, por ter aprovado a destinação irregular dos lucros nas assembleias, em infração ao art. 116, parágrafo único, da Lei das S.A.

Os conselheiros de administração foram condenados a penalidades que variaram entre advertência e multa de R\$ 100 mil (esta, no caso do conselheiro que também era controlador). Os conselheiros fiscais, por sua vez, receberam penalidade de multa individual no valor de R\$ 50 mil. O acionista controlador, por fim, recebeu penalidade de advertência.

conformidade com os limites do rito sumário aplicável aos pedidos de interrupção, a análise deveria se ater a eventuais ilegalidades na proposta submetida à AGE.

Nessa linha, o Colegiado concluiu que não seria possível afirmar que a proposta de alteração estatutária submetida à AGE, por si só, violaria diretamente dispositivos legais ou regulamentares, uma vez que a alteração do estatuto, a priori, não determinaria a efetiva composição do comitê ou comprometeria sua independência. No mesmo sentido, também foi assinalado que tais conclusões dependeriam de fatos subsequentes e que os procedimentos para constituição do comitê, bem como a conduta deste órgão ao longo da reorganização societária seriam analisados no âmbito de processo instaurado especificamente para esse fim.

Pelo exposto, o Colegiado indeferiu o pedido de interrupção formulado.

## Rejeição de Termo de Compromisso – Conselheiros fiscais – Parecer favorável à aprovação de demonstrações financeiras com procedimentos inadequados de *impairment*

O Colegiado da CVM rejeitou a celebração de Termo de Compromisso com conselheiros fiscais acusados pela SEP por terem opinado pela aprovação de demonstrações financeiras (“DFs”) em que a administração da companhia teria adotado procedimentos inadequados de *impairment* de ativos.

A SEP acusou os conselheiros fiscais por eles terem ignorado evidências objetivas de que as DFs não estariam reconhecendo perdas nos valores recuperáveis de refinarias e complexo petroquímico de titularidade da companhia. Dentre os indícios de irregularidades, a SEP apontou que os testes de *impairment* deixaram de considerar a condição pré-operacional dos ativos, postergações de prazo para a

sua entrada em operação, o aumento de custos e a ausência de atratividade econômica dos empreendimentos.

Os conselheiros fiscais apresentaram proposta conjunta de Termo de Compromisso dispondo-se a pagar à CVM a quantia individual de R\$ 60 mil.

O Colegiado, contudo, acompanhou o entendimento do Comitê de Termo de Compromisso, segundo o qual, diante da gravidade das condutas, seria inconveniente e inoportuna, em qualquer cenário, a celebração de Termo de Compromisso com os acusados.

## Outras Publicações da CVM

### Estudo sobre critérios para a participação de acionistas em assembleias

A Assessoria de Análise Econômica e Gestão de Riscos da CVM (“ASA”) publicou estudo que avaliou os critérios atualmente adotados pela regulamentação para a participação em assembleias e exercício de direitos por parte dos acionistas em temas importantes.

O art. 291 da Lei das S.A. autoriza a CVM a reduzir, mediante fixação de escala em função do valor do capital social, percentagens mínimas exigíveis para determinados eventos, como o pedido de adoção de voto múltiplo, o pedido de instalação do conselho fiscal e a promoção de ação de responsabilidade civil contra os administradores.

Nesse contexto, à luz dos critérios escalonados hoje adotados, o estudo conduzido pela ASA analisou as regras atuais, a experiência internacional e os dados de 468 assembleias de companhias selecionadas, realizadas desde 2016. O objetivo foi mapear o comportamento dos acionistas minoritários (inclusive à luz da adoção do boletim de voto a distância) e características das bases acionárias das companhias, a fim de avaliar possíveis impactos de eventuais mudanças nesses critérios.

As evidências colhidas e depuradas no estudo apontam que o art. 291 da Lei das S.A., ao vincular o escalonamento das regras ao tamanho do capital social, pode ter se baseado em uma premissa contestável à luz do cenário atual do mercado brasileiro. A análise dos dados levantados não demonstra forte relação entre a dispersão acionária e o tamanho das companhias.

Observando a limitação legal estipulada pelo art. 291, porém, a ASA sugere flexibilizar determinados critérios adotados pela regulamentação, notadamente quanto aos percentuais mínimos sugeridos para a adoção de voto múltiplo, requisição de instalação de conselho fiscal, e inclusão de propostas e candidatos nos boletins de voto a distância.

O estudo mostra-se relevante na medida em que poderá subsidiar eventuais alterações futuras nas normas da CVM a respeito.

A íntegra do estudo produzido pela ASA pode ser acessada [aqui](#).

## Publicações da Câmara de Arbitragem do Mercado (CAM) da B3

### 1ª edição do Ementário de decisões arbitrais da CAM

A Câmara de Arbitragem do Mercado (“CAM”) publicou a 1ª edição do ementário de sentenças arbitrais, que traz breves resumos das teses e fundamentos jurídicos de decisões relevantes adotadas pelo tribunal em litígios societários submetidos a sua apreciação.

De modo a preservar a confidencialidade dos litígios, as ementas suprimem os elementos que possibilitem a identificação dos procedimentos e das partes

envolvidas, com foco nas questões essenciais à compreensão das teses e decisões.

O ementário contém decisões relacionadas a importantes eventos do cotidiano das companhias e comumente objeto de questionamentos e conflitos, podendo ser uma relevante fonte de consulta para compreensão dos entendimentos adotados pela CAM.

Dentre os assuntos que podem ser encontrados nas decisões do ementário, destaca-se, por exemplo, a discussão sobre a incidência de dispositivos que ensejam a realização de OPA (*poison pills*), condições para o exercício de opção de venda (*put option*) por descumprimento de previsões contidas em acordo de acionistas, e questionamentos sobre

preço a ser ofertado no âmbito de OPAs para cancelamento de registro de companhia aberta e saída do Novo Mercado.

O ementário disponibilizado pela CAM pode ser acessado [aqui](#).

## Para mais informações sobre o conteúdo deste informativo, contatar:

ANDRÉ STOCHE

E-mail: [astocche@stoccheforbes.com.br](mailto:astocche@stoccheforbes.com.br)

ALESSANDRA ZEQUI

E-mail: [azequi@stoccheforbes.com.br](mailto:azequi@stoccheforbes.com.br)

RICARDO PERES FREOA

E-mail: [rfroa@stoccheforbes.com.br](mailto:rfroa@stoccheforbes.com.br)

FABIANO MILANI

E-mail: [fmilani@stoccheforbes.com.br](mailto:fmilani@stoccheforbes.com.br)

FERNANDA CARDOSO

E-mail: [fcardoso@stoccheforbes.com.br](mailto:fcardoso@stoccheforbes.com.br)

FLAVIO MEYER

E-mail: [fmeyer@stoccheforbes.com.br](mailto:fmeyer@stoccheforbes.com.br)

DIEGO PAIXÃO VIEIRA

E-mail: [dvieira@stoccheforbes.com.br](mailto:dvieira@stoccheforbes.com.br)

# Radar

## Stocche Forbes

O Radar Stocche Forbes – Societário e Companhias Abertas tem por objetivo informar nossos clientes e demais interessados sobre os principais temas que estão sendo discutidos atualmente nas esferas administrativa e judicial, bem como as recentes alterações legislativas em matéria societária.

Esse boletim tem caráter meramente informativo e não deve ser interpretado como um aconselhamento legal.

**STOCHE FORBES**

ADVOGADOS

### São Paulo

Av. Brigadeiro Faria Lima, 4100 • 10º andar  
04538-132 • São Paulo • SP • Brasil  
+55 11 3755-5400

### Rio de Janeiro

Av. Almirante Barroso, 52 • 23º andar  
20031-000 • Rio de Janeiro • RJ • Brasil  
+55 21 3609-7900

### Brasília

SCS Quadra 09 • Bloco C • 10º andar  
70308-200 • Brasília • DF  
+55 61 2196-7755

[stoccheforbes.com.br](http://stoccheforbes.com.br)