

RADAR STOCHE FORBES - SOCIETÁRIO

DECISÕES RELEVANTES PROFERIDAS PELO COLEGIADO DA CVM

Dever de diligência dos conselheiros: tomada de decisões com base em pareceres jurídicos

O Colegiado da CVM absolveu conselheiros de administração acusados de suposta infração ao dever de diligência por decidirem, com base em pareceres jurídicos, pela inexigibilidade de contrato de opção de subscrição de ações celebrado entre a companhia e seu acionista controlador (“Contrato de Opção”).

O Contrato de Opção em questão assegurava à companhia o direito de exigir de seu acionista controlador, desde que verificadas certas condições, a subscrição de ações ordinárias de sua emissão a um preço pré-determinado.

Quando a companhia exerceu referida opção, exigindo o desembolso imediato do montante de US\$100 milhões a ser integralizado em subsequente aumento de capital, o acionista controlador questionou o exercício da opção, instalando procedimento de solução amigável, que, se não levasse as partes a um acordo no prazo de 60 dias, poderia culminar na instauração de procedimento arbitral.

Nesse período, as partes firmaram “Acordo de Resolução”, concordando em discutir de boa-fé o exercício da opção até resolverem a controvérsia, com base nas conclusões de três juristas independentes, ou até que alguma delas decidisse encerrar a discussão amigável e dar continuidade à solução arbitral.

Meses depois, os três juristas apresentaram seus pareceres, todos concluindo pela inexigibilidade da opção por força da não ocorrência de condição suspensiva prevista no Contrato de Opção – a saber, a comprovação da necessidade de recursos para a execução de plano de negócios. Nesse contexto, com base nas opiniões, os conselheiros aprovaram o encerramento da disputa, declarando a opção inexigível e outorgando plena quitação ao controlador.

A Superintendência de Relações com Empresas (“SEP”), no entanto, entendeu que, independentemente dos pareceres, os conselheiros deveriam ter aprofundado a análise das condições do contrato. Segundo a SEP, havia conjunto de *red flags* justificador de análise mais detida da questão, como a destituição de toda a diretoria pouco após o exercício da opção. Assim, a área técnica concluiu que os conselheiros teriam infringido seu dever de diligência, ao não exaurirem os esforços para satisfazer os direitos da companhia.

Em sua análise, o Colegiado destacou que a acusação deveria ser avaliada sob o prisma da *business judgment rule*, com exame do processo decisório e não do mérito da decisão que declarou a inexigibilidade da opção. Nesse sentido, reiterou que deveria ser apurado se a decisão dos administradores foi informada, refletida e desinteressada.

Além disso, o Colegiado reafirmou que os administradores podem confiar na opinião de especialistas contratados para assessorá-los, contanto que avaliem os seguintes aspectos: (i) a qualificação do assessor, e sua expertise na matéria avaliada; (ii) a divulgação de informações ao assessor; e (iii) a análise de sinais de alerta, visto que caberia ao administrador analisar criticamente o material que lhe é apresentado.

Realçando não haver indícios de interesse particular dos acusados, o Colegiado concluiu que a decisão havia sido tomada de forma razoavelmente informada, refletida e desinteressada, dentro do padrão de diligência esperado dos administradores. A esse respeito, ponderou que a análise dos juristas examinou a questão do ponto de vista contratual e amparada em informações aptas a dar suporte aos conselheiros, não tendo sido identificados sinais de alerta que conduzissem os administradores a realizar investigações adicionais.

Assim, o Colegiado da CVM decidiu, por unanimidade, absolver os conselheiros.

Responsabilidade de diretores por omissão na recuperação de créditos detidos contra parte relacionada

CVM condenou diretores ao pagamento de multas entre R\$100 mil e R\$200 mil, por omissão na cobrança de créditos detidos pela companhia contra seu acionista controlador.

O processo teve origem em reclamação de acionista, que apontou à CVM possíveis irregularidades em operação de mútuo entre a companhia e seu controlador. Ao analisar a questão, a SEP identificou que os acusados teriam violado seu dever de lealdade, omitindo-se na defesa dos interesses da companhia, uma vez que não adotaram medidas para cobrar crédito referente ao mútuo. Segundo a acusação, a inércia na recuperação do crédito seria explicada pelo fato de a mutuária ser parte relacionada à companhia.

Dentre outras questões, o Colegiado pontuou que os administradores de companhia credora até podem, de forma pontual e excepcional, deixar de adotar medidas para recuperação de crédito, considerando os custos e benefícios envolvidos e a efetiva possibilidade de recuperação do crédito. A decisão de não promover a recuperação do crédito, contudo, deve ser transparente, informada, refletida e no melhor interesse da companhia, especialmente em se tratando de operação com partes relacionadas.

O Colegiado entendeu que isso não ocorreu no caso concreto.

O Colegiado também afastou alegação da defesa de que a conduta dos acusados estaria protegida pela *business judgment rule*, pois, embora o conteúdo da decisão fosse negocial, no caso, os acusados não demonstraram que a decisão tenha sido desinteressada, considerando se tratar de operação com parte relacionada.

Por fim, o Colegiado concluiu que os acusados deveriam ser responsabilizados por infração ao dever de lealdade, ainda que o crédito fosse de titularidade de controlada, companhia fechada (da qual também eram administradores). Isso porque, ao se omitirem na proteção do crédito da controlada fechada, geraram repercussão danosa para a companhia aberta.

O Colegiado condenou os diretores da companhia responsáveis pelo mútuo, pela infração ao dever de lealdade, mas absolveu os demais diretores acusados, considerando suas atribuições estatutárias tanto no âmbito da controladora companhia aberta quanto no da controlada titular do crédito.

Absolvição de investidor acusado de manipulação de mercado e *insider trading*

Colegiado da CVM absolve investidor acusado de: (i) manipulação de preços; e (ii) utilização de informação privilegiada, no contexto de operações realizadas em bolsa com ações de emissão de companhia aberta.

O processo teve origem no trabalho de supervisão da BM&FBovespa Supervisão de Mercados (“BSM”), que, depois de identificar indícios de manipulação de preço das ações, comunicou o fato à Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários (“SMI”) para apuração da conduta do comitente.

Após análise dos fatos, a SMI verificou que o investidor, ao adquirir as ações de forma contumaz e a preços crescentes, teria atuado para exercer forte pressão de valorização das ações. A acusação também apurou que o investidor mantinha contato com o controlador da companhia e que certas aquisições foram realizadas pouco antes da divulgação de fato relevante. Por fim, apontou a gravação de conversa entre o investidor e sua corretora na qual se indicava a iminência da divulgação de informação relevante ao mercado.

Assim, a SMI propôs sua responsabilização tanto pela prática de manipulação de preços quanto por *insider trading*.

Com relação à suposta prática de manipulação, o Diretor Relator frisou que o fato de agente detentor de informações privilegiadas alterar os parâmetros do mercado ao negociar valores mobiliários em antecipação à divulgação da informação ao mercado não caracteriza, por si só, a prática de manipulação de preços. Seria indispensável comprovar o intuito de criar impressão falsa ou enganosa a respeito das condições de mercado, induzindo terceiros a negociar em um falso patamar.

A esse respeito, o Diretor Relator, acompanhado pela unanimidade do Colegiado, concluiu que o conjunto probatório apresentado pela acusação não permitia aferir a intenção de alterar a cotação da ação, tendo em vista os indicativos de propósitos econômicos legítimos para as aquisições.

Quanto à acusação de *insider trading*, o Relator reconheceu que era suspeita a fala do investidor em

gravação de conversa telefônica com sua corretora, na qual afirmava achar que a companhia em questão teria feito importante descoberta para seus negócios. Porém, o Relator ponderou que a acusação não conseguiu identificar a origem e a existência da suposta informação privilegiada à época.

Sobre a questão, o Diretor Relator lembrou que a jurisprudência da CVM admite que o uso de informação privilegiada pode restar demonstrado

independentemente da identificação da fonte. Raciocinou, contudo, que, a área técnica deve sempre buscar apurar a origem do vazamento.

Assim, considerando a ausência de indícios convergentes, múltiplos e consistentes acerca da existência, materialidade e posse de informação privilegiada, o Colegiado, por maioria, acompanhando o Relator, votou pela absolvição do acusado em relação à acusação de *insider trading*.

Colegiado da CVM absolve acionista acusado de participar indevidamente de processo de eleição em separado

Colegiado da CVM absolve acionista acusado pela SEP de participar ilegitimamente da eleição em separado para o conselho fiscal, destinada a acionistas minoritários.

A SEP considerou que, embora o acusado tivesse participação minoritária no capital social da companhia, ele mantinha relação contratual com o acionista controlador que alinharia os interesses das partes. Pelos termos do contrato, que, na visão da SEP, prejudicariam a sua independência perante o controlador, o acionista não poderia ser considerado minoritário para participar da eleição em separado prevista no art. 161, § 4º, alínea “a” da Lei n.º 6.404, de 1976 (“Lei das S.A.”).

Em sua análise, o Colegiado reconheceu que vínculos contratuais entre controladores e minoritários podem, de fato, promover alinhamento de interesses apto a comprometer a independência do minoritário. Ressaltou, contudo, que, para não prejudicar os direitos dos acionistas minoritários, vedando sua participação nas eleições em separado, são necessárias evidências contundentes de interferências do controlador sobre os órgãos de administração do acionista minoritário.

No caso, realçando a importância de se examinar o conjunto de instrumentos integrantes do arranjo contratuais entre as partes, o Colegiado ponderou que não seria possível presumir alinhamento político entre as partes. A esse respeito, o Colegiado discordou do entendimento da acusação de que o minoritário, por estar sujeito a risco de crédito da controladora, teria passado a atender a seus interesses de modo a resguardar a satisfação de seu crédito. O Colegiado considerou não haver fundamentos suficientes para concluir que o receio do acusado de não prejudicar a capacidade financeira da controladora teria representado estímulo suficiente para influenciar sua participação política na companhia.

Portanto, com base nas evidências coletadas, o Colegiado deliberou absolver o acionista minoritário acusado, concluindo que a acusação não demonstrou que a vontade política do acusado estaria de fato subordinada aos interesses da controladora, o que lhe impediria de participar da eleição em separado destinada aos minoritários.

Rejeição de Termo de Compromisso – Administradores acusados por utilização irregular de aeronave de propriedade de companhia aberta

Colegiado da CVM rejeita a celebração de Termo de Compromisso com administradores de companhia acusados pela SEP pela utilização irregular de aeronaves da companhia, pelo presidente do Conselho de Administração, para fins particulares.

A SEP entendeu que, pela utilização supostamente irregular da aeronave, o presidente do Conselho de Administração deveria ser responsabilizado por infração ao art. 154, § 2º, “b”, da Lei das S.A. O diretor presidente da companhia, por sua vez, foi acusado tanto por suposta infração a seu dever de diligência (art. 153 da Lei das S.A.) pela não adoção de controles e autorização para o uso de aeronaves, quanto pela prática de ato de liberalidade à custa da companhia (art. 154, § 2º, “a”, da Lei das S.A.), ao

autorizar a utilização de aeronave pelo presidente de seu Conselho de Administração para fins particulares.

Juntamente com suas defesas, os acusados apresentaram proposta de Termo de Compromisso prevendo: (i) no caso do diretor presidente, o pagamento de R\$200 mil à CVM; e (ii) no caso do presidente do Conselho de Administração, o pagamento de R\$150 mil à CVM, bem como ressarcir à companhia o custo reembolsável do voo (aproximadamente R\$140 mil), atualizado desde a data do voo até o efetivo pagamento do compromisso.

O Comitê de Termo de Compromisso (“CTC”), no entanto, recomendou a rejeição das propostas de Termo de Compromisso considerando (i) a gravidade em tese do caso concreto, (ii) o histórico dos proponentes e (iii) o contexto do caso, envolvendo o uso de bem da companhia em circunstâncias relacionadas com acordos de colaboração firmados pelos proponentes com o Ministério Público Federal.

Na visão do CTC, assim, o desfecho mais adequado do caso seria um posicionamento do Colegiado da CVM em sede de julgamento.

O Colegiado, por unanimidade, acompanhou o entendimento do CTC, decidindo rejeitar as propostas apresentadas.

Termos de Compromisso - Supostas irregularidades em transações com partes relacionadas

Colegiado da CVM analisou propostas de Termos de Compromisso apresentadas por diversos administradores acusados em processo administrativo sancionador instaurado para apurar eventuais irregularidades em atos e negócios realizados por companhia aberta e sociedades por ela controladas.

As acusações que compõem o processo instaurado pela Superintendência de Processos Sancionadores (“SPS”) têm como plano de fundo, dentre outras questões, a suposta falta de comutatividade de transações com partes relacionadas, possíveis desvios de recursos para administradores e controladores e a inobservância de normas contábeis na elaboração de demonstrações financeiras (“DFs”).

Em suas propostas de Termo de Compromisso, a depender da natureza da suposta infração e do seu grau de envolvimento na respectiva prática, os acusados apresentaram compromissos de natureza pecuniária (entre R\$ 20 mil e R\$ 280 mil), tendo parte dos proponentes também se comprometido a cumprir períodos de afastamento, nos quais não poderiam exercer cargos de administrador (diretor e conselheiro de administração) e de conselheiro fiscal de companhia aberta.

Depois da negociação de seus termos e condições, o CTC deliberou aceitar as propostas apresentadas por acusados cujas infrações estavam relacionadas

apenas à elaboração das DFs e à divulgação das transações entre partes relacionadas. A esse respeito, as propostas aceitas contemplaram compromissos que variavam entre R\$ 20 mil cumulada com período de afastamento de 2 anos, até o compromisso pecuniário de R\$ 280 mil.

Determinados proponentes, contudo, não aderiram à contraproposta formulada pelo CTC à luz da natureza e gravidade das supostas infrações, tendo o CTC recomendado a rejeição da celebração dos respectivos Termos de Compromisso.

Por fim, destaca-se também que o CTC, acompanhando o entendimento da Procuradoria Federal Especializada (“PFE”), reconheceu óbice jurídico à aceitação das propostas apresentadas por certos administradores, em virtude da natureza e das consequências de suas supostas infrações. Em síntese, tais acusados, seja por operações em condições não comutativas, seja por falhas relacionadas à fiscalização de mútuos entre companhias relacionadas, teriam causado prejuízo às respectivas companhias. Destarte, a celebração do Termo de Compromisso somente seria legalmente possível se tais proponentes indenizassem os danos causados às companhias – o que não ocorreu.

O Colegiado acompanhou as recomendações apresentadas pelo CTC.

Regra da decisão negocial e absolvição de conselheiros pela aquisição de participações minoritárias em controladas

Colegiado da CVM absolve o acionista controlador e membros do conselho de administração em processo instaurado pela SEP para apurar eventuais irregularidades relacionadas à operação de aquisição de participações minoritárias em sociedades controladas pela companhia. Os Diretores de Relações com Investidores (“DRIs”), por sua vez, foram condenados pela divulgação inadequada das aquisições.

A acusação questionou a atuação dos conselheiros de administração da companhia na aprovação das aquisições, que teriam sido realizadas em condições prejudiciais à companhia. Adicionalmente, por considerar que a operação configurou, na verdade, a

transferência para a companhia de obrigação de controlador indireto, a SEP também questionou os termos da operação com partes relacionadas e, ainda, a atuação de controladores para sua aprovação.

Na análise das acusações, destaca-se que a principal divergência no Colegiado se concentrou no exame da conduta dos membros do conselho de administração, especialmente com relação à competência da CVM para revisão de decisões negociais.

A Diretora Relatora, acompanhada pelo Presidente, votou favoravelmente à condenação dos membros do conselho de administração, por entender que as aquisições foram realizadas por preço economicamente injustificável, o que teria representado, na verdade, a assunção pela companhia da obrigação decorrente de suas controladoras.

Dentre os argumentos favoráveis à absolvição dos acusados, por outro lado, frisou-se que as aquisições fizeram parte de decisão negocial unânime tomada por administradores reconhecidamente independentes e cujo procedimento de deliberação não foi objeto de contestação pela acusação, não se comprovando influência comprovada dos controladores no processo. Nesse sentido, não seria possível aferir que a decisão buscou favorecer controladoras em detrimento dos interesses da companhia. A favor da absolvição, ainda, argumentou-se o objetivo de longo prazo da companhia de consolidar suas participações em sociedades controladas, no contexto de reestruturação societária e organizacional idealizada muito antes da celebração das operações.

DRI condenado pela não divulgação de fato relevante após vazamento na mídia a respeito de tratativas iniciais de operação

Colegiado da CVM condena diretor de relações com investidores ao pagamento de multa no valor de R\$200 mil pela não divulgação de fato relevante por companhia, mesmo após a veiculação, na mídia, de notícia sobre negociações envolvendo a venda de ativos de suas controladas para sociedades estrangeiras.

O caso teve origem com a publicação, na imprensa, de notícia informando que havia sido celebrado *Memorandum of Understanding* (“MoU”) tendo por objeto os termos e condições para negociações da venda de ativos de controladas da companhia. A companhia só viria a divulgar oficialmente a celebração do MoU e as respectivas tratativas para alienação dos ativos meses depois.

Depois de questionamentos à companhia e a apuração dos fatos, a SEP concluiu que o DRI deveria ter promovido a divulgação do fato relevante desde a veiculação da primeira notícia, que já indicava que a informação teria escapado ao controle da companhia. Para a SEP, a celebração do MoU teria caráter relevante, uma vez que as tratativas envolveriam montante financeiro substancial,

É de se notar, ainda, que os conselheiros foram absolvidos com base no princípio *in dubio pro reo*, e na correlata regra recentemente formalizada pela Instrução CVM n.º 607, de 2019, segundo a qual, em caso de empate, deverá prevalecer a posição mais favorável aos acusados.

Os controladores da companhia, por seu turno, foram absolvidos. O Colegiado, unanimemente, entendeu que não restou comprovada a sua influência na aprovação das operações questionadas pelo Conselho de Administração.

Por fim, com relação aos DRIs (houve a troca de ocupantes do cargo durante as operações), também de forma unânime o Colegiado considerou que as comunicações sobre o assunto (fato relevante e comunicado ao mercado) revelaram informações insuficientes ao mercado, tendo intencionalmente omitido elementos relevantes e úteis para os investidores. Assim, os DRIs foram condenados a multa individual de R\$ 100 mil e R\$ 200 mil.

sobretudo à luz da situação financeira então vivenciada pela companhia.

O Colegiado, acompanhando o Diretor Relator, reafirmou que uma informação não precisa ser definitiva para ser considerada relevante. Assim, mesmo fatos não definitivos, sobre os quais parem determinado grau de incerteza, podem ser materiais. Nesse sentido, destacou que, em transações relevantes para a companhia que não sejam concluídas em uma única etapa, o mais indicado seria realizar publicações paulatinas, à medida que o desenrolar dos fatos torne as informações concretas.

O Colegiado também salientou que, no caso, dois dias após a publicação da notícia inicial sobre o MoU, foram verificadas oscilações atípicas nas ações preferenciais de emissão da companhia, o que reforçaria a relevância das informações do MoU e o seu condão de influenciar na cotação das ações.

Assim, por unanimidade, o Colegiado da CVM decidiu condenar o DRI ao pagamento de multa no valor de R\$ 200 mil.

OUTRAS PUBLICAÇÕES RELEVANTES DA CVM

Alterações pontuais nas regras de OPA

No último dia 3 de dezembro, a CVM editou a Instrução CVM n.º 616 (“ICVM 616”), promovendo alterações pontuais na Instrução CVM n.º 361, de

2002 (“ICVM 361”), que disciplina as ofertas públicas para aquisição de ações (“OPA”).

A reforma teve escopo propositalmente reduzido, tendo por principal objetivo incorporar à norma entendimentos recentes do Colegiado da CVM em casos concretos. Importante destacar, contudo, que a audiência pública que resultou na ICVM 616 também solicitou ao mercado contribuições e sugestões visando à futura reforma mais ampla da ICVM 361.

Por ora, a ICVM 361 teve as seguintes principais modificações:

(i) exclusão de mecanismo de proteção à liquidez das ações em circulação (a vedação à aquisição de quantidade entre $1/3$ e $2/3$ das ações) no caso de OPAs por aumento de participação, tendo a CVM reconhecido que tais OPAs já estão intrinsicamente ligadas à falta de liquidez das ações;

(ii) exclusão do mesmo mecanismo para OPAs formuladas para saída de segmentos especiais de listagem, reconhecendo o vasto histórico de dispensas dos limites de $1/3$ e $2/3$ concedidas pela CVM em casos práticos;

(iii) eliminação da possibilidade de interferências compradoras em leilões de OPA para aquisição de controle, com vistas a simplificar e ampliar a previsibilidade de tais concorrências;

(iv) incorporação à norma do entendimento do Colegiado de que, em OPAs unificadas, o preço das ações deve atender simultaneamente aos requisitos de todas as modalidades de OPA unificadas; e

(v) flexibilização do regime de publicação dos editais de OPA, excluindo da regra geral a necessidade de efetuar a publicação dos instrumentos em jornal de grande circulação – obrigação mantida apenas no caso de OPA para aquisição de controle, tendo em vista exigência legal expressa nesse sentido.

As alterações promovidas pela ICVM 616 entraram vigor na data de publicação da norma.

Para mais informações sobre o conteúdo deste informativo, contatar:

ANDRÉ STOCHE
E-mail: astocche@stoccheforbes.com.br

ALESSANDRA ZEQUI
E-mail: azequi@stoccheforbes.com.br

RICARDO PERES FREOA
E-mail: rfreoa@stoccheforbes.com.br

FABIANO MILANI
E-mail: fmilani@stoccheforbes.com.br

FERNANDA CARDOSO
E-mail: fcardoso@stoccheforbes.com.br

FLAVIO MEYER
E-mail: fmeyer@stoccheforbes.com.br

DIEGO PAIXÃO VIEIRA
E-mail: dvieira@stoccheforbes.com.br

FERNANDA VALERA MENEGATTI
E-mail: fmenegatti@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

A D V O G A D O S

São Paulo

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

Rio de Janeiro

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

Brasília

SAU/Sul Quadra 05 • Bloco K • 5º andar
Salas 508/511
70070-050 • Brasília • DF
+55 61 2196-7755

stoccheforbes.com.br