

## ***RADAR STOCHE FORBES - SOCIETÁRIO***

### ***DECISÕES RELEVANTES PROFERIDAS PELO COLEGIADO DA CVM***

- CVM condena administradores por permanecerem nos cargos após serem inabilitados e acionista controlador que os elegeu;
- CVM condena administradores e membros do conselho fiscal por violações a deveres fiduciários no âmbito de aumento de capital;
- CVM condena administradores por inobservância de deveres fiduciários e acionistas por abuso do poder de controle e violação do dever de lealdade;
- Celebração de Termo de Compromisso - Divulgação Intempestiva de Fatos Relevantes;
- Celebração de Termo de Compromisso - Divulgação Intempestiva de Fatos Relevantes;
- Celebração de Termo de Compromisso - Descumprimento do dever de sigilo de conselheiro fiscal; e
- Celebração de Termo de Compromisso - Descumprimento do dever de sigilo em apresentação a investidores.

### ***OUTRAS DECISÕES PROFERIDAS PELO COLEGIADO DA CVM***

- Colegiado da CVM decide que é possível a distribuição de dividendos intercalares em períodos inferiores a um semestre com base em reserva de lucros; e
- Colegiado da CVM decide sobre marco temporal a ser adotado na interpretação de regras sobre OPA por aumento de participação.

## **DECISÕES RELEVANTES PROFERIDAS PELO COLEGIADO DA CVM**

### ***CVM condena administradores por permanecerem nos cargos após serem inabilitados e acionista controlador que os elegeu***

O Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários (“**CVM**”) condenou três administradores de companhia aberta acusados de permanecerem nos cargos após terem sido inabilitados pela autarquia. Um deles foi acusado também por assinar termo de posse informando não estar inabilitado para o cargo. Adicionalmente, foram condenados quatro conselheiros de administração, acusados de aprovarem a criação de um “conselho consultivo” com o objetivo de manter administrador inabilitado ligado à gestão dos negócios, além do acionista controlador, por abuso de poder de controle ao eleger conselheiro de administração inabilitado.

O processo administrativo sancionador (“**PAS**”) teve origem em reclamação. Os três denunciados haviam sido condenados em duas decisões da CVM, com posterior negativa dos respectivos recursos pelo Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (“**CRSFN**” ou “**Conselhinho**”). Após a confirmação das penalidades na esfera administrativa, comunicada por meio de ofícios, os administradores propuseram ações anulatórias, cujos pedidos liminares de suspensão dos efeitos das inabilitações foram negados em primeira e segunda instâncias. Mesmo assim, os administradores continuaram em seus cargos, sendo que um deles foi reeleito pelo acionista controlador.

Verificou-se, ao longo da apuração, que o administrador reeleito renunciou às suas funções logo após a reclamação. Nesse mesmo dia, o conselho de administração da companhia aprovou a criação de um comitê consultivo tendo como único membro o administrador que havia renunciado, o que foi visto como forma de contornar a inabilitação. Por essa razão, a Superintendência de Relações com Empresas (“**SEP**”) acusou não só os administradores inabilitados, mas também os conselheiros de administração que aprovaram a criação do comitê e o acionista controlador, por reeleger um administrador supostamente inapto, moral ou tecnicamente, nos termos do art. 117, § 1º, “d”, da Lei n.º 6.404/1976 (“**Lei das S.A.**”), em razão da sua inabilitação.



Em defesa conjunta, os acusados elencaram os seguintes argumentos principais: (i) erro de proibição, decorrente de comunicações processuais supostamente confusas que impediriam os administradores de saberem quando iniciava a sua penalidade de inabilitação – nessa situação, eles acreditaram que a proposição das ações anulatórias seria suficiente para continuarem nos cargos; (ii) inexigibilidade de conduta diversa, uma vez que a companhia se encontrava em recuperação judicial, na qual os administradores desempenhariam importante papel de negociação, argumento sustentado com base em dispositivo da Lei nº 11.101/2005 (“**Lei de Recuperação Judicial e Falência**”) que permite a continuação dos administradores em seus cargos nessas situações; e (iii) boa-fé dos acusados. Alegou-se também a inexistência de dano à companhia, que impediria a caracterização de abuso do poder de controle, e o fato de que o comitê consultivo nunca foi, de fato, constituído.

Os acusados apresentaram proposta conjunta de celebração de termo de compromisso, mediante assunção de obrigação pecuniária no valor de R\$ 120 mil, que foi rejeitada pelo Colegiado da CVM.

De início, o relator do caso afirmou que a defesa criava uma confusão inexistente, uma vez que a adoção da interpretação mais benéfica possível acerca do termo inicial da penalidade de inabilitação não seria capaz de afastar a acusação, e ressaltou que não havia motivos para que os administradores acreditassem que duas ações anulatórias malsucedidas teriam o condão de suspender as penalidades. Ainda, considerou que o contexto de recuperação judicial não afasta a necessidade de cumprimento das decisões da CVM. O princípio da preservação da empresa não serviria como escusa geral para o descumprimento das regras da lei, de modo que tal tese seria uma tentativa inconsistente de revisão das penalidades aplicadas pela autarquia nos processos anteriores. Considerou, por fim, não haver qualquer indício de boa-fé dos acusados.

Por essa razão, o diretor votou pela condenação: (i) dos administradores inabilitados, por quebra do dever de diligência; (ii) do administrador reeleito, por assinar termo de posse afirmando que não estaria inabilitado; (iii) do acionista controlador, por eleger administrador sabidamente inapto, moral ou tecnicamente, em abuso do poder de controle; e (iv) dos conselheiros de administração que



aprovaram a criação do comitê executivo, por quebra do dever de lealdade, observado o fato de que o órgão nunca foi constituído de fato como atenuante.

Na dosimetria destaca-se que a pena dos administradores inabilitados que permaneceram no cargo foi definida como a mesma da inabilitação anterior, de forma a ter um “efeito pedagógico coerente com a gravidade das condutas”, e foi atribuído como agravante, com peso de 15% sobre as penas-base, o dano relevante à imagem do mercado.

Um dos diretores apresentou manifestação de voto contrária à responsabilização do acionista controlador. Para ele a regra prevista no art. 117, § 1º, “d”, da Lei das S.A. exige a comprovação de dano decorrente da eleição do administrador inabilitado, de modo que o caso seria mais bem enquadrado no art. 116, parágrafo único, da Lei das S.A., como um ilícito de mera conduta.

Assim, o Colegiado da CVM decidiu por unanimidade pela responsabilização dos administradores inabilitados por quebra do dever de diligência, com a inabilitação temporária de 48 a 60 meses. Também por unanimidade, o administrador reeleito foi condenado a multa de R\$ 690 mil por ter assinado termo de posse informando não estar inabilitado para o cargo e os conselheiros de administração que aprovaram a criação do comitê consultivo foram penalizados, individualmente, a multa de R\$ 460 mil por quebra do dever de lealdade. Finalmente, o acionista controlador foi penalizado, por maioria, a multa de R\$ 2,3 milhões por abuso de poder de controle.

### ***CVM condena administradores e membros do conselho fiscal por violações a deveres fiduciários no âmbito de aumento de capital***

A CVM condenou e absolveu em parte administradores e membros do conselho fiscal de companhia aberta, por supostas irregularidades cometidas no âmbito de oferta pública de ações, especificamente com relação a bônus pagos aos administradores e a eventual omissão de membros do conselho fiscal.

O PAS foi instaurado pela Superintendência de Processos Sancionadores (“**SPS**”) e teve origem em apurações realizadas em processos administrativos prévios. As irregularidades apuradas se situavam em um contexto de reestruturação societária

da companhia, que estava condicionada à realização de um aumento de capital, mediante a distribuição pública de ações no Brasil e no exterior. Encerradas as etapas societárias necessárias à oferta pública e ao aumento de capital da companhia, alguns administradores receberam gratificações financeiras, com a justificativa de terem contribuído para o sucesso da oferta.

Os pagamentos, de acordo com a acusação, extrapolaram o limite de remuneração global aprovado pela assembleia geral para a os administradores no exercício, e não contaram com a prévia autorização da assembleia ou do conselho de administração. No mais, não contaram com a formalização em instrumento contratual, com a exceção do caso de um diretor, que teve o bônus formalizado em aditamento ao seu contrato de trabalho original. Conforme apurado no curso da investigação, as gratificações teriam sido negociadas diretamente com integrantes do grupo de controle da companhia, por meio de mensagens eletrônicas.

A área técnica apurou que os bônus foram inicialmente contabilizados na conta de “despesas de participação no resultado”. Entretanto, nas demonstrações financeiras anuais referentes ao exercício social em questão, os valores foram revertidos dessa conta e reclassificados para a conta do patrimônio líquido “custo de emissão de ações”. Essa reclassificação, segundo os acusados, teria ocorrido para atender ao disposto no Pronunciamento Contábil CPC nº 08 (“**CPC 8**”), que determina que os custos diretamente atribuíveis a transações e prêmios na emissão de valores mobiliários sejam registrados no patrimônio líquido. Porém, conforme apurado pela SPS, o prospecto definitivo da oferta não previu, entre os custos de distribuição, qualquer bonificação a administradores da companhia. Do mesmo modo, o coordenador líder da oferta informou desconhecer o pagamento de bônus nesse contexto. Na visão da SPS, teria havido uma tentativa de dissimulação da natureza e da existência do bônus, inclusive quanto à sua contabilização.

A área técnica, apontou ainda o fato de que as matérias relacionadas à reestruturação societária e ao aumento de capital, foram levadas à deliberação de reuniões da diretoria e do conselho de administração sem que houvesse a convocação dos conselheiros fiscais.

Assim, os administradores foram acusados de desvio de poder, em razão de terem determinado ou recebido o pagamento de vantagem indevida, sem autorização



prévia da assembleia geral ou do conselho de administração, em valores que ultrapassaram o montante global da remuneração dos administradores fixado. Adicionalmente, foram acusados de violação ao dever de lealdade por conta da ocultação dessas vantagens indevidas pagas a administradores, na medida em que aprovaram ou fizeram elaborar as demonstrações financeiras anuais da companhia, com o conhecimento de que foram elaboradas com irregularidades relacionadas à divulgação da remuneração dos administradores. Além disso, violação ao dever de diligência, por parte dos conselheiros, por terem deixado de convocar os membros do conselho fiscal ou de se manifestar acerca da ausência dos referidos conselheiros na reunião do conselho de administração; aos diretores, pelo mesmo motivo; e aos conselheiros fiscais, por não terem se posicionado frente à ausência mencionada.

Em relação à violação ao dever de diligência, o relator afirmou que é obrigatória a participação dos conselheiros fiscais nas reuniões dos órgãos de administração que deliberarem matérias sobre as quais o conselho fiscal deva opinar, conforme determinação expressa do §3º do art. 163 da Lei das S.A., incluindo matéria sobre o aumento de capital.

A despeito disso, o diretor da CVM considerou não ter sido levada à reunião de diretoria qualquer matéria inserida na competência opinativa do conselho fiscal, sendo que a ordem do dia se limitou ao encaminhamento de um memorando de entendimentos, no âmbito da operação societária, para deliberação do conselho de administração. Concluiu, portanto, pela absolvição dos acusados nesse ponto.

Do mesmo modo, na análise da reunião do conselho de administração, entendeu que, como a ordem do dia se limitava à avaliação de bens a serem integralizados em aumento de capital e sobre proposta à assembleia geral de alteração do limite do capital autorizado, não havia necessidade de manifestação prévia do conselho fiscal e/ou convocação para seus membros para a referida reunião.

Nesse ponto, o relator fez a ressalva de que a alteração do capital autorizado foi proposta à assembleia geral com o objetivo de viabilizar o aumento de capital previsto na operação, cujas principais condições e características foram também aprovadas nessa reunião do conselho de administração, de modo a permitir que a diretoria desse seguimento à oferta. Com isso, os acionistas estavam, ao cabo, autorizando o conselho de administração a efetivar um aumento de capital em





bases previamente delimitadas, sem lhes ter sido franqueada uma opinião do conselho fiscal a respeito, o que a lei estabelece como procedimento obrigatório.

Apesar desse racional, a conduta dos acusados foi amparada em precedente da CVM, pelo que se optou por atender ao princípio da segurança jurídica e absolver os acusados.

Na sequência, na análise de suposto desvio de poder, o relator deu razão à acusação, reputando que deveria ter havido a prévia alocação das gratificações nos custos da oferta. As gratificações teriam caráter remuneratório, pois concedidas como prêmio adicional pelo exercício de funções típicas dos cargos que os acusados ocupavam, e não poderiam ultrapassar o montante fixado aprovado pela assembleia.

Nesse sentido, o relator apresentou as seguintes considerações: (i) o Colegiado já consolidou o entendimento de que a CVM não deve substituir a assembleia geral ou a administração no julgamento quanto à adequada remuneração de administradores; (ii) a existência de uma suposta concordância de alguns dos acionistas integrantes do bloco de controle – os quais poderiam fazer valer sua posição a favor das gratificações nos órgãos societários – não autoriza, por si, a realização de pagamentos a administradores sem a aprovação da assembleia geral ou em excesso ao valor fixado para a sua remuneração global; (iii) um regime de informalidade não é condizente com deveres fiduciários dos administradores e com as exigências da Lei das S.A.

Cabe ressaltar que algumas bonificações foram programadas para serem pagas em exercícios posteriores, o que não implicaria superação do limite fixado, levando à absolvição dos administradores em relação à elas especificamente.

Além disso, quanto à quebra do dever de lealdade, na suposta ocultação nas demonstrações financeiras dos valores pagos a título de bonificação, o relator entendeu ser necessário um conjunto mais robusto de indícios do que as afirmações trazidas na peça acusatória, para comprovar que os acusados praticaram tais atos com o intuito deliberado de “ocultar deslealmente a forma pela qual os pagamentos eram realizados” e mascarar as informações evidenciadas nas demonstrações financeiras, votando, desse modo, pela absolvição de alguns acusados.



Por outro lado, o diretor notou que a acusação demonstrou que os documentos e informações que suportaram a oferta não consideraram as gratificações como custo da operação, de modo que não eram aplicáveis as regras do CPC 8. Dessa forma, dado que o prospecto não previu, entre os custos de distribuição, qualquer bonificação a administradores, a companhia não poderia registrar contabilmente os bônus como tal. Nesse sentido, o relator ressaltou que alocar as gratificações aos custos de emissão sem a previsão respectiva no prospecto definitivo poderia ensejar, inclusive, a responsabilização do ofertante e do coordenador líder.

Nesse ponto, o relator votou pela responsabilização do diretor financeiro, principal responsável por fazer elaborar corretamente as demonstrações financeiras em virtude do cargo, e dos conselheiros de administração, que aprovaram as demonstrações financeiras e assinaram o aditamento ao contrato de trabalho de um dos diretores – assim entendido como sinal de alerta mais substancial que deveria ter reforçado a observância por parte dos conselheiros.

O Colegiado acompanhou por unanimidade o entendimento do relator.

Foram aplicadas multas equivalentes a uma ou duas vezes a vantagem econômica recebida pelos administradores gratificados em decorrência do desvio de poder. O diretor presidente, responsável pela determinação dos pagamentos, foi condenado ainda a inabilitação para o exercício de administrador ou conselheiro fiscal de companhia aberta e outras entidades que dependam de registro ou autorização da CVM por 120 meses. Os conselheiros de administração que assinaram o aditamento contratual de um dos diretores para prever remuneração acima do limite global foram penalizados com multa de R\$ 500 mil cada. Por fim, em relação aos erros na contabilização das bonificações, foram responsabilizados o diretor financeiro da companhia a multa de R\$ 300 mil e os membros do conselho de administração que aprovaram as demonstrações financeiras a R\$ 200 mil cada.

### ***CVM condena administradores por inobservância de deveres fiduciários e acionistas por abuso do poder de controle e violação do dever de lealdade***

O Colegiado da CVM condenou administradores e acionistas de companhia aberta por descumprimento dos deveres de diligência e lealdade e por abuso do poder de controle e violação do dever de lealdade, respectivamente. Foram, ainda, absolvidos acionistas por supostas irregularidades na estrutura de controle da companhia.



O caso foi apurado pela SPS a partir da existência de outros processos administrativos prévios. Em suma, a área técnica apresentou acusação em face de vinte e duas pessoas físicas e oito pessoas jurídicas por constatar uma série de possíveis irregularidades averiguadas no âmbito de operação societária de companhia aberta, divididas em dois grupos principais.

O primeiro grupo de imputações diz respeito à manutenção de estrutura de controle que permitia que um grupo de acionistas indiretos e sem participação majoritária tivesse a palavra final sobre todos os assuntos relevantes, através de um complexo sistema de sociedades em cascata e da existência de acordos de acionistas que lhe permitia direcionar votos em reuniões prévias às deliberações sociais, seja no âmbito do conselho de administração ou da assembleia geral. Tais reuniões prévias seriam organizadas de tal forma que não houvesse margem para reprovação dos assuntos levados ao conselho de administração da companhia, sendo que, nos casos de controvérsia mais acirrada, as matérias debatidas eram tiradas de pauta para reformulação e reapresentação posterior.

Essa estrutura de controle teria permitido que os termos da reorganização fossem consubstanciados em termos bastante específicos em memorando de entendimentos (“**MoU**”) antes de sua apreciação e aprovação pelos órgãos sociais competentes.

Nessa frente, os acionistas controladores foram acusados de intervir ativamente na remuneração de administradores e/ou de exercer estrutura de controle que permitia definir a pauta das reuniões do conselho de administração e vincular o voto dos conselheiros de administração sem autorização da assembleia geral, de forma a prejudicar os interesses da companhia em benefício próprio. Também foram acusados todos os conselheiros de administração por quebra do dever de lealdade, ao sujeitarem-se a essa estrutura.

No segundo grupo, foram apontadas possíveis irregularidades relacionadas à própria operação societária, que teria beneficiado acionistas integrantes do bloco de controle e diluído injustificadamente os acionistas minoritários da companhia. Destacadamente, em um dos passos da reorganização societária, a companhia recebeu determinados bens em aumento de capital que não constavam no laudo de avaliação dos bens por parte de acionista controlador indireto.

Aqui, o acionista controlador indireto foi acusado de quebra do dever de lealdade, por não ter apresentado informações financeiras completas e confiáveis no contexto da operação societária; determinados administradores foram acusados de descumprimento do dever de diligência, por terem sido negligentes na verificação e acompanhamento dos ativos contribuídos no aumento de capital; e outros dois administradores foram acusados de descumprimento do dever de lealdade, presentes indícios de que, deliberadamente, omitiram-se na verificação dos mesmos ativos e de alertar a companhia sobre os riscos envolvidos.

Instaurado o PAS, determinados acionistas indiretos da companhia alegaram em suas defesas que, embora compusessem o quadro acionário da controladora direta e figurassem em acordos de acionistas, não poderiam ser considerados controladores da companhia, uma vez que não eram os responsáveis finais pelas decisões questionadas no PAS. Em linha com os precedentes da CVM, o relator do caso considerou que o controle é exercido de forma unitária e notou que os acordos citados possuíam cláusulas tipicamente voltadas à formação de bloco de controle.

Em relação à acusação de suposta abusividade do controle, o relator considerou, em desacordo com a SPS, que a estrutura de controle da companhia não contrariava Lei das S.A., tendo em vista que o poder-dever de controle, tal como previsto no diploma legal, não envolve apenas os votos proferidos em assembleias, mas também a ingerência sobre o conselho de administração e a diretoria. Segundo o diretor, a vinculação dos administradores não poderia ser considerada, a priori, contrária ao interesse social. Entretanto, caso uma matéria submetida à deliberação do órgão fosse ilícita ou contrária ao interesse social, os administradores não somente poderiam como deveriam votar contrariamente.

Trata-se, segundo o relator, de arranjo totalmente lícito e resultante da autonomia de vontade das partes. Desse modo, foi afastada a tese de estrutura de controle abusiva.

Sem prejuízo das considerações anteriores, a acusação apontou situações concretas em que os acionistas controladores teriam orientado os conselheiros de administração da companhia a votar contra o interesse social e em benefício de acionistas controladores, em especial a aprovação da operação societária, cujos principais termos já constavam no MoU. Em relação a esse respeito, o relator notou

que, a despeito de terem recebido orientações de voto, os administradores tiveram processo decisório robusto. Nesse contexto, acusação seria embasada apenas em uma visão negativa da estrutura de controle e, por isso, foi afastada.

Ressalvou-se apenas o fato de que determinados acionistas controladores ignoraram as instâncias societárias competentes ao aprovar determinados pagamentos aos administradores da companhia em valores superiores aos previstos, no âmbito da operação societária, pelo que foram responsabilizados por abuso de poder de controle.

Em relação ao segundo núcleo de imputações, o relator concluiu, com base em considerações factuais, pela procedência da tese acusatória no sentido de que os investimentos não abarcados pelo laudo de aumento de capital.

Na análise da conduta dos administradores acusados por descumprimento do dever de lealdade, foi ressaltado que a caracterização do ilícito prescinde da constatação de dolo. Já no julgamento do acionista controlador, afirmou-se que a violação do dever de lealdade não precisa decorrer, necessariamente, de atos praticados no exercício do poder de controle, mas implica dever de abstenção de condutas que possam lesar os interesses e expectativas tituláveis dos demais sócios.

Um dos diretores, baseando-se em considerações factuais, divergiu quanto à responsabilização do acionista acusado de violação do dever de lealdade e dos administradores acusados de descumprimento do dever de diligência. Os demais membros do Colegiado acompanharam o relator.

Assim, os acionistas acusados de abuso do poder de controle foram penalizados com multas de R\$ 500 mil. O acionista condenado por violação do dever de lealdade foi condenado a multa de R\$ 400 mil. Por fim, os administradores acusados de descumprimento do dever de diligência foram condenados a multas de R\$ 300 mil a R\$ 400 mil, enquanto aqueles acusados de violação do dever de lealdade foram punidos com multas de R\$ 500 mil.

### ***Celebração de Termo de Compromisso - Divulgação Intempestiva de Fatos Relevantes***



O Colegiado da CVM aceitou proposta global de termo de compromisso apresentada pelo diretor de relações com investidores (“**DRI**”) de companhia aberta, previamente à instauração de processo administrativo sancionador, investigado em dois processos em razão da suposta divulgação intempestiva de fatos relevantes.

Os dois processos tiveram como origem reportagens publicadas em portais de notícias, uma sobre potencial aquisição do controle de uma companhia e a outra sobre a aquisição de concessões então detidas por uma outra companhia.

No primeiro caso a companhia divulgou fato relevante no dia seguinte à notícia informando que até aquele momento não existiriam documentos definitivos ou vinculativos celebrados entre ela e os acionistas da companhia alvo. Passado mais um dia a companhia divulgou novo fato relevante e comunicado ao mercado, informando a aquisição da companhia alvo.

Após inquirir o DRI, a SEP avaliou que a informação teria escapado ao controle da administração, muito embora não tenha identificado oscilação atípica nas ações da companhia. Para a área técnica, o mercado havia ficado sem confirmação da veracidade das informações durante dois pregões.

No segundo caso a companhia divulgou, no mesmo dia da divulgação da notícia, fato relevante em linha com a reportagem, informando ter sido convidada para negociar a aquisição das concessões da outra companhia.

A B3 e a SEP trocaram ofícios com a companhia em razão da divulgação da notícia e a ocorrência de oscilações atípicas. Destaca-se das respostas do DRI a alegação que a companhia teria proposto a divulgação de um fato relevante em conjunto com a vendedora antes da notícia, o que não foi aceito a princípio, e que a companhia teve de negociar a divulgação do fato relevante depois do vazamento.

Para a SEP, dada a quantidade de pessoas envolvidas na transação, era provável que a informação tenha escapado ao controle antes da divulgação do fato relevante, com a ocorrência de oscilação atípica, e o fato relevante foi divulgado de forma intempestiva.

O DRI propôs então pagar R\$ 600 mil para encerrar os dois processos. O Comitê de Termo de Compromisso (“**CTC**”) sugeriu aumentar o valor para R\$ 748 mil, diante especialmente dos fatos de os processos estarem em fase pré-sancionadora e da concomitância das propostas.

A contraproposta foi aceita pelo proponente, de modo que o CTC emitiu parecer favorável ao termo de compromisso. O Colegiado da CVM, por sua vez, seguiu a recomendação favorável do CTC e aceitou a celebração do termo de compromisso.

### ***Celebração de Termo de Compromisso - Divulgação Intempestiva de Fatos Relevantes***

O Colegiado da CVM aceitou proposta de termo de compromisso apresentada por DRI de uma companhia aberta, previamente à instauração de processo administrativo sancionador, investigado por suposta divulgação intempestiva de fato relevante.

O processo em questão foi instaurado pela SEP depois da divulgação de reportagem em jornal de grande circulação de notícia informando que a companhia seria adquirida por uma outra companhia aberta quando os créditos tributários da compradora fossem validados pela receita federal.

Dois dias depois a companhia divulgou fato relevante em resposta a ofício da SEP informando que avaliava opções estratégicas em seu setor de atuação e a companhia informada na notícia era uma das sociedades que teria participado do processo, mas sem que houvesse definição de qualquer operação concreta e, por isso, não haveria qualquer informação a ser divulgada.

Uma semana depois a companhia divulgou fato relevante comunicando que tinha recebido carta do seu controlador informando que ele tinha celebrado memorando de entendimentos relativo a potencial incorporação de ações dela pela companhia informada pela reportagem. Alguns meses depois a companhia divulgou fato relevante comunicando a incorporação de ações.

A SEP então concluiu que o DRE teria deixado de se manifestar de forma imediata ao vazamento de informações relevantes, ainda que parciais, que escaparam ao controle da companhia, e que foram relacionadas à forte desvalorização das ações.

Muito embora a SEP tenha sugerido a instauração de processo administrativo sancionador, o DRI apresentou proposta de termo de compromisso antes da instauração. Nela, o DRI propôs pagar R\$ 150 mil, tendo ele, porém, aceitado contraproposta de R\$ 238 mil apresentada pelo CTC.

Ante o parecer favorável do CTC, o Colegiado aceitou a celebração do termo de compromisso.

### ***Celebração de Termo de Compromisso - Descumprimento do dever de sigilo de conselheiro fiscal***

O Colegiado da CVM aceitou proposta de termo de compromisso apresentada por membro do conselho fiscal de companhia aberta, previamente à instauração de processo administrativo sancionador, investigado por suposta disponibilização de informações sigilosas a acionista minoritário.

O processo teve origem a partir de denúncia apresentada pela própria companhia, após a realização de investigação interna, pela qual soube-se que o conselheiro fiscal teria enviado e-mail a funcionários de um dos acionistas minoritários, com informações financeiras que até então não haviam sido divulgadas ao mercado, como provisão para perdas de crédito, orçamento previsto e realizado do ano até aquele momento, informações sigilosas de clientes, provisões trabalhistas, entre outras.

Intimado pela SEP, o conselheiro fiscal esclareceu que no seu entender: (i) as informações não seriam potencialmente relevantes; (ii) não teria havido má-fé, pois o repasse de informações foi feito com o intuito de adotar as melhores práticas na elaboração das demonstrações financeiras; e (iii) os fundos geridos pelo acionista teriam reduzido a maior parte de sua participação na companhia antes de ele ter enviado o e-mail.

Para a SEP não haveria a princípio insider trading do administrador, na medida em que não foram encontradas operações realizadas por ele, e nem do acionista, pois este último havia iniciado operações com os papéis da companhia antes do e-mail do conselheiro fiscal e as operações realizadas depois disso representavam uma pequena parte, de modo que não seria possível identificar uma mudança no padrão



de negociação. Por outro lado, a disponibilização de informações não divulgadas ao mercado representaria uma violação do dever de lealdade do conselheiro.

Após a apresentação de sua resposta, mas antes da instauração do processo sancionador, o conselheiro apresentou proposta de pagar R\$ 25 mil para encerrar o processo. O CTC apresentou contraproposta consistente em: (i) obrigação pecuniária de R\$ 331.500,00; e (ii) obrigação de não exercer cargo administrador ou conselheiro fiscal de companhia aberta pelo prazo de um ano. De início o conselheiro propôs parcelar o valor a ser pago em 15 parcelas, mas ante a reiteração da proposta pelo CTC, decidiu aceitá-la, obtendo parecer favorável do órgão.

Ante o parecer favorável do CTC, o Colegiado aceitou a celebração do termo de compromisso.

### ***Celebração de Termo de Compromisso - Descumprimento do dever de sigilo em apresentação a investidores***

O Colegiado da CVM aceitou proposta de termo de compromisso de diretor presidente e DRI de companhia aberta, atuante no setor de saúde, acusados, respectivamente, de apresentar a investidores projeção não divulgada anteriormente ao mercado e de não divulgar fato relevante depois do vazamento das informações aos investidores.

O processo administrativo sancionador teve origem na apuração, pela área técnica da CVM, da veracidade de notícia veiculada na imprensa informando que: (i) a companhia pretendia ter entre 4 e 5 mil leitos em determinada nada; (ii) não teria havido mudanças nas projeções de receita e EBITDA no atual cenário macroeconômico; e (iii) esperava-se que a alavancagem do grupo permanecesse em 3 a 3,5 vezes o EBITDA. Ademais, a CVM questionou o motivo de tais informações não terem constado de fato relevante e solicitou que a companhia apresentasse em quais documentos arquivados na CVM constariam projeções de receita e EBITDA.

Em sua resposta, de forma resumida, a companhia informou que as informações em questão haviam sido apresentadas pelo diretor presidente e pelo DRI da companhia em resposta a questionamentos de investidores em “investor day”. Nesse contexto, defendeu que as informações seriam imprecisas e não teriam “valores e prazos bem



definidos”, conforme previsto no item 4.3 do então vigente Ofício-Circular/CVM/SEP/nº 01/2021 (“**Ofício Circular**”), de modo que não poderiam ser consideradas projeções, tendo por objeto apenas ilustrar a estratégia da companhia.

Em relação ao aumento de leitos, a companhia argumentou que a informação não tinha precisão, já que o intervalo apresentado era bastante grande para o horizonte de tempo, e pelo mesmo motivo não haveria confiabilidade para que os investidores considerassem como guidance, mas apenas “mera estimativa de atingimento potencial”. A companhia informou que não tinha apresentado projeções sobre receitas e alavancagem e defendeu que as informações apresentadas aos investidores não tinham prazos e valores bem definidos.

Ademais, a companhia informou que a apresentação incluiu um alerta de que “todas as informações sobre o futuro da Companhia não são garantias de desempenho pois elas estão sujeitas a externalidades e fatores que vão além das premissas e planos de negócios da administração”, o que serviria para orientar de que as informações não tinham “o grau de acuracidade e confiabilidade necessários para que pudessem ser adotadas [...] como uma expectativa de projeção da Companhia”.

Em sua acusação, a SEP focou especificamente a divulgação do aumento do número de leitos. Para ela, como a companhia atuava na área de administração hospitalar, o número de leitos seria provavelmente o dado operacional mais relevante para avaliar o seu desempenho e teria forte correlação com a receita. Notou, inclusive, que na mesma apresentação o diretor presidente teria informado um intervalo de receita por leito, de modo que era possível estimar o incremento de receita no intervalo apresentado.

Nesse contexto, para a SEP a falta de expressões como “projeção” ou “estimativa” não alteraria a essência da informação, nem sua capacidade de orientar o mercado sobre as expectativas da companhia. Por fim, notou que a própria divulgação da notícia e a ocorrência de oscilação atípica naquele dia demonstrariam a relevância da informação. Assim, o diretor presidente foi acusado de violar o seu dever de sigilo, ao divulgar projeção que não havia sido objeto de divulgação anterior.

Em razão do vazamento da informação, o DRI foi acusado de não ter divulgado fato relevante sobre a informação depois da violação do sigilo, destacando também que

houve ainda divulgação de notícia sobre o assunto e oscilação atípica nas ações da companhia.

Acusados, os administradores apresentaram proposta conjunta de termo de compromisso, no valor de R\$ 500 mil, sendo R\$ 250 mil para cada. O CTC apresentou contraproposta de R\$ 680 mil, sendo R\$ 340 mil para cada um. Os proponentes apresentaram ainda uma última proposta de R\$ 600 mil, mas concordaram em aceitar a proposta do CTC, caso a deles não fosse aceita. Nesse sentido, o CTC apresentou parecer favorável à celebração do termo de compromisso no valor de R\$ 680 mil.

Ante o parecer favorável do CTC, o Colegiado aceitou a celebração do termo de compromisso.

### ***OUTRAS DECISÕES PROFERIDAS PELO COLEGIADO DA CVM***

#### ***Colegiado da CVM decide que é possível a distribuição de dividendos intercalares em períodos inferiores a um semestre com base em reserva de lucros***

Em resposta a consulta da SEP, o Colegiado da CVM manifestou entendimento de que é possível a distribuição de dividendos intercalares – isto é, pagos com base nos lucros apurados durante um determinado exercício social, antes do seu fechamento – relativos a período inferior ao semestre, com base em valores constantes tanto da reserva de capital, como expressamente previsto no art. 204, § 1º, da Lei das S.A., quanto de reserva de lucros, atendidos os requisitos legais.

O processo decorre da atividade de supervisão da área técnica da CVM, no âmbito da qual foi averiguado que uma companhia aberta realizou distribuição de dividendos intercalares referentes a períodos inferiores ao semestre em montante que superava em mais de 40 vezes o valor registrado na reserva de capital. Assim, foi enviado à companhia ofício solicitando que fossem informados os motivos pelos quais se entendia que a distribuição de dividendos foi realizada em observância ao referido dispositivo legal.

Em sua resposta, a companhia argumentou, principalmente, que o parâmetro de reserva de capital teria sido estabelecido na Lei das S.A. como limite à distribuição



de dividendos intercalares em vista da inexistência de reservas de lucros, situação na qual ela seria a única reserva protegendo o capital social. Ressaltou, ainda, que a distribuição foi baseada em previsão estatutária, realizada de acordo com a política de dividendos e que outras companhias adotam o mesmo procedimento. Em linha com a manifestação da companhia, a Procuradoria Federal Especializada junto à CVM (“**PFE**”) emitiu parecer no qual afirmou ser ilógico proibir a distribuição de dividendos intercalares até o limite da reserva de lucros, tendo em vista que a limitação prevista no art. 204, § 1º, da Lei das S.A. visa proteger o capital social.

Em razão de particularidades do caso concreto, a SEP chegou à conclusão de que não se justificaria a instauração de processo de natureza sancionadora. Não obstante, a área técnica manifestou entendimento no sentido de que a Lei das S.A. teria sido taxativa em relação ao limite à distribuição de dividendos intercalares. Assim, em vista (i) da inexistência de precedentes da CVM sobre o tema, (ii) da averiguação de que companhias abertas adotam o procedimento e (iii) do posicionamento divergente entre a PFE e a SEP, o assunto foi submetido a consulta ao Colegiado da CVM.

Na apreciação do Colegiado, uma diretora se posicionou no sentido de que a interpretação estrita da Lei das S.A. deveria conduzir à conclusão da SEP, dado que, podendo prever o montante das reservas de lucros como limite à distribuição de dividendos intercalares, o legislador não o fez. Antes, segundo a julgadora, a lei conferiu tratamento distinto e mais restritivos aos lucros apurados em períodos inferiores ao semestre em relação aos lucros já “maduros”, retidos no patrimônio para fins específicos, que podem ser distribuídos de acordo com o art. 204, § 2º, da Lei das S.A.. Ponderou, por fim, que a adoção das reservas de lucro como limite à distribuição de dividendos intercalares implicaria na necessidade de restringir a distribuição de lucros à conta dessas reservas antes de o resultado do exercício se tornar definitivo, o que não se coaduna com a sistemática da lei.

Os demais membros do Colegiado votaram pela possibilidade de distribuição de dividendos intercalares pagos pelo lucro apurado em balanço referente a período inferior ao semestre tendo por limite a reserva de capital ou a reserva de, bem como a possibilidade de distribuição de dividendos intermediários independentemente da existência de reserva de capital (art. 204, § 2º).



O racional para tanto é o de que a regra contida no art. 204, § 1º, da Lei das S.A. tem o condão de proteger a integridade do capital social e o desenvolvimento do mercado de capitais, o que também é garantido pela existência de reservas de lucros e não só pela reserva de capital, uma vez que elas servem para a absorção de prejuízos acumulados – e apenas no caso de os prejuízos superarem os lucros acumulados e as reservas de lucros é que a reserva de capital será utilizada. Os diretores, no entanto, ressaltaram a cautela e a diligência que os administradores de companhias abertas devem ter na distribuição de lucros ainda não “maduros”, tendo em vista as possíveis consequências caso a situação financeira da companhia seja afetada por eventos adversos na sequência.

### ***Colegiado da CVM decide sobre marco temporal a ser adotado na interpretação de regras sobre OPA por aumento de participação***

O Colegiado da CVM decidiu que a celebração de compra e venda, independentemente de sua efetivação, deve ser considerada como o momento da aquisição de ações (gatilho) para fins de aplicação das regras sobre oferta pública de aquisição (“**OPA**”) por aumento de participação.

A questão foi levantada em recurso contra decisão da Superintendência de Registro de Valores Mobiliários (“**SRE**”) no âmbito de consulta formulada por acionistas minoritários de companhia aberta. No caso, a controladora da companhia adquiriu ações detidas por ex-integrante do bloco de controle indireto sem realizar OPA subsequente, sob o argumento de que a participação adquirida não estaria enquadrada no conceito de “ações em circulação”. O entendimento foi confirmado pela SRE.

A controladora apresentou dois principais argumentos. Em primeiro lugar, defendeu-se que o ex-integrante do bloco de controle seria pessoa vinculada à controladora, de modo que as suas ações não poderiam ser consideradas em circulação. Em segundo, que a compra das ações fora contratada em acordo de acionistas da controladora, no qual ela constou como interveniente anuente, celebrado numa época em que o vendedor ainda fazia parte do bloco de controle indireto da companhia, sendo que esse deveria ser interpretado como o momento da aquisição, muito embora a efetiva transferência das ações houvesse ocorrido mais tarde.



Embora tenha descartado o primeiro argumento, a SRE concordou com o segundo, razão pela qual os acionistas minoritários recorreram ao Colegiado da CVM.

Na análise do caso, a relatora considerou que eventual relação de vinculação entre as partes da compra e venda dependeria de atuação coordenada e de uma comunhão de interesses, o que pressuporia mais do que uma mera relação de coligação ou ausência de divergência em decisões sociais. Em relação ao momento da efetiva aquisição das ações, a relatora ressaltou, em linha com os precedentes da CVM, que o conceito de ações em circulação não é pautado pela possibilidade de negociação das ações, mas pelas características de seu titular, bem como o fato de que a aquisição de ações, para fins do gatilho de OPA por aumento de participações, abarca outros arranjos além da compra e venda.

Apesar dessas considerações, a relatora concluiu que a redação do acordo de acionistas da controladora da companhia estaria longe de refletir uma verdadeira compra e venda, tendo em vista, principalmente, que: (i) a controladora não seria parte no acordo de acionistas, mas apenas interveniente anuente para fins de efetivação das obrigações acordadas de acordo com o art. 118 da Lei das S.A.; (ii) o pacto não continha objeto determinado (número de ações ou porcentagem de participação); e (iii) pelas características específicas, o pacto teria a finalidade de proporcionar uma alternativa adicional para que o integrante do bloco de controle liquidasse suas participações na controlada. Por essa razão, votou pelo provimento do recurso.

Os demais membros do Colegiado manifestaram posição discordante da relatora, por considerarem que os elementos essenciais do negócio jurídico estavam presentes no acordo de acionistas da controladora, de modo que, ainda que não se reconhecesse uma compra e venda perfeita, seria possível afirmar que a efetiva transferência das ações foi motivada pelo vínculo jurídico preexistente das partes. Ainda, foi considerado o comportamento das partes após a celebração do acordo de acionistas, uma vez que, desde que ele foi assinado, a controladora da companhia passou a registrar contabilmente o valor correspondente à compra das ações.

Desse modo, a maioria do Colegiado da CVM decidiu pela não necessidade de realização de OPA por aumento de participação, uma vez que a aquisição teria sido





realizada quando o acionista vendedor ainda integrava o bloco de controle indireto da companhia.

## Contatos para eventuais esclarecimentos:

ALESSANDRA ZEQUI

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

DIEGO PAIXÃO VIEIRA

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

RICARDO PERES FREOA

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

DAPHNE MINERBO

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

BRUNA BELLOTTO

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

**STOCHE FORBES**

ADVOGADOS

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.

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

---

SÃO PAULO | RIO DE JANEIRO | BRASÍLIA | BELO HORIZONTE | RIBEIRÃO PRETO