



**CVM**

*Comissão de Valores Mobiliários*

*Protegendo quem investe no futuro do Brasil*

Fábio Eduardo Galvão Ferreira Costa

Superintendência de Processos

Sancionadores

Esclareço que, embora representando a CVM no presente evento, as opiniões que emitirei são de minha inteira responsabilidade, não refletindo, necessariamente, a opinião da CVM.

Ressalto, ainda, que todas as informações e exemplos de casos a serem citados são públicos e seus inteiros teores encontram-se disponíveis no *site* da CVM na internet:

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

# Função Fiscalizadora

- Fiscalização e Punição (*enforcement*) - Fiscalizar permanentemente as atividades e os serviços do mercado de valores mobiliários, bem como a veiculação de informações relativas ao mercado, às pessoas que dele participam e aos valores nele negociados, impondo penalidades aos infratores das Leis 6.404/76 e 6.385/76, das normas da própria CVM e de leis especiais cujo cumprimento lhe incumba fiscalizar. (Lei 6.385/76, art. 8º, inciso III, e art. 11)
- O mandato legal da CVM prevê que seja dada prioridade ao *enforcement* dos casos envolvendo companhias abertas que não apresentem lucro em balanço ou que deixem de pagar o dividendo mínimo obrigatório. (Lei 6.385/76, art. 8º, inciso V)

# Função Fiscalizadora

- Modelo da CVM: Fiscalização direta e indireta
- Processo sancionador: Deliberação CVM 538/08
- Rito Sumário: infrações de natureza objetiva (Instrução CVM 251/96)

Administradores: deixar de suspender negociações com ações após cancelamento do registro, deixar de publicar as DF nos prazos previstos, deixar de apresentar notas explicativas sobre o valor de mercado dos instrumentos financeiros contratados pela companhia (*hedge accounting*), etc.

- Rito Ordinário: Termo de acusação (elementos suficientes de autoria e materialidade)
- Rito Ordinário: Inquérito Administrativo (aprofundamento da investigação e condução conjunta)

# Penalidades Aplicáveis

(Lei 6.385/76, art. 11)

- Advertência
- Multa não excedente a:
  - a) R\$ 500 mil
  - b) 50% do valor da emissão ou das operações irregulares
  - c) 3 vezes o ganho auferido (ou perda evitada) em decorrência do ilícito
- Rito Sumário: A multa é aplicada diretamente pelo próprio Superintendente da área técnica, limitada ao valor de R\$ 100 mil.
- Rito Sumário: Cabe recurso ao Colegiado da CVM e ao CRSFN

# Penalidades Aplicáveis

Para as infrações graves assim definidas em normas da CVM:

- Suspensão do exercício de cargo de administrador ou conselheiro fiscal
- Inabilitação temporária para o exercício dos mesmos cargos (até 20 anos)
- Suspensão de autorização ou registro para exercer atividades que dependam de aprovação da CVM
- Cassação de autorização ou registro pela CVM
- Proibição temporária de operar no mercado de valores (até 20 anos)

# Termo de Compromisso

(Lei 6.385/76, art. 11, §§ 5º e 6º)

- Natureza de acordo:

“Não importa confissão de responsabilidade quanto à matéria de fato, nem reconhecimento de ilicitude da conduta analisada”

- Requisitos:

a) Cessar a prática irregular;

b) Corrigir as irregularidades, inclusive indenizando prejuízos.

- Filosofia: desestimular as práticas consideradas ilícitas pelas CVM
- Pode ser feita a proposta de termo inclusive na fase de investigação preliminar (Deliberação CVM 390/01, art. 7º) ou mesmo antes da instauração de procedimento investigatório

# Acionista Controlador

- Comparato alude à possibilidade de haver “dissociação entre propriedade acionária e poder de comando empresarial”
- Em suma, ter a maioria das ações (titularidade dos direitos de sócio) faz o sócio majoritário, mas não faz o acionista controlador
- Na visão prenunciada de Karl Marx, quem controla a sociedade são os gestores, os proprietários (donos do capital) recebem a “renda” da atividade empresarial
- De fato, verifica-se no capitalismo moderno a existência de economias onde há pulverização do capital social e seria legítimo falar em “controle gerencial” ou “poder da estrutura técnica”



- Exercida pelo Conselho de Administração que tem **funções deliberativas** e pela Diretoria que tem **funções executivas**;
- A Diretoria é um órgão de existência obrigatória na sociedade anônima (caput do Art. 138, LSA)
- Nas **companhias abertas** e **de capital autorizado**, o Conselho de Administração também é de funcionamento obrigatório (Art. 138, § 2º)
- Das competências do Conselho de Administração, elencadas no Art. 142 da LSA, depreende-se que o CA assume atribuições que normalmente seriam da Assembléia
- O Prof. Lamy pretendeu que o Conselho de Administração funcionasse como uma **mini Assembléia Geral**

- O **Conselho de Administração** deve se reunir periodicamente para fixar a orientação geral dos negócios da companhia, acompanhar e **fiscalizar a atuação da Diretoria** (Art. 142 LSA)
- A **Diretoria** compõe o corpo executivo da sociedade e seus membros são os responsáveis pela representação da companhia e pela prática dos **atos necessários ao seu funcionamento regular** (Art. 144 LSA)
- Os Diretores devem praticar somente atos que sejam **compatíveis com o objeto social** e estejam em **adequação aos interesses** que devem atender
- As normas relativas a **impedimentos, deveres e responsabilidades** dos administradores aplicam-se aos Conselheiros e aos Diretores (Art. 145 LSA)

# Deveres do Administrador

- Art. 153 LSA: O primeiro dever do administrador é o de administrar a companhia com o **cuidado** e **diligência** que todo **homem ativo e probo** costuma empregar na administração dos seus próprios negócios (**dever de diligência**)
- O “desvio de poder” ou “desvio de finalidade das atribuições” se verifica quando o administrador **extrapola as atribuições que a lei ou o estatuto lhe conferem**, ou ainda ao agir em contrariedade às **“exigências do bem público e da função social da empresa”** (Art. 154, caput, LSA)
- “Art. 154, § 1º. LSA. O administrador eleito por grupo ou classe de acionistas tem, para com a companhia, os mesmos deveres que os demais, não podendo, **ainda que para defesa do interesse dos que o elegeram**, faltar a esses deveres”.

# Deveres do Administrador

- Art. 155 LSA: O **dever de lealdade** traduz-se na **reserva** que deve ser mantida sobre os negócios da companhia e na **não utilização das oportunidades de negócios** que o administrador tiver ciência em função do cargo em benefício próprio ou de terceiros
- “Art. 155, § 1º. LSA. Cumpre, ademais, ao administrador de companhia aberta, guardar sigilo sobre qualquer **informação que ainda não tenha sido divulgada para conhecimento do mercado**, obtida em razão do cargo e capaz de influir de modo ponderável na cotação de valores mobiliários, sendo-lhe **vedado valer-se da informação para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante compra ou venda de valores mobiliários.**

...

§ 4º É vedada a utilização de **informação relevante** ainda não divulgada, por **qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso**, com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem, no mercado de valores mobiliários”. (**insider de mercado**)

# Deveres do Administrador

- Os administradores têm, ainda, o **dever de informar** à assembleia-geral ordinária, a pedido de acionistas que representem 5% (cinco por cento) ou mais do capital social, **“quaisquer atos ou fatos relevantes nas atividades da companhia”** (Art. 157, § 1º, “e”)
- “Art. 157, § 4º. LSA. Os administradores da companhia aberta são obrigados a **comunicar imediatamente** à bolsa de valores e a divulgar pela imprensa qualquer **deliberação** da assembleia-geral ou dos órgãos de administração da companhia, **ou fato relevante** ocorrido nos seus negócios, **que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores** do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia.  
  
§ 5º Os administradores poderão **recusar-se a prestar a informação** (§ 1º, alínea e), ou deixar de divulgá-la (§ 4º), se entenderem que sua **revelação porá em risco interesse legítimo** da companhia, cabendo à Comissão de Valores Mobiliários, a pedido dos administradores, de qualquer acionista, ou por iniciativa própria, decidir sobre a prestação de informação e **responsabilizar os administradores, se for o caso**”.

- O princípio do *full disclosure* trabalha com o conceito de que toda **informação** relevante sobre um determinado investimento seja **disponibilizada** para qualquer indivíduo que esteja tomando uma decisão de investimento, a fim de que possa achá-la de forma rápida e em tempo suficiente para que seja capaz de usar a informação
- Divulgando amplamente a sua realidade (*full disclosure*), ou seja, não se omitindo de divulgar a informação relevante ou não o fazendo parcialmente, a companhia evita a **assimetria informacional** no mercado e os prejuízos decorrentes aos investidores que não tiveram o acesso à informação
- O **dever de sigilo** (lealdade) visa evitar o vazamento de informações para pessoas que possam usar informação privilegiada, ao passo que o **dever de informar** tem por critério garantir a simetria de informações para todos



- “Art. 154, § 2º. LSA. **É vedado ao administrador:**
  - a) **praticar ato de liberalidade** à custa da companhia;
  - b) sem prévia autorização da assembléia-geral ou do conselho de administração, **tomar** por **empréstimo** recursos ou bens da companhia, ou usar, em proveito próprio, de sociedade em que tenha interesse, ou de terceiros, os seus bens, serviços ou crédito;
  - c) **receber** de terceiros, sem autorização estatutária ou da assembléia-geral, qualquer modalidade de **vantagem pessoal**, direta ou indireta, em razão do exercício de seu cargo”.
- “Art. 156. LSA. É vedado ao administrador intervir em qualquer operação social em que tiver **interesse conflitante** com o da companhia, bem como na deliberação que a respeito tomarem os demais administradores, cumprindo-lhe notificá-los do seu impedimento e fazer consignar, em ata de reunião do conselho de administração ou da diretoria, a natureza e extensão do seu interesse”.

# Responsabilidade Penal

- *Insider Trading* é crime!!!
- Compete à CVM comunicar ao Ministério Público para propositura da competente ação penal
- Uso Indevido de Informação Privilegiada (Lei nº 6.385/76)

Art. 27-D. Utilizar informação relevante ainda não divulgada ao mercado, de que **tenha conhecimento** e da qual **deva manter sigilo**, capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida, mediante negociação, em nome próprio ou de terceiro, com valores mobiliários:

Pena – **reclusão**, de 1 (um) a 5 (cinco) anos, **e multa de até 3 (três) vezes** o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime.



# Responsabilidade Civil

- “Art. 158. LSA. O administrador não é pessoalmente responsável pelas obrigações que contrair em nome da sociedade e em virtude de ato regular de gestão; responde, porém, civilmente, pelos prejuízos que causar, quando proceder:
  - I - dentro de suas atribuições ou poderes, com culpa ou dolo;
  - II - com violação da lei ou do estatuto”.
- Na primeira hipótese (o administrador pratica ato regular de gestão), a caracterização da responsabilidade pessoal do administrador depende da comprovação de que houve culpa ou dolo
- Na segunda hipótese (Teoria Ultra Vires), se o administrador violou a lei ou o estatuto, presume-se a ocorrência de culpa e o administrador responderá pessoalmente

# Responsabilidade Administrativa

- PAS 20/04, julgado em 21/08/08 (SPRINGER)
- Caso de participação de acionistas controladores e administradores entre os votantes, em duas Assembléias Gerais Ordinárias, nas quais se tratou das eleições separadas de representante dos preferencialistas para o Conselho Fiscal da Springer S/A
- Voto do Diretor Relator, (...) abuso de poder de controle, entendido, conforme Luiz Gastão Paes de Barros Leães, como a situação na qual o titular do controle societário "exerce a sua faculdade, desviando-se de sua finalidade, que é a de fazer a sociedade realizar o seu objetivo e de cumprir a sua função social, pelo que deverá responder pelos danos causados nos direitos e interesses dos demais acionistas, dos que participam da vida societária e do meio social em que se insere".
- "Ao suprimir o direito dos minoritários de possuírem legítimo representante no Conselho Fiscal, e, por conseqüência, comprometer o direito à fiscalização da gestão dos negócios sociais garantido pela Lei das S.A., ... configura, evidentemente, o descumprimento de uma de suas funções sociais basilares, qual seja o do exercício de suas atividades segundo os parâmetros de legalidade"
- Resultado: Aplicação de multa aos controladores por infração ao art. 161, § 4º, a (eleição de conselheiro fiscal pelos minoritários) c/c arts. 115 e 117 da Lei 6.404/76 (abuso do direito de voto e abuso do poder de controle)

# Responsabilidade Administrativa

- PAS RJ2001/11808, julgado em 02/10/07 (SANTO AMARO)
- Caso em que os administradores da Indústria de Papéis Santo Amaro S/A foram acusados pelo fato de não terem mantido o registro da companhia atualizado e de terem faltado ao dever de diligência previsto no art. 153 da LSA (gestão não comprometida com a reversão do quadro de insolvência)
- O Colegiado, em recentes julgamentos, pacificou o entendimento no sentido de que o art. 6º da Instrução CVM nº 202/93 atribui a responsabilidade pelo envio das informações apenas ao Diretor de Relações com Investidores - DRI, tendo ficado claro que o aludido dispositivo é direcionado tão-somente a esse diretor
- O Diretor Relator ressaltou que o descumprimento do dever de diligência por parte dos administradores (membros do Conselho de Administração e outros Diretores) configura o cometimento de ilícito diverso, com requisitos próprios, não devendo ser confundidas essas responsabilidades
- “Entendo que somente em circunstâncias especiais poderia ser atribuída a esses administradores a ausência de diligência com relação ao não envio de informações”
- Resultado: aplicação da pena de multa ao DRI, por infração ao art. 6º da Instrução CVM nº 202/93, e da pena de advertência ao síndico da massa falida, por infração ao disposto no § 2º do art. 16 da mesma Instrução.

- **PAS RJ2008/4871 - BIOMM S.A.**, julgado em 10/03/09
- Recurso do DRI da Biommm ao Colegiado da CVM contra a aplicação de multa pela SEP, em sede de **rito sumário**, pela não adoção dos procedimentos elencados no inciso I do art. 13 da Instrução 202/93 (atraso no envio de informações periódicas)
- Resultado: O Diretor Relator entendeu que restou caracterizado o atraso por parte do DRI nos termos da decisão da SEP e, então, o Colegiado deliberou negar provimento ao recurso, **mantendo o valor da multa**.
  
- **PAS RJ2008/0236 - SOLA S.A. - INDÚSTRIAS ALIMENTÍCIAS**, julgado em 14/04/09
- Recurso do DRI da Sola ao Colegiado da CVM contra a aplicação de multa pela SEP, em sede de **rito sumário**, pela não adoção dos procedimentos elencados no inciso I do art. 13 da Instrução 202/93 (atraso no envio de informações periódicas)
- O Diretor Relator entendeu que os argumentos apresentados no recurso poderiam influenciar no cálculo da multa, mas não justificam o descumprimento das obrigações de envio de informações periódicas nem eximem o DRI da responsabilidade que lhe é imputada no art. 6º da Instrução 202/93, conforme vem a CVM decidindo de maneira reiterada.
- Resultado: O Colegiado da CVM deliberou negar provimento ao recurso, **mantendo o valor da multa**.

- **PAS CVM Nº RJ2007/3639 – PLASCAR S.A. - Plascar Participações Industriais S.A.**, julgado em 31/10/07
- Caso em que o Diretor-Presidente/Presidente do CA da Plascar, na presença do DRI da companhia, concedeu entrevista ao jornal “Valor Econômico”, trazendo informações sobre expectativas de crescimento da Plascar e aquisição de novas empresas, sem qualquer divulgação anterior de fato relevante.
- O Diretor Relator enfatizou que o art. 157, § 4º da Lei 6.404/76 (dever de informar), em conjunto com a Instrução CVM nº 358/02, art. 3º, caput, e § 3º, visam a assegurar a disponibilidade, em tempo hábil, das informações necessárias e essenciais aos investidores (simetria informacional) pela divulgação de ato ou fato relevante.
- O Diretor Relator também entendeu que o DRI se omitiu à obrigação de divulgar imediatamente qualquer ato ou fato relevante aos investidores de mercado, ao estar presente durante a entrevista e não impedir a divulgação do conteúdo da mesma, ou não proceder à divulgação do fato relevante tão logo a entrevista tivesse acabado.
- O Colegiado da CVM decidiu aplicar multa ao DRI pela infração do art. 157, § 4º, da Lei nº 6.404/76, combinado com a Instrução CVM nº 358/02, art. 3º, caput (não divulgação de informação simultaneamente), bem como aplicar multa ao Diretor-Presidente/Presidente do CA da Plascar por infração do art. 8º da Instrução CVM nº 358/02\*.
- **“\*Cumpra aos acionistas controladores, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas guardar sigilo das informações relativas a ato ou fato relevantes às quais tenham acesso privilegiado em razão do cargo ou posição que ocupam, até a sua divulgação ao mercado.”**

**PAS CVM Nº SP2007/0117 - Romano Ancelmo Fontana Filho**, julgado em 26/02/08 (SADIA)

- Termo de Acusação apresentado contra membro do CA da SADIA por negociar com valores mobiliários de posse de informações relevantes ainda não divulgadas ao mercado, conduta vedada pelo art. 155, §1º, da Lei nº 6.404/76. Foi expedida comunicação ao MP em face da existência de indícios de crime de ação penal pública (*insider trading*).
- Refere-se à oferta pública feita pela SADIA, em 16/07/06, para compra de, no mínimo, 50% mais uma ações de emissão da PERDIGÃO por preço 21,22% superior à cotação das ações no fechamento do pregão anterior de 14/07/06. O estatuto da PERDIGÃO fixava o preço em 135% da cotação média das ações na Bovespa, no período de 30 dias anteriores à publicação do edital.
- Após a apresentação da oferta, as duas companhias divulgaram diversos Fatos Relevantes, envolvendo: recusa da primeira oferta pela PERDIGÃO, aumento da oferta pela SADIA, nova recusa da PERDIGÃO e a retirada da oferta pela SADIA.
- O Sr. Romano alienou, em 21/07/06, ADR's da PERDIGÃO adquiridos anteriormente à divulgação pública da revogação da oferta pela SADIA, em operações que resultaram em um ganho de US\$139,114.50.
- O Diretor Relator ressaltou que o "*insider*" ao negociar em bases informacionais assimétricas (em detrimento dos investidores que não dispõem da mesma informação) pratica **uma das mais deletérias modalidades de fraude** no mercado de valores mobiliários.
- Resultado: O Colegiado da CVM aplicou a penalidade de **inabilitação temporária** pelo prazo de cinco anos para o exercício do cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta ao Sr. Romano Ancelmo Fontana Filho, por infração ao art. 155, § 1º, da Lei nº 6.404/76.



- **PAS CVM Nº SP2007/0118 - Luiz Gonzaga Murat Junior**, julgado em 26/02/08 (SADIA)
- Acusação de quebra de dever de lealdade formulada contra Luiz Gonzaga Murat Júnior, então DRI da SADIA. EM 07/04/06, o Sr. Murat discutiu com o Banco ABN Amro a possibilidade de a SADIA efetuar uma oferta pública de aquisição de controle da PERDIGÃO e, no mesmo dia, adquiriu 15.300 ADRs de emissão da PERDIGÃO, no valor total de USD 352,907.00. Em 29/06/06, adquiriu mais 30.600 ADRs da PERDIGÃO, no valor total de USD 586,801.00.
- Depois de publicamente divulgada a retirada da oferta de aquisição de ações por parte da SADIA, o Sr. Murat vendeu 15.300 ADRs de emissão da PERDIGÃO, a um valor total de USD 351,976.00.
- O Sr. Murat alegou que vendeu parte dos ADRs, após a revogação da oferta pela SADIA, sem nenhum lucro. Por sua vez, o Diretor Relator ressaltou que o momento da venda não tornava a sua conduta regular, pois a infração cometida teria sido ainda mais grave se os ADRs tivessem sido vendidos antes da divulgação ao mercado da revogação da oferta.
- O Diretor Relator propôs a inabilitação do Sr. Murat para o exercício do cargo de administrador e conselheiro fiscal de companhia aberta brasileira pelo prazo de 5 anos, como **penalidade apta a restaurar a confiança dos investidores** no mercado, adequada à circunstância de que o Acusado era DRI de uma companhia aberta.
- Resultado: O Colegiado da CVM decidiu aplicar a penalidade proposta, nos termos do voto do Diretor Relator, por infração ao art. 155, § 1º, da Lei das S/A (dever de lealdade).

# Responsabilidade Administrativa

- PAS 25/03 - Caso TELEMAR, julgado em 25/03/08
- Imputações: art. 153 (dever de diligência), 154 (desvio de poder) e 155, II (dever de lealdade)
- A defesa alegou que o administrador deve confiar nas avaliações dos especialistas e não está obrigado a ter conhecimentos específicos sobre avaliação de empresas. Também não está obrigado a entender os laudos de avaliação, mas sim, de forma discricionária, avaliar o negócio
- Na decisão, o Colegiado da CVM analisou o processo decisório da administração, e não as suas decisões. A condição para tal avaliação está expressa na Regra de Decisão Negocial (BJR), critério este utilizado para verificar o eventual descumprimento dos deveres fiduciários, por parte dos administradores
- Segundo a BJR, desde que alguns princípios sejam observados pelo administrador no processo de tomada da decisão negocial, o mérito da decisão não poderá ser revisto posteriormente em razão do dever de diligência



# Responsabilidade Administrativa

- **PAS 25/03** - Caso Telemar, julgado em 25/03/08
- Em voto proferido no âmbito do Processo Administrativo Sancionador 2005/1443, julgado em 10/05/06, foram esclarecidos quais seriam esses princípios que o administrador deve seguir para ser beneficiado pela Regra da Decisão Negocial:
- i) **Decisão informada**: A decisão informada é aquela na qual os administradores basearam-se nas **informações razoavelmente necessárias para tomá-la**. Podem os administradores, utilizar, como informações, análises e memorandos dos diretores e outros funcionários, bem como de terceiros contratados;
- (ii) **Decisão refletida**: A decisão refletida é aquela tomada depois da análise das diferentes alternativas ou possíveis conseqüências ou, ainda, em cotejo com a documentação que fundamenta o negócio; e
- (iii) **Decisão desinteressada**: A decisão desinteressada é aquela que não resulta em benefício pecuniário ao administrador. Quando o administrador tem interesse na decisão, aplicam-se os "standards" do dever de lealdade ("duty of loyalty").

# Responsabilidade Administrativa

- **PAS 25/03** - Caso Telemar, julgado em 25/03/08
- A decisão fundada nas opiniões de terceiros **não exime**, de maneira alguma, o administrador do dever de analisar criticamente as informações a ele fornecidas
- Uma vez detectados **sinais de alerta** que levem o administrador a suspeitar de que algo não está correto, incide sobre ele o dever de investigar esses pontos buscando esclarecimentos
- A corroborar esse entendimento, Flávia Parente, citando The American Law Institute, conclui que, caso diante da existência dessas circunstâncias de alerta, o administrador se omita em seu dever de investigar, ocorre então uma **quebra no dever de diligência**
- A CVM concluiu que houve falta uma análise crítica por parte dos administradores, ao apreciarem o laudo de avaliação da Ernst & Young, uma vez que havia claros sinais de alerta indicando que algo estava errado, porém tais sinais não foram detectados
- "Em suma, a falta de análise crítica do laudo fica evidente, em minha opinião", declarou a Presidente da CVM
- Resultado: Condenação dos administradores da Telemar por infração ao art. 153 da Lei 6.404/76 (dever de diligência) e absolvição nas demais imputações (desvio de finalidade e lealdade)
- Pena: Advertência quanto à falta de diligência

Contato:

Fábio Eduardo Galvão

E-mail: [fabioe@cvm.gov.br](mailto:fabioe@cvm.gov.br)