

## RADAR STOCHE FORBES - SOCIETÁRIO

### Decisões Relevantes Proferidas pelo Colegiado da CVM

#### Irregularidades na justificativa dos critérios adotados para fixação do preço de emissão de novas ações

O Colegiado da CVM, acompanhando o entendimento da Superintendência de Relações com Empresas (“SEP”), reconheceu a ilegalidade de proposta da administração de companhia que continha a justificativa insuficiente do critério adotado para fixação do preço de emissão de novas ações em aumento de capital.

A análise ocorreu no âmbito de pedidos de suspensão e interrupção do prazo de convocação de assembleia geral extraordinária (“AGE”) que deliberaria, dentre outros temas, sobre o aumento de capital social da companhia.

Acionistas da companhia formularam os pedidos com base no art. 124, § 5º, I e II, da Lei nº 6.404, de 1976 (“Lei 6.404/76”), questionando os critérios estabelecidos pela administração para fixação do preço de emissão das novas ações. De acordo com o pleito dos acionistas, (i) o preço de emissão das ações, pelo patrimônio líquido da companhia, teria sido fixado de modo incompleto e incoerente, desconsiderando indevidamente a cotação em bolsa das ações; (ii) o grau de alavancagem da companhia e a ausência de outros meios de capitalização não justificariam, por si só, a exclusão da perspectiva de rentabilidade na precificação das ações; e (iii) existiriam laudos de avaliação da companhia apontando um valor superior por ação.

#### CVM analisa relevância de fato relevante e absolve acusado de *insider trading*

Em recente julgamento, o Colegiado da CVM absolveu ex-administradores de companhia no âmbito de processo administrativo sancionador para apurar a suposta utilização de informações privilegiadas em negociações com ações de tal companhia em infração ao artigo 155, § 1º, da Lei 6.404/76 e artigo 13 da Instrução CVM nº 358, de 2002 (“Instrução CVM 358”).

A área técnica afastou o cabimento do pedido de suspensão, basicamente, por não se tratar de matéria inerentemente complexa, e por não ter se demonstrado a necessidade de informações adicionais para subsidiar o processo decisório dos acionistas. Quanto ao outro pedido, por sua vez, a SEP considerou desnecessária a interrupção para verificar eventual ilegalidade na proposta, uma vez que, pelos elementos presentes, entendeu que já seria possível manifestar-se a respeito.

Em sua análise, a SEP pontuou que não basta aos administradores escolherem o critério de fixação de preço que entendam mais adequado (dentre os previstos no art. 170, § 1º, da Lei 6.404/76). Seria também necessário explicar, detalhadamente, as razões que levaram à adoção daquele critério em detrimento dos outros, observando o disposto no art. 170, § 7º.

Nessa linha, acompanhando o entendimento da SEP, o Colegiado da CVM verificou que a proposta da administração não atenderia o disposto no art. 170, § 7º, da Lei 6.404/76 ao justificar a adoção do critério do patrimônio líquido de maneira insuficiente, com argumentos inconsistentes para afastar a aplicação dos demais critérios.

A área técnica da CVM formulou termo de acusação concluindo que os ex-administradores deveriam ser responsabilizados pela negociação, com ações de emissão da companhia, poucos dias antes da divulgação de fatos relevantes que noticiaram, respectivamente, a celebração de acordo preliminar para a contratação de sonda e a aprovação do desdobramento das ações da companhia.

O Diretor Relator do caso, contudo, discordou do entendimento da peça acusatória, considerando que, embora a companhia tenha escolhido divulgar tais informações por meio de fatos relevantes, as informações não eram privilegiadas, pois haviam sido divulgadas anteriormente por meios oficiais da companhia.

Além disso, o Diretor Relator ponderou que, apesar de a companhia ter decidido divulgar a informação como “fato relevante”, a relevância da informação decorre de sua capacidade de influir de modo ponderável na decisão negocial dos investidores, e não da forma escolhida para a divulgação de tal informação. A escolha da companhia de divulgar certa informação como “fato relevante” é, portanto, um indício importante do seu potencial de influenciar

a decisão dos investidores, mas não é um critério definitivo.

Um dos Diretores ainda pontuou que a CVM somente pode rever o juízo sobre a relevância da informação se houver razões objetivas para entender que a avaliação foi equivocada. Nessa linha, destacou, como orientação geral, que as áreas técnicas da CVM, ao apurarem supostas práticas de *insider trading*, deveriam considerar e apurar a hipótese de equívoco na divulgação de tal informação como fato relevante.

Por todo o exposto, o Colegiado decidiu, por unanimidade, pela absolvição dos acusados.

### Absolvição de ex-administradores quanto à suposta utilização de informações privilegiadas

No âmbito de processo administrativo sancionador, o Colegiado absolveu ex-administradores acusados pelo uso de informação privilegiada na negociação de ações de emissão da companhia (em suposta infração ao disposto no artigo 155, § 1º, da Lei 6.404/76, combinado com o artigo 13, caput, da Instrução CVM 358).

De acordo com a acusação, os ex-administradores teriam vendido uma quantidade significativa de ações de emissão da companhia cerca de duas semanas antes da divulgação, pela companhia, de fato relevante que anunciou ao mercado a ausência de petróleo em um dos poços explorados pela companhia. Embora a companhia tenha alegado que os ex-administradores só tiveram conhecimento do insucesso da perfuração na data de divulgação do fato relevante, a área técnica considerou que, como nas datas de suas negociações mais de 80% do poço já havia sido perfurado, não seria razoável concluir que nenhuma informação sobre a expectativa de resultado da perfuração estivesse disponível.

Assim, e considerando o conjunto de indícios presentes, incluindo: (i) o grande conhecimento técnico dos ex-administradores; (ii) o fato de estarem sem negociar ações da companhia há um tempo razoável; e (iii) o fato de não terem dado justificado de forma convincente as vendas, a acusação concluiu que as negociações teriam sido realizadas mediante uso de informação privilegiada sobre o resultado da perfuração.

O Colegiado da CVM, no entanto, considerou que as vendas de ações feitas pelos ex-administradores ocorreram antes da conclusão da perfuração do poço, não havendo comprovação, nos autos, de que já naqueles dias, havia indícios da existência ou não de petróleo no referido poço. Assim, tendo em vista que não se comprovou que eles detinham informação que alterasse a expectativa de resultado do poço, e a ausência de fato relevante pendente de divulgação à época, o Colegiado votou, por unanimidade, pela absolvição dos ex-administradores da companhia.

### Absolvição de DRI quanto a acusações de falhas informacionais com relação à venda de projetos de companhia

Em julgamento recente, o Colegiado da CVM absolveu o Diretor de Relações com Investidores (DRI) e o diretor presidente de determinada companhia das acusações quanto a supostas irregularidades informacionais relativas à venda de projetos de mineração da companhia.

O processo em questão havia sido instaurado para apurar a responsabilidade por suposta divulgação intempestiva e incompleta de fato relevante (o que configuraria infração ao disposto no artigo 6º, parágrafo único, da Instrução CVM 358, combinado com o artigo 157, § 4º, da Lei 6.404/76 e artigo 3º, caput e § 5º também da Instrução CVM 358).

A SEP identificou, basicamente, três supostas irregularidades relativas à divulgação de informações envolvendo a alienação de projetos de mineração da companhia. As duas primeiras estariam relacionadas à divulgação de fato relevante sobre a celebração de memorando de entendimentos entre a companhia e a outra parte envolvida no projeto (“MoU”), que teria sido: (i) intempestiva, considerando que houve oscilação atípica na cotação da ação a partir da assinatura do documento no meio da tarde, e o fato relevante somente foi divulgado após o pregão; e (ii) incompleta, uma vez que o fato relevante não conteria todas as informações referentes ao documento.

A terceira irregularidade, por sua vez, teria ocorrido meses depois, quando, após a identificação de novas oscilações atípicas, a companhia afirmou que desconhecia a ocorrência de qualquer outro fato que pudesse justificar aquelas oscilações, tendo divulgado pouco tempo depois, contudo, novo fato relevante informando a assinatura de carta de intenções estabelecendo os termos e condições definitivos para venda dos projetos.

O Colegiado acompanhou o entendimento da acusação no sentido de que houve oscilação atípica na cotação das ações da companhia durante o pregão após a celebração do MoU, registrando que o modelo estatístico utilizado pela acusação (média dos 60 pregões anteriores adicionada a duas vezes o desvio-padrão) se revela uma ferramenta útil para detecção de oscilações atípicas.

Quanto à suposta intempestividade do fato relevante, o Colegiado, contudo, entendeu que não seria razoável exigir do DRI que, logo após a celebração do MoU: (i) verificasse um movimento de alta na ação; (ii) concluísse que houve oscilação atípica; e (iii) preparasse o fato relevante sobre operação complexa e de extrema importância para a companhia em um intervalo de tempo ainda menor (considerando que a divulgação ocorreu em cerca de duas horas).

### **Violação ao dever de diligência de administrador pela não adoção de medidas para prevenir ou informar sobre a possibilidade de cancelamento de companhia na bolsa**

O Colegiado da CVM condenou administrador de companhia que não tomou providências, tampouco informou o mercado sobre o risco de cancelamento da listagem das ações na bolsa de valores por descumprimento do regulamento de listagem de emissores da entidade.

A acusação verificou que, apesar de receber notificação informando sobre a permanência da cotação das ações da companhia abaixo de R\$ 1,00 (um real), o que representaria descumprimento ao regulamento da bolsa, a companhia não tomou a quaisquer medidas aptas a promover o enquadramento da cotação das ações. Como resultado, a bolsa posteriormente divulgou comunicação aos participantes do mercado informando que, em razão do descumprimento reiterado de requisitos previstos em seu regulamento, a companhia seria deslistada do mercado.

Nessa direção, a área técnica entendeu que o administrador da companhia não teria observado o

Em relação à suposta omissão de informações relevantes no fato relevante, por sua vez, o Colegiado entendeu que o DRI se valeu da faculdade prevista na legislação (art. 157, § 5º, da Lei 6.404/76), que autoriza a não divulgação de informações pendentes de procedimentos de confirmação, como, por exemplo, a realização de *due diligence*. O Colegiado considerou que a divulgação de informações ainda não confirmadas poderia prejudicar os interesses da companhia, além de expor ao mercado informações imprecisas.

Por fim, com relação à terceira suposta irregularidade identificada, a CVM considerou que, embora, de fato, tenha ocorrido oscilação atípica, tal oscilação não teria relação com alteração nas premissas da negociação presentes na carta de intenções posteriormente divulgadas. Nesse sentido, verificou-se que as variações atípicas positivas que suscitaram o questionamento ocorreram em sentido contrário ao que se materializou no pregão seguinte à divulgação do fato relevante, o que evidenciaria tal ausência de relação entre a oscilação atípica e a evolução das informações referentes à venda dos projetos.

Nesses termos, a CVM decidiu pela absolvição do DRI das acusações formuladas.

seu dever de diligência, em infração ao art. 153 da Lei 6.404/76, pois, ciente da possibilidade de suspensão da negociação das ações de emissão da companhia, e, conseqüentemente, do iminente dano aos seus acionistas, permaneceu inerte, não tendo nem mesmo providenciado comunicado ao mercado noticiando tais circunstâncias.

O Colegiado decidiu pela condenação do acusado, tendo em vista que, embora ele tenha informado a sua intenção inicial de realizar o grupamento de ações (que promoveria o enquadramento nos termos do regulamento), não tomou qualquer medida efetiva para isso, tampouco prestou qualquer esclarecimento sobre quais medidas pretendia tomar em relação à delicada situação pela qual passava a companhia.

Nesse sentido, o Colegiado, por unanimidade, votou pela condenação do administrador da companhia à multa no valor de R\$ 50.000,00 por violação ao dever de diligência.

Para mais informações sobre o conteúdo deste informativo, contatar:

ANDRÉ STOCCHÉ

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: [rfreoa@stoccheforbes.com.br](mailto:rfreoa@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)

LUIZ FELIPE COSTA

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

### São Paulo

Av. Brigadeiro Faria Lima, 4100 • 10º andar  
04538-132 • São Paulo • SP • Brasil  
T +55 11 3755-5440

### Rio de Janeiro

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

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

STOCHE FORBES

ADVOGADOS