



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

### PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº SEI 19957.002325/2016-21

Reg. Col. 0373/2016

**Acusados:** Paulo Renato Ferreira Velloso  
Walter Weiszflog  
Ingo Plöger  
Alfried Plöger  
Sergio Sesiki  
Breno Lerner  
Edson Covic  
Marina Oehling Gelman

**Assunto:** Apurar a responsabilidade dos administradores da Companhia Melhoramentos de São Paulo por terem supostamente recebido remuneração em montante superior ao autorizado em assembleia e contrariamente aos critérios legais, no período de 2010 a 2014.

**Diretor Relator:** Pablo Renteria

### VOTO

#### **I – Da Origem**

1. Trata-se de processo administrativo sancionador instaurado pela Superintendência de Relações com Empresas em face de Walter Weiszflog, Ingo Plöger, Alfried Plöger e Paulo Renato Ferreira Velloso (“Paulo Velloso” e, em conjunto com os anteriores, “Conselheiros”), bem como de Sergio Sesiki, Breno Lerner, Edson Covic e Marina Oehling Gelman (“Marina Gelman” e, em conjunto com os anteriores, “Diretores”), todos administradores da Companhia Melhoramentos de São Paulo (“Companhia” ou “Melhoramentos”), em razão de supostas irregularidades relacionadas à remuneração recebida da Companhia no período de 2010 a 2014.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5ª e 23-34ª Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

2. Conforme consta do relatório que acompanha o presente voto, a acusação se desdobra em duas imputações. Segundo a SEP, nos exercícios de 2010 a 2013, todos os defendentes teriam recebido, indevidamente, remuneração variável em montante superior ao autorizado nas assembleias de acionistas, o que caracterizaria desvio de poder, em infração ao art. 154 da Lei das S.A.

3. Adicionalmente, os Conselheiros, que também eram acionistas controladores, foram acusados de terem deliberado e recebido, a título de remuneração, valores excessivos e incompatíveis com as práticas de mercado, cuja fixação teria sido realizada contrariamente aos critérios legais e sem motivação que atendesse aos interesses sociais da Companhia. Dessa forma, teriam infringido, no período de 2010 a 2014, o disposto no art. 152, combinado com o art. 154 e o parágrafo único do art. 116 da Lei das S.A.

### **II – Da preliminar de mérito**

4. Em sede preliminar, os Diretores alegam que a acusação teria deixado de apurar um aspecto fundamental para o exame das infrações imputadas aos defendentes, qual seja, o montante individual efetivamente recebido por cada um deles durante o período compreendido neste processo. A peça acusatória, portanto, não seria hígida, vez que não preencheria o requisito normativo estabelecido no art. 6º, inciso III, da Deliberação CVM nº 538, de 2008, que exige a análise “da autoria das infrações apuradas, contendo a individualização da conduta dos acusados”.

5. Ressalto, contudo, que, independentemente de seu mérito, tal questão se encontra plenamente superada em razão das diligências que foram realizadas no curso deste processo administrativo sancionador com o fim, inclusive, de apurar os montantes de remuneração variável recebidos anualmente por cada acusado.<sup>1</sup> Destaco, ademais, que os defendentes tiveram a oportunidade de ter acesso às provas produzidas e de manifestar-se a respeito.

6. Desse modo, não vislumbro qualquer vício que pudesse conduzir à nulidade do Termo de Acusação, o que me leva, portanto, a rejeitar a preliminar arguida pelos Diretores.

---

<sup>1</sup> Doc. SEI nº 0500716, 0500718, 0500719 e 0508259.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

### III – Do mérito da acusação

#### III.1 – Do recebimento de remuneração variável acima do autorizado em assembleia

7. Passo então ao exame do mérito da primeira imputação formulada em face dos defendentes, que, como mencionado acima, diz respeito ao suposto recebimento, nos exercícios sociais de 2010 a 2013, de remuneração variável em montante superior ao que fora autorizado em assembleia de acionistas.

8. A acusação se baseou nas propostas da administração, formuladas nos termos da Instrução CVM nº 481, de 2009, para as assembleias de acionistas, bem como nos formulários de referência divulgados ao longo dos referidos exercícios sociais.

9. De acordo com tais documentos, a remuneração dos diretores e dos conselheiros da Companhia seria composta de um componente fixo e outro variável, sendo este último definido de sorte a incentivar o administrador a maximizar o valor econômico da Companhia. Segundo a metodologia de cálculo informada,<sup>2</sup> a remuneração variável era submetida ao atingimento de certos indicadores, como a apuração de lucro líquido no exercício social, e a determinados limites, como 10% do lucro líquido (excluídas as despesas com juros bancários).

10. No entanto, os documentos revelam que, mesmo nos exercícios sociais em que não foi apurado lucro líquido, houve pagamento de remuneração variável em favor de membros dos órgãos de administração. Tal discrepância encontra-se exposta na tabela abaixo, na qual foram agregados os valores recebidos, a título de remuneração variável, por todos os administradores em cada exercício social:

Valor por exercício (R\$ mil)	2010	2011	2012	2013
Lucro Líquido	-25.768	-4.455	3.214	-6.826
Lucro Líquido Ajustado			7.598	-1.782
Limite de Remuneração Variável	0	0	760	0
Total Remuneração Variável Paga	6.720	5.626	10.506	7.938
Remuneração Paga Indevidamente	6.720	5.626	9.746	7.938

<sup>2</sup> Tal como exigido no item 13.1.b.iii do Anexo 24 da Instrução CVM nº 480, de 2009. V. tabela contida no § 5º do Relatório, que resume as informações disponibilizadas aos acionistas sobre a metodologia de cálculo da remuneração variável oferecida aos administradores da Companhia.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

11. Em razão disso, a SEP entendeu que, em infração ao disposto no art. 154 da Lei das S.A., os administradores acusados neste processo tinham recebido, a título de remuneração variável, montantes superiores aos autorizados em assembleia geral de acionistas.

12. A acusação, tal como formulada, encontra-se amparada em dois pressupostos fáticos. O primeiro é que cada acusado recebeu remuneração variável da Companhia. O segundo é que os montantes recebidos a esse título extrapolaram os limites definidos em assembleia.

### **III.1.a - Administradores que receberam remuneração variável no período de 2010 a 2013**

13. Quanto ao primeiro ponto, as diligências realizadas no curso deste processo permitiram confirmar que nem todos os administradores acusados fizeram jus a remuneração variável suportada pela Companhia.

14. Assim, com relação a Breno Lerner, constata-se que, no período em exame, a sua remuneração foi suportada, quase exclusivamente, pela Editora Melhoramentos, companhia fechada subsidiária da Melhoramentos. Assim, em 2010, somente 16% de sua remuneração foi proveniente da Companhia.<sup>3</sup> Nos exercícios seguintes (2011 a 2013), coube à Companhia pagar 7,9%, 7% e 8,6% do total recebido, sendo o restante proveniente da Editora Melhoramentos.<sup>4</sup>

15. De forma semelhante, Edson Covic – acusado neste processo apenas em relação ao ano de 2010 – recebeu parte substancial da remuneração relativa a esse exercício da subsidiária de capital fechada Melhoramentos Florestal. A Companhia arcou com apenas 2,7% do montante total, equivalente a R\$ 7.639,00.

16. A SEP justificou a inclusão desses dois diretores no polo passivo deste processo porque a remuneração recebida das subsidiárias estaria relacionada aos cargos por eles ocupados na Companhia. No entanto, tal afirmativa não se sustenta, tendo em vista a informação contida nos autos de que ambos também ocupavam cargos nas subsidiárias, sendo remunerados pelos serviços que prestavam a essas sociedades.

<sup>3</sup> Nesse exercício, Breno Lerner recebeu diretamente da Companhia R\$ 47.035,00 a título de pró-labore e, indiretamente, por meio de pessoa jurídica, R\$ 42.341,00. Doc. SEI nº 0500716, 0500718 e 0500719.

<sup>4</sup> Doc. SEI nº 0500716, 0500718 e 0500719.

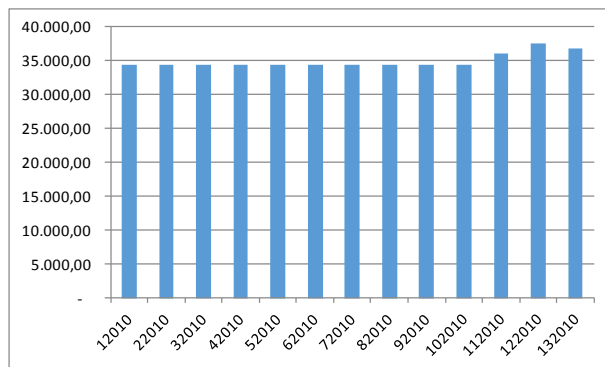


## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5ª e 23-34ª Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

17. Assim, e considerando não existir qualquer evidência de que os valores recebidos da Companhia constituíssem espécie de remuneração variável, entendo que a acusação é improcedente em relação a Bruno Lerner e Edson Covic.

18. Quanto à Diretora Marina Gelman – acusada apenas em relação ao ano de 2010 – é possível depreender, a partir dos documentos coligidos aos autos, que a remuneração por ela auferida nesse exercício social se afigurava fixa,<sup>5</sup> conforme exposto no gráfico e na tabela abaixo:<sup>6</sup>



Período	Vlr. Bruto	Referência
12010	34.386,00	100%
22010	34.386,00	100%
32010	34.386,00	100%
42010	34.386,00	100%
52010	34.386,00	100%
62010	34.386,00	100%
72010	34.386,00	100%
82010	34.386,00	100%
92010	34.386,00	100%
102010	34.386,00	100%
112010	36.105,30	105%
122010	37.482,00	109%
132010	36.794,00	107%

19. Como se vê, Marina Gelman recebeu, ao longo de 2010, treze pagamentos, idênticos de janeiro a outubro. A remuneração de novembro teve um aumento de 5% e a de dezembro um aumento de 9% (em comparação a outubro), o que corresponde, de forma agregada, a um reajuste de 7%, exatamente o mesmo percentual contemplado no dissídio coletivo da categoria no período.<sup>7</sup>

20. Desse modo, não é possível afirmar que ela tenha recebido remuneração variável, sendo, assim, improcedente a acusação.

21. Por sua vez, o Diretor Presidente e Diretor de Relações com Investidores Sergio Sesiki não negou ter recebido remuneração variável da Melhoramentos, mas alega que esta não era atrelada à apuração de lucro líquido no respectivo exercício social. Chegou a dizer que

<sup>5</sup> Sendo parte recebida diretamente da Companhia e outra por meio da pessoa jurídica Gelman Advogados Associados.

<sup>6</sup> Doc. SEI nº 0500716, 0500718 e 0500719.

<sup>7</sup> Doc. SEI nº 0095188 (fls. 349 a 363 do Processo CVM nº SP2014/234). Convenção Coletiva de Trabalho do Sindicato da Indústria do Papel, Celulose e Pasta de Madeira para Papel, no Estado de São Paulo - SP e Federação dos Trabalhadores nas Indústrias do Papel, Papelão e Cortiça do Estado de São Paulo.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5ª e 23-34ª Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

dificilmente aceitaria ter um cargo em uma companhia como a Melhoramentos, que registrou prejuízo em quatro dos últimos seis exercícios sociais, caso uma parcela tão relevante da sua remuneração dependesse da apuração de lucro líquido.

22. Na mesma direção, ainda no curso da fase investigativa que precedeu este processo sancionador, Sergio Sesiki já havia declarado<sup>8</sup> que as informações disponibilizadas nas propostas às assembleias e nos formulários de referência estavam equivocadas, pois, em realidade, a remuneração dos membros do Conselho de Administração seria exclusivamente fixa, não estando atrelada aos resultados da Companhia.

23. A afirmação causa espécie, pois, na qualidade de Diretor Presidente e Diretor de Relações com Investidores, Sergio Sesiki era o principal executivo da Companhia, bem como responsável primário pelo preenchimento do formulário de referência (Instrução CVM nº 480, de 2009, art. 45 e Anexo 24, item 1.1.)<sup>9</sup> e pela elaboração das propostas e das informações requeridas pela Instrução CVM nº 481, de 2009, para as assembleias (art. 7º dessa Instrução).

24. Como o acusado reconheceu que, em razão dos cargos que ocupava, tinha pleno conhecimento da remuneração auferida pelos administradores,<sup>10</sup> só se pode admitir uma das seguintes conclusões: ou bem ele agiu de má-fé, prestando ao mercado informações sabidamente erradas, ou bem criou uma cortina de fumaça, tendo alegado a existência de equívocos nos documentos acima mencionados de maneira a defender a aparente regularidade dos pagamentos de remuneração variável realizados pela Companhia nos exercícios em que houve prejuízo.

25. Nesse tocante, ao formular a acusação, a SEP se convenceu de que as informações eram verdadeiras e que as declarações do defendente eram destinadas apenas a encobrir o caráter irregular dos pagamentos efetuados. No entanto, as provas dos autos me levam a conclusão diversa. A meu ver, a política de remuneração que foi continuamente informada ao público

<sup>8</sup> Na qualidade de Diretor Superintendente e de Relação com Investidores da Companhia, em resposta ao Ofício CVM/SOI/GOI-2/Nº0211/2014 (Doc. SEI nº 0095185 – fls. 44 a 48 do Processo CVM nº SP2014/234).

<sup>9</sup> De acordo com esse item, o diretor presidente e diretor de relações com investidores devem firmar declaração de que: (i) reviram o formulário de referência; (ii) todas as informações contidas no formulário atendem ao disposto na Instrução CVM nº 480 e (iii) o conjunto de informações nele contido é um retrato verdadeiro, preciso e completo da situação econômico-financeira do emissor e dos riscos inerentes às suas atividades e dos valores mobiliários por ele emitidos.

<sup>10</sup> Em resposta ao Ofício CVM/SEP/GEA-4/Nº 297/2015 (Doc. SEI nº 0095189 - fls. 487 e 488 do Processo CVM nº SP2014/234).



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

investidor no período de 2010 a 2013 não passava de uma peça de ficção, pois, como restará melhor evidenciado adiante neste voto, não havia uma política formalmente aprovada pelo Conselho de Administração ou qualquer outro órgão da Companhia. O assunto era, em realidade, tratado na mais completa informalidade, sem a definição de critério ou método algum.

26. Além disso, e-mails acostados aos autos demonstram que, de fato, a remuneração variável recebida pelo acusado não era vinculada à apuração de lucro, mas à ocorrência de determinados eventos, como a entrada de caixa em contrapartida à venda de ativos imobiliários da Companhia. Assim, por exemplo, em 29.3.2012, o acusado enviou mensagem eletrônica<sup>11</sup> ao conselheiro e controlador Alfredo Weiszflog, informando que fazia jus a um bônus de R\$ 109.495,00 incidente sobre as vendas realizadas no ano de 2011. No dia seguinte, o acusado encaminhou dito e-mail ao funcionário da Companhia A.S., copiando aludido conselheiro, solicitando “preparar o pagamento relativo a bônus Patrimonial para minha pessoa no valor de R\$ 109.495,00, para o mês de abril/12”.

27. Assim, quer me parecer que o conjunto probatório contido nos autos leva à conclusão de que, em realidade, o acusado Sergio Sesiki fazia jus à remuneração variável que era, porém, desvinculada da existência de lucro líquido no respectivo exercício.<sup>12</sup>

28. Os Conselheiros, por sua vez, negam que tenham recebido remuneração variável nos exercícios sociais de 2010 a 2013. Alegam, a esse respeito, que o termo “remuneração variável” foi utilizado de forma inadequada nas propostas de administração e nos formulários de referência, o que teria sido corrigido a partir de 2014. Segundo afirmam, a remuneração era integralmente fixa, sendo composta de uma parcela idêntica para todos os conselheiros e de outra “diferenciada”, cujo montante variava conforme a dedicação do conselheiro a projetos específicos da Companhia, sem estar vinculado a determinado indicador financeiro ou operacional. Teria sido nesse sentido que os documentos empregaram o termo “remuneração variável”.

---

<sup>11</sup> Doc. SEI nº 0500710.

<sup>12</sup> De acordo com as informações dos autos, Sergio Sesiki recebeu da Companhia – diretamente ou por meio da pessoa jurídica Petrafam Consultoria Empresarial Ltda. – os seguintes valores a título de remuneração variável: R\$ 50.868,00 em 2010, R\$ 51.526,05 em 2011, R\$ 168.550,46 em 2012 e R\$ 221.902,08 em 2013. Doc. SEI nº 0500716, 0500718 e 0500719.





## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

29. No entanto, foi possível verificar, a partir das provas dos autos, que a remuneração dos Conselheiros era composta de uma parcela fixa e de outra variável.

30. Nesse tocante, cumpre diferenciar os valores recebidos diretamente da Companhia daqueles que eram recebidos através de pessoas jurídicas. Quanto aos primeiros, as folhas de pagamento da Companhia evidenciam que os Conselheiros recebiam o mesmo valor a título de pró-labore. Tais valores eram pagos regularmente ao longo dos exercícios sociais, passando por um reajuste anual. A tabela abaixo ilustra a importância desses montantes no exercício de 2011:<sup>13</sup>

Remuneração paga aos membros do Conselho de Administração a título de prolabore													
Conselheiro	jan/11	fev/11	mar/11	abr/11	mai/11	jun/11	jul/11	ago/11	set/11	out/11	nov/11	dez/11	extra
Alfredo Weiszflog	34.028,00	34.028,00	34.028,00	34.028,00	34.028,00	34.028,00	34.028,00	34.028,00	34.028,00	35.729,40	38.111,34	36.920,37	36.324,89
Walter Wieszflog	34.028,00	34.028,00	34.028,00	34.028,00	34.028,00	34.028,00	34.028,00	34.028,00	34.028,00	35.729,40	38.111,34	36.920,37	36.324,89
Ingo Ploger	34.028,00	34.028,00	34.028,00	34.028,00	34.028,00	34.028,00	34.028,00	34.028,00	34.028,00	35.729,40	38.110,84	36.920,37	36.324,89
Alfried Ploger	34.028,00	34.028,00	34.028,00	34.028,00	34.028,00	34.028,00	34.028,00	34.028,00	34.028,00	35.729,40	38.111,34	36.920,37	36.324,89
Paulo Renato Velloso	34.028,00	34.028,00	34.028,00	34.028,00	34.028,00	34.028,00	34.028,00	34.028,00	34.028,00	35.729,40	38.111,34	36.920,37	36.324,89

31. De outra parte, as folhas de pagamento da Companhia evidenciam o recebimento de uma verba variável, denominada “abono extraordinário”, nos exercícios sociais de 2010 a 2013, conforme demonstra a tabela a seguir:

Abono extraordinário pago aos membros do Conselho de Administração				
Nome / Ano	2010	2011	2012	2013
Alfredo Weiszflog	1.100	193.810	1.300	1.400
Walter Wieszflog	1.100	193.810	1.300	1.400
Ingo Ploger	1.100	193.810	1.300	1.400
Alfried Ploger	1.100	193.810	1.300	1.400
Paulo Renato Velloso	1.100	193.810	1.300	1.400
<b>Total</b>	<b>5.500</b>	<b>969.050</b>	<b>6.500</b>	<b>7.000</b>

32. Quanto aos pagamentos realizados em favor das pessoas jurídicas vinculadas aos Conselheiros, foi possível constatar 13 parcelas lineares ao longo de cada exercício social, sendo a décima terceira efetuada de forma dividida entre os meses de novembro e dezembro. Tal como observado em relação aos pró-labores, tais valores sofriam reajuste no mês de outubro de cada exercício social, em conformidade com o dissídio coletivo da categoria no período.<sup>14</sup>

33. Adicionalmente, havia, em determinados meses, o pagamento de valores extraordinários não recorrentes. Assim, por exemplo, no exercício de 2010, o conselheiro Alfred Plöger

<sup>13</sup> Doc. SEI nº 0500716, 0500718 e 0500719.

<sup>14</sup> Doc. SEI nº 0095188 (fls. 349 a 363 do Processo CVM nº SP2014/234).

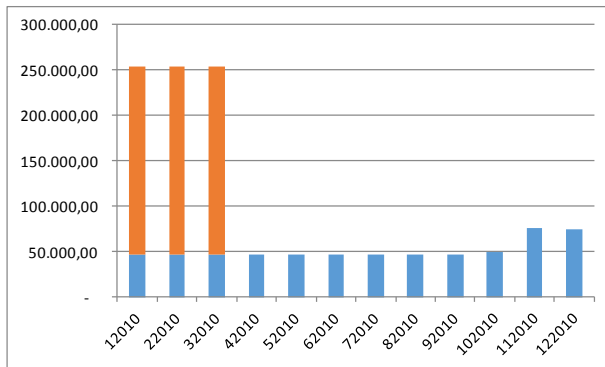




## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5ª e 23-34ª Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

recebeu, por intermédio da pessoa jurídica Regolp Comercial e Serviços Ltda. (“Regolp”), valores adicionais muito superiores aos fixos, conforme exposto no gráfico e na tabela a seguir:



Período	Vlr. Bruto	Referência
12010	253.905,00	542%
22010	253.905,00	542%
32010	253.905,00	542%
42010	46.822,00	100%
52010	46.822,00	100%
62010	46.822,00	100%
72010	46.822,00	100%
82010	46.822,00	100%
92010	46.822,00	100%
102010	46.822,00	100%
112010	49.163,10	105%
112010	76.087,00	163%
122010	75.150,00	161%

34. Como se vê, nos meses de janeiro, fevereiro e março de 2010, além do montante mensal de R\$ 46.822,00, foram emitidas três notas fiscais no valor de R\$ 207.083,00, uma em cada mês, que consubstanciavam sua remuneração variável.

35. O mesmo padrão de remuneração é observado em todos os exercícios compreendidos neste processo em relação a todos os demais Conselheiros.<sup>15</sup> Na tabela abaixo são apresentados os valores extraordinários recebidos anualmente pelas pessoas jurídicas vinculadas aos membros do Conselho de Administração:<sup>16</sup>

Remuneração extraordinária paga aos membros do Conselho de Administração (via pessoa jurídica)				
Nome / Ano	2010	2011	2012	2013
Alfredo Weiszflog (Papiro Comercial, Comunicação e Marketing)	568.194	677.420	1.461.326	1.163.337
Walter Wieszflog (Walter Wieszflog ME)	510.756	609.593	1.315.030	1.046.358
Ingo Ploger (IP - Desenvolvimento Empresarial e Inst. Ltda)	513.867	621.063	1.322.124	1.043.446
Alfried Ploger (Regolp Comercial e Serviços Eireli - EPP)	621.249	740.377	1.599.821	0
Paulo Renato Velloso (Patusco Comercial e Participações Ltda)	253.464	303.673	653.897	517.039
<b>Total</b>	<b>2.467.530</b>	<b>2.952.126</b>	<b>6.352.197</b>	<b>3.770.179</b>

36. Vale ressaltar que esses valores variavam de ano a ano, seja para cima, seja para baixo, sem guardar nenhuma correlação aparente entre eles, o que afasta por completo a possibilidade de serem considerados parte da remuneração fixa dos Conselheiros. A toda evidência, constituíam, em realidade, parte de suas respectivas remunerações variáveis.

<sup>15</sup> Doc. SEI nº 0500716, 0500718 e 0500719.

<sup>16</sup> Vale esclarecer que, no curso das diligências realizadas no âmbito deste processo sancionador, a Companhia informou as pessoas jurídicas por meio das quais os administradores recebiam parte de suas remunerações. V. a propósito os documentos mencionados na nota 15 *supra*.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

37. Em suma, restou comprovado nos autos que os Conselheiros receberam remuneração variável no período de 2010 a 2013, muito embora os pagamentos não seguissem os critérios informados ao público nos formulários de referência e nas propostas apresentadas pela administração às assembleias gerais de acionistas.

### **III.1.b - Pagamento de remuneração variável acima dos limites autorizados em assembleia de acionistas**

38. Passo então ao exame do segundo pressuposto fático da acusação, qual seja, que os valores recebidos pelos acusados a título de remuneração variável extrapolaram os limites autorizados em assembleia geral de acionistas.

39. Nesse ponto, tenho que concordar com os defendentes que a acusação partiu de uma premissa equivocada ao se basear nas informações constantes das propostas da administração e dos formulários de referência para concluir que os limites assembleares haviam sido descumpridos.

40. Nos termos do art. 12 da Instrução CVM nº 481, de 2009, sempre que a assembleia geral dos acionistas for convocada para fixar a remuneração dos administradores, a companhia deve fornecer, no mínimo, (i) a proposta de remuneração dos administradores e (ii) as informações indicadas no item 13 do formulário de referência.

41. O primeiro documento presta-se a indicar o que, segundo a administração, deveria ser aprovado pelos acionistas na assembleia. Conforme faculta o art. 152 da Lei das S.A., a proposta pode conter o montante global de remuneração de todos os administradores ou a discriminação dos valores individuais. Em um caso ou em outro, cabe aos acionistas apreciar a proposta e decidir acerca de sua aprovação. A deliberação tomada é refletida na ata da assembleia.

42. O segundo documento tem finalidade instrumental, servindo de subsídio para os acionistas exercerem de maneira informada e refletida o seu direito de voto. A sua natureza, portanto, é informativa, de modo que o seu conteúdo não é aprovado em assembleia e não integra o conteúdo da deliberação.

43. No caso em análise, verifica-se, contudo, que a Melhoramentos não cumpria apropriadamente o comando normativo, uma vez que, previamente às assembleias gerais ordinárias realizadas de 2010 a 2013, fornecia aos acionistas um único documento intitulado



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5ª e 23-34ª Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

“Proposta da Administração” contendo o item 13 do formulário de referência. Diante dessa confusão indevida, não restava claro se a administração da companhia havia proposto aos acionistas que aprovassem todas as informações compreendidas no referido documento.

44. Tal dúvida, contudo, é dissipada ao consultar-se as atas das assembleias. Verifica-se que, em todas elas, os acionistas da Melhoramentos se limitaram a aprovar o montante global de remuneração, sem fazer qualquer alusão à proposta da administração ou ao teor do formulário de referência. Assim, por exemplo, na ata da assembleia de 2010 consta que:

“Em discussão e após aprovação por unanimidade, verificou-se a fixação dos honorários anuais dos membros do Conselho de Administração e da Diretoria, em R\$ 7.604.855 (sete milhões, seiscentos e quatro mil, oitocentos e cinquenta e cinco reais), a partir de janeiro deste ano.”

45. Nos exercícios seguintes, as atas seguiram redação semelhante. Assim, na AGO de 2012, os acionistas presentes na assembleia aprovaram tão-somente o limite global de remuneração, como se vê abaixo:

“Ainda respeitando a ordem de convocação, por fim o Sr. Presidente introduziu o assunto relativo ao item (iii), da convocação, para deliberar acerca da fixação dos honorários do Conselho de Administração e da Diretoria. Em discussão e após aprovação por unanimidade e sem ressalvas, verificou-se a fixação dos honorários anuais dos membros do Conselho de Administração e da Diretoria, em R\$ 18.000.000,00 (dezoito milhões de reais), a partir de janeiro deste ano.

46. Diante disso, não há alternativa senão concluir que os critérios e os limites ao pagamento de remuneração variável, indicados nas propostas e nos formulários de referência, embora possam ter servido de base para a decisão, não foram aprovados em assembleia. Os acionistas, como visto, aprovaram apenas os limites globais, como, aliás, expressamente autorizado pelo art. 152 da Lei das S.A.<sup>17</sup>

47. Sendo assim, a acusação formulada pela SEP não pode prosperar. Não tendo os acionistas aprovado os critérios e os limites da remuneração variável, mostra-se logicamente

---

<sup>17</sup> “Art. 152. A assembléia-geral fixará o montante global ou individual da remuneração dos administradores, inclusive benefícios de qualquer natureza e verbas de representação, tendo em conta suas responsabilidades, o tempo dedicado às suas funções, sua competência e reputação profissional e o valor dos seus serviços no mercado.”



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

impossível concluir que os administradores tenham recebido, a esse título, montantes superiores aos autorizados em assembleia.

48. A meu ver, a SEP construiu a sua acusação em termos inadequados, partindo de uma compreensão equivocada do teor das deliberações assembleares. As provas dos autos me levam a entender que o trabalho conduzido pela SEP teria proporcionado resultado mais efetivo caso tivesse apurado a responsabilidade de Sergio Sesiki, diretor presidente e de relações com investidores da Companhia, pelas informações sabidamente erradas que, de má-fé, divulgava ao público investidor.

### **III.2 – Da remuneração excessiva dos membros do Conselho de Administração**

49. Passo então ao exame da segunda imputação formulada pela SEP, a qual se restringe aos Conselheiros da Melhoramentos. Segundo consta do Termo de Acusação, esses administradores, que também eram acionistas controladores, teriam deliberado e recebido, a título de remuneração, valores excessivos e incompatíveis com as práticas de mercado, cuja fixação teria sido realizada contrariamente aos critérios legais e sem motivação que atendessem aos interesses sociais da Companhia. Dessa forma, teriam infringido, no período de 2010 a 2014, o disposto no art. 152, combinado com o art. 154 e o parágrafo único do art. 116 da Lei das S.A.

50. A SEP afirma que as quantias recebidas pelos Conselheiros da Melhoramentos eram significativamente superiores aos valores usualmente conferidos a membros do conselho de administração em outras companhias abertas. Dessa forma, segundo a área técnica, os Conselheiros, ao aprovarem suas remunerações, não teriam observado o critério legal, estabelecido no art. 152, *caput*, da Lei das S.A, referente ao “valor de seus serviços no mercado”.

51. A SEP também pontua que os Conselheiros teriam agido em desvio de poder ao adotarem um procedimento decisório falho e insuficiente, que não era capaz de assegurar o alinhamento de suas remunerações com os critérios legais do art. 152, tampouco com o interesse social.

52. Os Conselheiros, em sua defesa, refutaram as irregularidades apontadas, tendo apresentado, em síntese, os seguintes argumentos:



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

- (i) a sua remuneração não poderia ser comparada com a de conselheiros de outras companhias abertas, tendo em vista a sua carga de trabalho e a sua dedicação a atividades dentro da Companhia, que iam além daquelas habitualmente exercidas por membros de conselhos de administração; e
- (ii) a CVM não tem competência para rever o mérito da remuneração paga a administradores, como teria sido reconhecido pelo Colegiado da CVM no julgamento dos PAS CVM nº RJ2011/5211 e do PAS CVM nº RJ2014/5099.

### ***Interpretação do art. 152 da Lei das S.A.***

53. Como se vê, o cerne da acusação relaciona-se à observância dos parâmetros estabelecidos no art. 152 da Lei das S.A. nas deliberações do Conselho de Administração da Companhia, realizadas no período de 2010 a 2014, que fixaram a remuneração dos próprios membros do referido órgão. Como a assembleia geral se limitava a fixar o montante global da remuneração dos administradores, cabia ao Conselho de Administração definir os valores individuais, inclusive os dos membros do referido órgão, tendo em vista os critérios legais previstos no dispositivo legal acima aludido.<sup>18</sup>

54. Nesse ponto, este Colegiado já teve a oportunidade de destacar<sup>19</sup> que não seria acertado a CVM verificar o cumprimento do mencionado dispositivo com base em uma avaliação objetiva e própria – isto é, independente daquela efetuada pela administração da companhia – acerca da aderência dos valores fixados aos critérios legais. Isto porque tais parâmetros são enunciados na forma de conceitos propositadamente abertos, como “competência” e “reputação

---

<sup>18</sup> “Ao fixar a remuneração dos administradores, a assembleia poderá fazê-lo identificando montantes individuais por administrador ou montante global a ser dividido de acordo com decisão do próprio órgão”. (Marcelo Barbosa, *Direito das Companhias*, in Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira (orgs.), Rio de Janeiro: Forense, 2017, 2ª ed., p. 788); “Ademais, a Lei das S.A. deixou expresso que a assembleia geral constitui órgão competente para determinar a remuneração dos administradores. Os acionistas, reunidos em assembleia geral, podem dispor sobre o seu montante global ou individual. Em companhias com conselho de administração, pode a assembleia geral estabelecer o montante global da remuneração, delegando ao conselho competência para que a distribua entre os seus membros e os diretores.” (Nelson Eizirik, *A Lei das S/A Comentada*, Vol. II, São Paulo: Quartier Latin, 2011, pp. 340-341); “Importa não olvidar que os conselheiros devem distribuir a verba, fixada pela assembleia, entre si e entre os diretores, a níveis adequados de remuneração, e, no exercício de suas funções, estão obrigados a empregar o cuidado e a diligência do *vir bonus*, que lhe impediria distribuições desequilibradas, pena de serem responsabilizados (Lei 6.404, art. 153) (Luiz Gastão Paes de Barros Leães, *Remuneração dos Administradores*, in *Estudos e Pareceres sobre Sociedades Anônimas*, São Paulo: Revista dos Tribunais, 1989, pp. 151-152).

<sup>19</sup> V. PAS CVM nº RJ2011/5211 e PAS CVM nº RJ2014/5099.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

profissional”, os quais, inegavelmente, conferem certa margem de discricionariedade aos administradores. Disso se segue que a decisão quanto à definição das verbas de remuneração envolve, necessariamente, a formulação de um juízo profissional e, sendo assim, não seria correto que a CVM concluísse pelo descumprimento do mencionado art. 152 apenas porque o seu julgamento não coincide com aquele da administração.

55. Além disso, na imensa maioria dos casos, a avaliação feita pela própria administração se revelaria muito mais sábia do que aquela eventualmente alcançada pelo órgão regulador. Afinal, os administradores se encontram em melhor posição para apreciar quais são as práticas de remuneração que convém adotar no interesse da companhia. São eles que possuem as informações necessárias a fim de decidir quais são as estruturas e os valores de remuneração que permitem recrutar e reter bons profissionais, bem como promover o saudável alinhamento de interesses entre administradores e a companhia.

56. Note-se, ademais, que as práticas de remuneração são dinâmicas e podem evoluir com o tempo, de acordo com as condições de mercado, entre outros fatores. Por isso, entendo que o órgão regulador deve abster-se de emitir juízos sobre o caráter excessivo ou não dos montantes pagos aos administradores de companhias abertas. A meu ver, tal papel cabe, a princípio, aos acionistas e não é por outra razão que a CVM vem se esforçando para aprimorar a transparência sobre a remuneração dos administradores.

57. Tudo isso leva à conclusão de que o disposto no art. 152 deve ser interpretado como norma destinada a disciplinar precipuamente o processo decisório por meio do qual os valores das remunerações são estabelecidos. Ou seja, o mencionado preceito legal estabelece as balizas sobre as quais deve ser elaborada a justificativa para a definição dos valores de remuneração. E porque se trata de uma decisão interessada, que beneficia diretamente quem a toma, os administradores devem redobrar o cuidado que deles se espera usualmente, tomando as medidas necessárias a fim de demonstrar a legitimidade das remunerações estabelecidas à luz dos critérios legais.

58. Nesse contexto, cabe à CVM examinar o processo decisório a fim de verificar se a justificativa adotada na fixação das remunerações é aderente aos critérios e, em última instância, ao interesse social.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

### *Comparação dos valores recebidos com os padrões de mercado*

59. Feitas essas considerações iniciais, cumpre voltar ao caso em apreço neste julgamento e examinar as deficiências apontadas pela SEP no que se refere à fixação da remuneração que os Conselheiros aprovaram em seu próprio favor no período de 2010 a 2014.

60. Como já visto, de acordo com a acusação, os Conselheiros definiam a sua remuneração sem observar o critério legal relativo ao valor de mercado de seus serviços. Nesse tocante, o entendimento da área técnica encontra-se amparado em diversas evidências.

61. Em primeiro lugar, os montantes recebidos anualmente pelos Conselheiros se afiguravam muito superiores às quantias destinadas aos diretores estatutários da Companhia, muito embora a prática usual de mercado seja a oposta. A magnitude dessa diferença pode ser observada na tabela abaixo:<sup>20</sup>

Remuneração individual dos administradores da Melhoramentos					
Administrador / Ano	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Conselheiros</b>					
Paulo Renato Velloso	950.496	942.452	1.540.024	1.511.626	2.475.986
Walter Wieszflog	1.716.739	1.251.459	2.701.263	2.495.837	4.386.924
Ingo Plöger	1.559.185	1.316.692	2.689.977	2.537.435	4.526.550
Alfried Plöger	1.666.567	1.316.692	3.001.264	1.300.390	1.398.015
<b>Diretores</b>					
Sergio Sesiki	631.634	1.090.959	909.156	1.018.745	1.067.385
Breno Lerner	557.689	638.832	835.556	685.165	788.386
Edson Covic	279.809	318.551			
Marina Gelman	461.362				

62. Em segundo lugar, a SEP se baseou em pesquisa elaborada pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (“IBGC”) sobre remuneração de administradores de companhias abertas para evidenciar a expressiva desproporção entre os valores recebidos pelos Conselheiros da Melhoramentos e os padrões usualmente observados no mercado. De acordo com o levantamento, a Melhoramentos pagou aos Conselheiros, no período de 2011 a 2013, montantes

<sup>20</sup> Valores extraídos da informação prestada pela Companhia em resposta ao Ofício nº 335/2017/CVM/SEP/ GEA-4 (Doc. SEI nº 0421279). No caso de Breno Lerner e Edson Covic, considera a remuneração global, recebida pela Melhoramentos e suas subsidiárias.





## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5ª e 23-34ª Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

7,23, 12,99 e 10,81 vezes maiores que a mediana dos montantes pagos pelos emissores listados no Nível 1 da B3, segmento que apresentou a maior mediana na pesquisa:

Mediana das remunerações anuais de membros do Conselho de Administração			
<b>Pesquisa IBGC / Ano</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
Novo Mercado	109.875	127.662	146.869
Nível 2	120.000	171.547	122.929
Nível 1	174.429	207.936	230.815
IBrX	131.939	193.200	N/A
<b>Conselheiros da Melhoramentos</b>	<b>1.261.259</b>	<b>2.701.263</b>	<b>2.495.837</b>

63. Como se não bastasse, a SEP conduziu estudo próprio, com base nas informações divulgadas nos formulários de referências, sobre a remuneração média paga a membros de conselhos de administração. O estudo considerou companhias abertas com receita operacional (54 companhias) e ativos (31 companhias) similares, além de atuação no setor de papel e celulose (6 companhias). A tabela a seguir apresenta as médias encontradas (valores em R\$):

Média das remunerações anuais de membros do Conselho de Administração					
<b>Segmentação / Ano</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>
Por Ativo	119.452	143.136	185.004	221.289	219.133
Por Receita Operacional	116.359	152.330	171.381	207.805	178.543
Por Setor Operacional	1.031.068	884.420	880.484	899.507	909.866
<b>Melhoramentos</b>	<b>1.399.600</b>	<b>1.217.600</b>	<b>2.553.000</b>	<b>2.101.000</b>	<b>3.536.800</b>

64. Como se vê, as discrepâncias são significativas. Os montantes recebidos pelos Conselheiros são várias vezes superiores à média auferida por membros de conselhos em companhias abertas com ativo ou receita operacional similares. Também em relação às companhias do mesmo setor operacional, as diferenças se mostram vultosas, especialmente a partir de 2011.

65. Em suma, pode-se concluir, sem assombro, que, no período sob análise, os Conselheiros receberam, a título de remuneração, valores flagrantemente superiores aos padrões do mercado brasileiro.

66. Tal fato, por si só, não configura irregularidade, pois, no regime legal vigente, mostra-se lícito ao Conselho fixar remuneração acima dos valores usualmente praticados no mercado. No entanto, como já destacado por esse Colegiado, tal decisão somente se revela legítima caso esteja baseada em robusta fundamentação, apta a demonstrar que a escolha por uma



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

remuneração flagrantemente superior aos padrões de mercado estava não apenas amparada nos parâmetros estabelecidos no aludido dispositivo legal como também alinhada com o interesse social.

67. Como já mencionado, por se tratar de uma decisão interessada, os membros do conselho de administração devem adotar especial cuidado ao determinarem a sua própria remuneração, pois se espera que sejam capazes de demonstrar a legitimidade do que foi aprovado.

68. Nessa direção, diversas medidas estão à disposição da administração, tais como a constituição de comitê liderado por conselheiros independentes para elaborar a proposta de remuneração, a realização de estudos e, ainda, a contratação de consultores externos especializados.

69. Esse cuidado, a meu ver, se impõe de modo ainda mais intenso e elevado quando se cuida da definição da remuneração do administrador que também é acionista controlador da companhia. Nesse caso, a decisão deve ser tomada com base em fundamentação que afaste plenamente a suspeita de que o valor esteja dissimulando a distribuição irregular de lucros.<sup>21</sup>

70. No caso em análise, essas suspeitas são mesmo pertinentes, pois os Conselheiros, que também eram acionistas controladores, receberam verbas remuneratórias muito superiores aos

---

<sup>21</sup> Como já se observou: “Uma maneira disfarçada de se desviarem lucros da sociedade, os quais, normalmente, deveriam aproveitar aos acionistas, consiste na exagerada remuneração dos administradores. O caso ocorre com frequência, quando estes são também os controladores e pode combinar-se, ou não, com a inadequada distribuição de dividendos” (Fabio Konder Comparato, *O Poder de Controle nas Sociedades Anônimas*, Rio de Janeiro: Ed. Forense, 1983, 3ª ed., p. 313). No mesmo sentido, “no que toca à remuneração dos administradores – ponto de relevo, pois há que conciliar-se o interesse em mobilizar o bom técnico, que exige remuneração adequada, com o objetivo de evitar notórios abusos de acionistas majoritários, que se elegem para se atribuírem honorários sem proporção com os serviços prestados, e que equivalem à distribuição de lucros – o Projeto (...) fixa alguns parâmetros que permitem à minoria prejudicada, ou à autoridade judicial que conhecer do caso, formar juízo sobre a existência ou não de abusos da maioria”. (Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira, *A Lei das S.A.: pressupostos, elaboração, modificações*, Vol. I., 3ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1997, pp. 242-243); “essa evolução para um regime estatutário do administrador de sociedade anônima, em que as condições para o exercício das funções, mormente a remuneração, são determinadas unilateralmente, serviu para abusos, visto que os administradores, eleitos pelo voto dos grupos majoritários, e via de regra componentes desses grupos, passaram a perceber desmedidamente partes dos lucros que poderiam ser distribuídos aos acionistas a título de dividendos.” (Luis Gastão Paes de Barros Leães, *Remuneração dos Administradores, in Estudos e Pareceres sobre Sociedades Anônimas*, Revista dos Tribunais: São Paulo, 1989, p. 150); “A ratio legis do mencionado regime [fiscal] deve antes ver-se na prevenção da manobra consistente numa transferência indireta de lucros da pessoa jurídica da sociedade para a pessoa física do dirigente, mediante a estipulação de honorários excessivos que, sob a falsa aparência de remuneração de trabalho, se traduzisse, na realidade, numa verdadeira distribuição de lucros.” (Alberto Xavier, *Administradores de Sociedades*, São Paulo: Revista dos Tribunais, 1979, p. 9).



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5ª e 23-34ª Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

padrões de mercado, muito embora a Companhia tenha apresentado prejuízo em todos os exercícios sociais compreendidos neste processo, com exceção apenas de 2012.

71. Tudo isso, enfim, exigia que os montantes fixados estivessem amparados em robusta fundamentação, alcançada por meio da condução de um metucioso processo decisório. No entanto, o que se verifica, com base nos elementos de prova contidos nos autos, é que o procedimento observado pelos Conselheiros da Melhoramentos não era, minimamente, compatível com a conduta que deles se esperava.

72. Ao ser indagada pela SEP<sup>22</sup> sobre “o processo decisório por meio do qual as remunerações são estabelecidas, incluindo a justificativa para a definição dos valores, descrição dos processos e competência para decidir a respeito”, bem como sobre “estudos e pareceres que tenham fundamentado decisões a respeito da matéria”,<sup>23</sup> a Melhoramentos declarou que não possuía procedimento formal e específico para definir a remuneração individual dos administradores, tampouco regimento ou manual interno sobre o tema.

73. Também reconheceu que “após a Assembleia Geral deliberar acerca do valor global a ser distribuído a título de remuneração aos administradores da CMSP [Melhoramentos], o Conselho de Administração da Companhia delibera sobre a divisão deste valor, **mas sem redigir atas dessas reuniões, uma vez que tais deliberações não se destinavam a produzir efeitos perante terceiros, e considerando a confidencialidade da matéria**” (grifou-se).<sup>24</sup>

74. Informou, ainda, que “não contratou nenhum estudo ou parecer para fundamentar as decisões a respeito da remuneração dos administradores, uma vez que esta matéria é habitualmente tratada pelos órgãos da Companhia”.

75. De pronto vale ressaltar que se mostra ilegal deixar de lavrar as atas das reuniões que trataram da remuneração dos administradores ou de qualquer outro assunto, pois o art. 100, inciso VI, da Lei das S.A. obriga qualquer companhia a manter em perfeita ordem o Livro “Atas das Reuniões do Conselho de Administração”. O próprio Estatuto Social da Melhoramentos,

<sup>22</sup> Ofício nº 275/2015/CVM/SEP/GEA-4 (Doc. SEI nº 0095189 - fls. 432 e 433 do Processo CVM nº SP2014/234).

<sup>23</sup> Doc. SEI nº 0095189 - fls. 435 a 440.

<sup>24</sup> Doc. SEI nº 0095185 (fls. 117 a 204 do Processo CVM nº SP2014/234) e Doc. SEI nº 0095186 (fls. 205 a 281 do Processo CVM nº SP2014/234). Adicionalmente, verificou na inspeção *in loco* em 20.4.2018 que não havia documentos de definição das remunerações individuais dos administradores da Melhoramentos, sendo disponibilizados apenas alguns e-mails com ordem de pagamento por parte do DRI.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5ª e 23-34ª Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

em seu art. 19, § 1º,<sup>25</sup> prevê a necessidade de lavrar-se ata de toda e qualquer reunião do órgão colegiado.

76. A Lei das S.A. permite, em seu art. 142, § 1º, que deixem de ser arquivadas no registro do comércio e publicadas as atas das reuniões do conselho de administração que não contiverem deliberação destinada a produzir efeitos perante terceiros. Mas em nenhuma hipótese dispensa a própria lavratura das atas.

77. Tudo isso evidencia, de forma eloquente, a informalidade com a qual era tratada a individualização da remuneração a ser percebida por cada membro da administração da Companhia. Sequer é possível saber quais foram os montantes efetivamente aprovados pelo Conselho de Administração, tampouco os fundamentos dessas decisões, haja vista os Conselheiros terem decidido não registrar em ata as discussões e as deliberações havidas sobre o tema, preferindo tratá-lo de forma clandestina, ao arrepio da lei.

78. O mínimo que se podia esperar dos Conselheiros é que observassem as prescrições legais na condução do processo decisório atinente à definição de suas próprias remunerações. Mas nem isso fizeram, quanto mais se preocuparam em justificar os valores fixados com base em uma robusta fundamentação, que fosse apta a demonstrar que a escolha por montantes flagrantemente superiores aos padrões de mercado estava amparada nos parâmetros contidos no art. 152 da Lei das S.A. bem como alinhada com o interesse social. Não há nos autos qualquer elemento que indique que os montantes foram definidos em observância ao regime legal estabelecido na Lei das S.A.

79. Ao apresentarem sua defesa, os Conselheiros argumentaram que os valores de suas remunerações eram justificados com base nas suas responsabilidades, experiência profissional e no tempo dedicado às suas funções. Alegaram que, por conhecerem profundamente o setor de atuação, desempenhavam na Melhoramentos diversas atividades que iam além da participação nas reuniões do Conselho, como a condução de projetos complexos e o acompanhamento de assuntos estratégicos, que exigiam deles dedicação muito superior à de conselheiros de outras companhias abertas. Afirmam, nessa direção, que se envolviam intensamente dos assuntos do

---

<sup>25</sup> “Art. 19. Par. 1º - A verba para honorários “pró-labore” paga em duodécimos, assim como a de participação no lucro, será partilhada aos Diretores, por deliberação do Conselho de Administração, consignada, por termo, no livro próprio.”



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

dia a dia da Companhia, diferentemente dos membros de outros conselhos, que, de ordinário, participam apenas das reuniões do respectivo órgão.

80. Em razão disso, cada conselheiro receberia, além de uma remuneração básica, de idêntico valor para todos, uma parcela diferenciada, que levaria em consideração o tempo dedicado a projetos específicos.

81. Dessa forma, não seriam conclusivos os estudos utilizados pela SEP para comparar os valores recebidos pelos Conselheiros com os padrões de mercado, uma vez que não levariam em consideração as diferenças no nível de dedicação dos membros dos conselhos de administração, observadas nas diversas companhias abertas.

82. Essa linha de argumentação, contudo, não pode ser acolhida, por diversas razões. A primeira – e mais importante – é que ela surgiu apenas no momento da defesa, não existindo nos autos qualquer prova de que tenha sido considerada, oportunamente, nas decisões relativas à definição dos valores das remunerações dos Conselheiros. Com efeito, sendo posterior às decisões, a justificativa elaborada na defesa é indiferente para a análise dos processos de decisão que embasaram, ao longo dos exercícios sociais de 2010 a 2014, a fixação de verbas remuneratórias.

83. Em outras palavras, é irrelevante para averiguar se, conforme sustenta a acusação, os Conselheiros cumpriram seus deveres fiduciários ao decidirem atribuir a si mesmo montantes flagrantemente superiores aos padrões de mercado. Tal análise deve considerar os elementos contemporâneos às decisões tomadas, de maneira a avaliar as providências que foram efetivamente adotadas para justificar os valores fixados. No entanto, como já frisado, sequer se tem notícia das atas das reuniões em que o assunto era tratado no âmbito do Conselho de Administração.

84. A segunda razão é que a defesa simplesmente presume, sem justificativa, que os conselheiros da Melhoramentos trabalham muito mais do que os membros dos conselhos de outras companhias abertas. Além de presunçosa, a alegação mostra-se infundada, vez que a defesa não comprova as horas trabalhadas pelos defendentes na Melhoramentos, tampouco a carga horária dos conselheiros de outras companhias abertas.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5ª e 23-34ª Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

85. A terceira razão é que os Conselheiros jamais comprovaram as supostas atividades suplementares desempenhadas adicionalmente às tarefas relacionadas à participação nas reuniões do Conselho de Administração. Apesar das diversas oportunidades concedidas ao longo do procedimento conduzido pela SEP, os defendentes não forneceram respaldo documental para as suas alegações.

86. A quarta razão é que as supostas atividades suplementares dos Conselheiros, que, segundo alegam, seriam desempenhadas adicionalmente às tarefas relacionadas à participação nas reuniões do Conselho de Administração, não encontram amparo nem na lei nem no estatuto social da Companhia.

87. Com efeito, no regime instituído na Lei das S.A., os administradores agem nos limites de suas atribuições legais e estatutárias.<sup>26</sup> Além disso, as competências do Conselho de Administração são colegiadas, pressupondo a atuação de seus membros nas reuniões realizadas no âmbito do referido órgão. Não há dispositivo legal algum que confira aos conselheiros poderes individuais para conduzir projetos executivos, que, via de regra, são de alçada da diretoria.

88. Evidentemente, o estatuto social pode prever comitês para assuntos diversos e se algum conselheiro integrar algum deles é lícito que seja devidamente remunerado pelos serviços prestados. O estatuto social pode ainda autorizar o Conselho de Administração a constituir

---

<sup>26</sup> Ao comentar o disposto no art. 142 da Lei das S.A., Nelson Eizirik ressalta que “O dispositivo legal estabelece uma moldura mínima das atribuições do conselho de administração, ou seja, um elenco não exaustivo de suas competências. Há outras atribuições estabelecidas esparsamente na Lei das S.A. que constituem competência do conselho, como, por exemplo, a deliberação sobre a emissão de debêntures não conversíveis em ações (art. 59, § 1º) e a aprovação do contrato de consórcio (artigo 279). Existem ainda outras que lhe podem ser atribuídas pelo estatuto, desde que não constituam competência privativa de outro órgão” (Nelson Eizirik, *A Lei das S/A Comentada*, vol. II, São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 289); “A LSA define a competência do Conselho de Administração em normas cogentes, dispositivas e supletivas, e reúne em nove incisos do artigo 142, as principais atribuições do órgão. Algumas (determinar a orientação geral dos negócios da companhia; eleger e destituir os diretores; fixar-lhes as atribuições; fiscalizar sua gestão; convocar a Assembleia Geral; manifestar-se sobre o relatório da administração e as contas da Diretoria, escolher e destituir os auditores independentes) são fixadas pela lei, independem de previsão estatutária e não podem ser transferidas para outro órgão (art. 139); outras (manifestar-se previamente sobre atos e contratos e deliberar sobre emissão de ações ou de bônus de subscrição) pressupõem previsão estatutária; e autorização para alienar bens do ativo permanente, constituir ônus reais e prestar garantias a obrigações de terceiros são atribuições legais do Conselho se o estatuto não dispuser de modo diferente, atribuindo-as à Assembleia Geral ou à Diretoria (art. 142, III).” (Luciano de Souza Leão Jr, *Conselho de Administração e Diretoria*, in Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira (coords.), *Direito das Companhias*, 2ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017, pp. 766-767)





## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5ª e 23-34ª Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

comitês não estatutários e, nesse caso também, os conselheiros que deles participarem fazem jus a uma justa retribuição.

89. No entanto, nada disso é observado em relação à Melhoramentos. Não se tem notícia nos autos de que existam na Companhia comitês de qualquer natureza, muito menos que sejam integrados por algum membro do Conselho de Administração. As competências desse órgão encontram-se previstas no art. 12 do estatuto social, que, como esperado, não atribui a nenhum conselheiro poderes para atuar individualmente na condução de algum projeto executivo da Companhia, como se vê abaixo:

Art. 12: Compete ao Conselho de Administração:

I - estabelecer os objetivos, a política e a orientação geral dos negócios da Companhia;

II - convocar a Assembléia Geral Ordinária e, quando necessária, a Assembléia Geral Extraordinária;

III - nomear e destituir os Diretores da Companhia e fixar-lhe as atribuições;

IV - manifestar-se previamente sobre o Relatório da Administração, as contas da Diretoria, as demonstrações financeiras do exercício;

V - fiscalizar a gestão dos Diretores;

VI - examinar atos, livros, documentos e contratos da Companhia;

VII - propor alteração do Capital Social, criar novas classes de ações preferenciais; aumentar as existentes sem guardar proporção com as demais, não podendo as ações preferenciais ultrapassar 2/3 (dois terços) do total das ações emitidas, consoante o disposto no Par. 2º, do artigo 15, da Lei no 6.404/76.

VIII - submeter à Assembléia Geral o destino a ser dado ao lucro líquido do exercício;

IX - solicitar informações sobre os atos de alienação de bens do ativo permanente, constituição de ônus reais, prestação de avais, fianças ou de quaisquer outras garantias e a celebração de empréstimos;

X - escolher e destituir os auditores independentes;

XI - autorizar a compra de ações da Companhia, para sua permanência em tesouraria ou cancelamento, nos termos da lei e das disposições regulamentares, em vigor;

XII - autorizar o pagamento de juros a título de remuneração do capital próprio - TJLP, artigo 9º da Lei no 9.249/95;

XIII - resolver os casos omissos; e

XIV - exercer outras atribuições legais.





## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

90. Assim, ainda que se admitisse *ad argumentandum tantum* que os Conselheiros desempenhavam, individualmente, atividades executivas, adicionalmente àquelas relacionadas às reuniões do Conselho de Administração, só se poderia chegar à conclusão de que eles não apenas atuavam irregularmente, extrapolando as suas atribuições legais e estatutárias, como também usavam os recursos da Companhia para remunerar essa prática ilegal. Nada disso, evidentemente, ajudaria os Conselheiros a defender-se da acusação que lhes foi imputada neste processo.

91. Da mesma forma não se poderia admitir, como por vezes parece sugerir a defesa, que os montantes recebidos levavam em conta o tempo que os defendentes, na qualidade de acionistas controladores, dedicavam à direção da Companhia.

92. Nada há de irregular nessa atuação, pois, como se sabe, a lei brasileira reconhece o poder do acionista controlador para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia. O controlador pode agir como verdadeiro administrador de fato, participando ativamente da condução dos negócios sociais.

93. No entanto, o que não se admite é que o exercício do poder de controle possa ser remunerado pela companhia. Nem mesmo quando o controlador é também administrador, tal prática seria admissível à luz do regime estabelecido na Lei nº 6.404, de 1976. Por isso que, nessa hipótese, cumpre ao Conselho de Administração observar a distinção fundamental entre a função de controle e a função administrativa, cuidando para que somente esta última seja contemplada na remuneração que venha a definir em favor do controlador.

94. Cabe, por fim, examinar dois outros argumentos apresentados na defesa dos Conselheiros para refutar a procedência da acusação. O primeiro consiste na alegada falta de competência da CVM para se imiscuir no mérito das decisões relativas à definição da remuneração dos administradores da Companhia. Citam precedentes deste Colegiado para afirmar que não caberia à autarquia formular um juízo próprio sobre os montantes fixados.

95. Em suas linhas gerais, não discordo desse raciocínio que coincide, em grande medida, com as observações feitas neste voto sobre os limites que a CVM deve observar no exame de



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

casos como o presente em que se discute os valores da remunerações que os membros do conselho de administração decidiram conferir em seu favor.

96. Nada obstante, quer me parecer que a CVM não está a discutir, no presente caso, o mérito das decisões dos administradores. Ao contrário, como se procurou deixar claro neste voto, a acusação tem por objeto verificar, precisamente, se, ao fixarem a sua própria remuneração, os Conselheiros agiram em conformidade com os seus deveres fiduciários, por meio da adoção de um processo decisório robusto que fosse apto a justificar, à luz dos critérios previstos no art. 152 da Lei das S.A. e do interesse social, a definição de montantes flagrantemente superiores aos padrões de mercado. E, nesse tocante, independentemente de qualquer juízo de valor sobre as quantias envolvidas, a acusação logrou demonstrar que o procedimento adotado pelos acusados, ao longo dos exercícios sociais de 2010 a 2014, era absolutamente insubsistente e, por consequência, incapaz de fundamentar as decisões tomadas.

97. Em segundo lugar, a defesa argumenta que a primeira decisão da CVM sobre o tema data de 1.7.2015 (PAS CVM nº RJ2011/5211), sendo, portanto, posterior aos fatos analisados neste processo. Desse modo, não se poderia aplicar retroativamente nova interpretação, conforme expressamente vedado no art. 2º, parágrafo único, inciso XIII, da Lei nº 9.784, de 1999.

98. O argumento, contudo, não procede, pois a decisão proferida no âmbito do referido processo administrativo sancionador não alterou nenhuma interpretação que vinha sendo adotada por este Colegiado acerca do regime de deveres e responsabilidades dos administradores de companhias abertas, previsto na Lei das S.A. Vale dizer, em outras palavras, que aludida decisão não teve por efeito estabelecer uma nova interpretação jurídica.

99. Além disso, as irregularidades apuradas neste processo são de tal forma graves e comezinhas que não se pode admitir que os Conselheiros não tivessem plena consciência da reprovabilidade de suas condutas.

### **IV – Da Conclusão**

100. Passo, enfim, às minhas conclusões. Como exposto neste voto, os Conselheiros descumpriram o comando estabelecido no art. 152 da Lei das S.A. e, dessa maneira, agiram em desvio de poder, em violação ao disposto no art. 154 da mesma lei, na medida em que



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

deliberaram e receberam, ao longo dos exercícios sociais de 2010 a 2014, remunerações flagrantemente superiores aos padrões de mercado, sem que tenha sido observado processo decisório minimamente consistente, apto a fundamentar tais decisões à luz dos critérios legais e do interesse social.

101. Nada obstante, afasto a imputação feita pela acusação de infração ao art. 116, parágrafo único, da Lei das S.A., pois a individualização da remuneração dos administradores é de competência do Conselho de Administração. Desse modo, os atos apurados neste processo foram praticados pelos acusados na qualidade de administradores da Melhoramentos, não existindo, portanto, fundamento para responsabilizá-los, igualmente, na condição de acionista controlador da Companhia.

102. Quanto à dosimetria das penalidades, faço referência ao PAS CVM nº RJ2014/5099, julgado em 12 de abril de 2016, que constituiu o último julgado deste Colegiado com características semelhantes ao caso em análise. No referido processo, este Colegiado considerou que os conselheiros haviam cometido uma infração autônoma ao aprovar, em cada exercício social, a sua própria remuneração de maneira incompatível com o regime legal. Dessa maneira o Colegiado justificou a cominação de multa cominatória para cada uma delas.

103. Assim, em linha com o referido precedente, voto, com base no art. 11, inciso II, da Lei nº 6.385, de 1976, pela condenação de:

- (a) Paulo Renato Ferreira Velloso à penalidade de multa pecuniária no valor de R\$ 500.000,00 (quinhentos mil reais) para cada exercício social em que houve a fixação da remuneração dos membros do Conselho de Administração em infração o art. 152 c/c o art. 154 da Lei nº 6.404/1976, o que totaliza o montante de R\$ 2.500.000,00 (dois milhões e quinhentos mil reais) de multa pecuniária;
- (b) Walter Weiszflog à penalidade de multa pecuniária no valor de R\$ 500.000,00 (quinhentos mil reais) para cada exercício social em que houve a fixação da remuneração dos membros do Conselho de Administração em infração o art. 152 c/c o art. 154 da Lei nº 6.404/1976, o que totaliza o montante de R\$ 2.500.000,00 (dois milhões e quinhentos mil reais) de multa pecuniária;



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

- (c) Ingo Plöger à penalidade de multa pecuniária no valor de R\$ 500.000,00 (quinhentos mil reais) para cada exercício social em que houve a fixação da remuneração dos membros do Conselho de Administração em infração o art. 152 c/c o art. 154 da Lei nº 6.404/1976, o que totaliza o montante de R\$ 2.500.000,00 (dois milhões e quinhentos mil reais) de multa pecuniária; e
- (d) Alfried Plöger à penalidade de multa pecuniária no valor de R\$ 500.000,00 (quinhentos mil reais) para cada exercício social em que houve a fixação da remuneração dos membros do Conselho de Administração em infração o art. 152 c/c o art. 154 da Lei nº 6.404/1976, o que totaliza o montante de R\$ 2.500.000 (dois milhões e quinhentos mil reais) de multa pecuniária.

104. Voto, ainda, pelas razões expostas neste voto, pela absolvição de Sergio Sesiki, Breno Lerner, Edson Covic, Marina Oehling Gelman, Paulo Renato Ferreira Velloso, Walter Weiszflog, Ingo Plöger e Alfried Plöger da acusação de infração ao art. 154 da Lei nº 6.404/1976, em razão do suposto recebimento de remuneração variável em montante superior ao autorizado em assembleia de acionistas.

É como voto.

Rio de Janeiro, 11 de dezembro de 2018.

Pablo Renteria

DIRETOR-RELATOR