



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

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº SEI 19957.008173/2017-51

Reg. Col. 0908/2018

Acusados: Alfredo Weiszflog
Walter Weiszflog
Ingo Plöger
Alfried Plöger
Paulo Renato Ferreira Velloso

Assunto: Apurar a responsabilidade dos administradores da Companhia Melhoramentos de São Paulo por terem supostamente recebido remuneração contrariamente aos critérios legais, no período de 2015 a 2017.

Diretor Relator: Pablo Renteria

VOTO

I – Da Origem

1. Trata-se de processo administrativo sancionador instaurado pela Superintendência de Relações com Empresas (“SEP”) em face de Alfredo Weiszflog, Walter Weiszflog, Ingo Plöger, Alfried Plöger e Paulo Renato Ferreira Velloso (“Paulo Velloso” e, em conjunto com os anteriores, “Conselheiros”), todos administradores e acionistas controladores da Companhia Melhoramentos de São Paulo (“Companhia” ou “Melhoramentos”), em razão de supostas irregularidades relacionadas à remuneração recebida da Companhia no período de 2015 a 2017, em infração ao disposto no art. 152 combinado com o parágrafo único do art. 116 da Lei nº 6.404/1976.

II – Da preliminar de mérito

2. Em sede preliminar, os defendentes requisitaram que o presente processo fosse distribuído ao Diretor Relator do PAS CVM nº SEI 19957.002325/2016-21 e que ambos fossem



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

julgados na mesma sessão de julgamento, com fundamento no disposto no art. 5º-A, inciso II, alínea “b”, da Deliberação CVM nº 558/2008, o que restou atendido.

3. Embora não seja propriamente uma questão preliminar, aproveito esta sede para desde logo esclarecer que são indiferentes para o exame da acusação as considerações apresentadas pela defesa sobre a conduta do reclamante que apresentou a denúncia que levaria a SEP a investigar os fatos ora em análise.

4. Com efeito, o reclamante não é parte deste processo sancionador e a sua conduta não está em julgamento. Ao apresentar a sua denúncia à CVM, o reclamante limitou-se a fornecer elementos de informação que foram considerados, entre outros fatores, na atividade de fiscalização desempenhada por esta autarquia. Assim, a sua conduta em nada interfere no exame da acusação formulada pela SEP, com base nos elementos coligidos aos autos.

III – Do mérito da acusação

5. Feito esse esclarecimento, passo a examinar o mérito da acusação. Segundo consta do Termo de Acusação, os membros do Conselho de Administração, que também eram acionistas controladores da Companhia, 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 atendesse aos interesses sociais da Companhia. Dessa forma, teriam infringido, no período de 2015 a 2017, o disposto no art. 152, combinado com o parágrafo único do art. 116 da Lei das S.A.

6. 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 os critérios legais, estabelecidos no art. 152, *caput*, da Lei das S.A, notadamente o relacionado ao valor dos serviços no mercado.

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



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

7. Como se vê, o cerne da acusação relaciona-se à observância dos parâmetros estabelecidos no art. 152 da Lei das S.A. nas deliberações realizadas no período de 2015 a 2017, que fixaram a remuneração dos membros do Conselho de Administração. Como a assembleia geral se limitava a fixar o montante global da remuneração dos administradores, cabia ao Conselho de Administração fixar o valor da remuneração de cada administrador, inclusive dos membros do referido órgão, tendo em vista os critérios legais previstos no dispositivo legal acima aludido.¹

8. Nesse ponto, este Colegiado já teve a oportunidade de destacar² 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 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 conclua pelo descumprimento do mencionado art. 152 apenas porque o seu julgamento não coincide com aquele da administração.

9. 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

¹ “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).

² V. PAS CVM nº RJ2015/5211 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

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.

10. 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 aprimorando a transparência sobre a remuneração dos administradores.

11. 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.

12. 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 legalmente estabelecidos, especialmente aqueles estampados no art. 152 da Lei nº 6.404/1976.

Comparação dos valores recebidos com os padrões de mercado

13. 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 2015 a 2017.

14. Como apontado no relatório que acompanha este voto, de acordo com a acusação, os Conselheiros definiam a sua remuneração sem atender aos critérios legais, notadamente ao valor de mercado dos serviços prestados à Companhia. Nesse tocante, o entendimento da área técnica encontra-se amparado em diversas evidências.



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

15. 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 é observada na tabela abaixo:³

Remuneração individual dos administradores da Melhoramentos			
Administrador / Ano	2015	2016	2017
Conselheiro			
Alfredo Weiszflog	5.167.052	3.850.408	4.313.289
Walter Wieszflog	4.800.487	3.549.692	4.393.440
Ingo Ploger	4.876.907	3.711.195	3.863.692
Alfried Ploger	1.513.732	1.651.560	3.060.489
Paulo Renato Velloso	2.668.937	2.956.274	2.217.779
Diretor			
Sergio Sesiki	1.477.817	1.095.788	2.366.778
Breno Lerner	840.390	903.719	968.695

16. Em segundo lugar, 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 de companhias abertas. Conforme descrito no relatório que acompanha este voto, a Melhoramentos foi comparada às companhias listadas na B3 que apresentavam (i) ativo total semelhante, (ii) geração de EBITDA semelhante, (iii) lucro líquido semelhante, ou (iv) atuassem no setor de “papel e celulose”.⁴

17. De acordo com os resultados obtidos no estudo, que se encontram ilustrados no gráfico abaixo, os montantes pagos aos Conselheiros da Melhoramentos, nos exercícios sociais de 2015, 2016 e 2017, se afiguram manifestamente superiores ao valor médio pago aos conselheiros das outras companhias, qualquer que seja o critério de comparação utilizado – ativo, EBITDA, lucro líquido e setor de atuação:

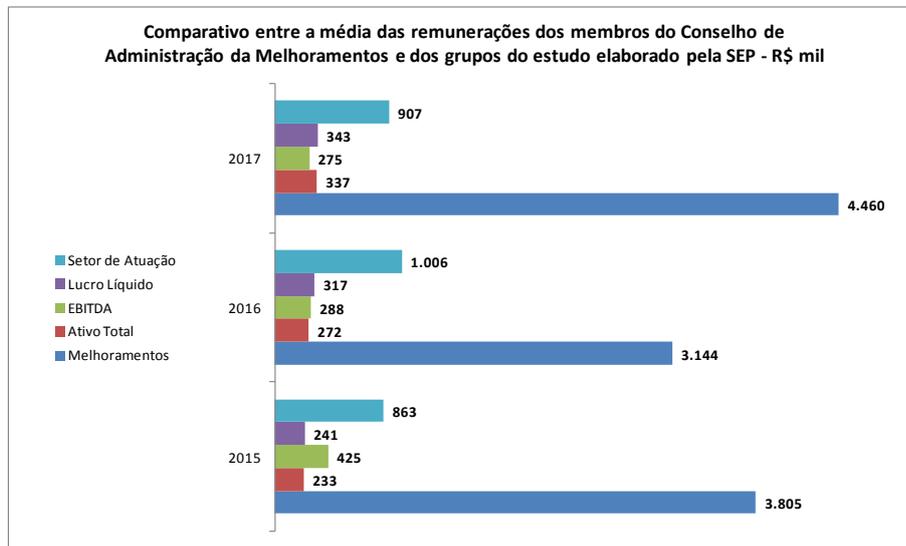
³ Valores extraídos da informação prestada pela Companhia em resposta ao Ofício nº 181/2017/CVM/SEP/ GEA-4 (Doc. SEI nº 0345009 – fls. 42 a 44 do Processo CVM nº SEI 19957.000085/2017).

⁴ Conforme exposto no relatório, a SEP estratificou as companhias listadas na B3 em decis – dez partes iguais, cada uma representando 1/10 da população – segundo os valores do ativo, de geração de EBITDA e do lucro líquido. Em seguida, comparou o valor médio da remuneração paga aos conselheiros da Melhoramentos, nos exercícios sociais de 2015, 2016 e 2017, ao valor médio de remuneração conferida, no mesmo período, a membros de conselhos de administração das companhias situadas no mesmo decil que a Melhoramentos. Em complemento, realizou a mesma comparação em relação às companhias atuantes no setor de celulose e papel.



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



18. Com efeito, os montantes recebidos pelos Conselheiros são várias vezes superiores à média auferida por membros de conselhos em companhias abertas com ativo, EBITDA ou lucro líquido similar. A SEP destacou a propósito que “a remuneração per capita dos conselheiros de administração da Melhoramentos encontra-se, para todos os anos e todos os critérios, muito acima da média mais dois desvios padrão das observações, o que a caracteriza como um evento fora de padrões estatísticos”.

19. Como se não bastasse, a SEP também comparou as remunerações dos Conselheiros da Melhoramentos com os resultados publicados no trabalho “A Governança Corporativa e o Mercado de Capitais 2016/2017 – 11ª edição”, elaborado pela KPMG. Segundo esse estudo, “a média de remuneração anual individual dos conselheiros de administração ficou em R\$ 341,5 mil neste ano, contra R\$ 1,9 milhão dos membros da diretoria executiva, e R\$ 96 mil dos membros do conselho fiscal”. Ou seja, os montantes recebidos pelos Conselheiros são aproximadamente 10 vezes superiores à média encontrada pela KPMG.

20. A defesa, contudo, faz diversas críticas aos estudos acima retratados. No entanto, as objeções suscitadas não me parecem procedentes tampouco capazes de refutar a robustez da conclusão alcançada pela SEP no sentido de que as remunerações dos Conselheiros da Melhoramentos se situavam, no período analisado, muito acima dos valores usuais de mercado.

21. Em primeiro lugar, a defesa argumenta que a acusação teria interpretado de maneira equivocada o critério legal referente ao “valor dos serviços no mercado”. Segundo sustenta, tal



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

critério não teria relação com as práticas de mercado, mas com o valor médio por hora recebido pelo conselheiro. Nesse sentido, a defesa aduz que o conselheiro Ingo Plöger dedicaria à Melhoramentos 520 horas anuais de trabalho, recebendo, assim, valor correspondente a R\$ 6.656,66 por hora. Tal montante seria condizente com os valores recebidos das outras seis companhias, nas quais dedicaria de 8 a 40 horas anuais para as atividades de conselheiro, auferindo, desse modo, remuneração média equivalente a R\$ 6.668,82 por hora.

22. O argumento, contudo, não merece ser acolhido. Primeiro porque a interpretação adotada pela SEP – e por mais de uma vez confirmada por este Colegiado⁵ – mostra-se superior à sugerida pela defesa. Isto porque, ao se basear no valor médio anual da remuneração recebida por conselheiros nas companhias situadas nos mesmos decis do que a Melhoramentos, a metodologia observada no estudo da SEP leva em consideração que o grau de dedicação dos conselheiros pode variar de uma companhia a outra compreendida dentro do grupo selecionado. É justamente por essa razão que a comparação é feita tendo em vista o valor médio.

23. Segundo porque 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, tal linha de argumentação mostra-se infundada, uma vez que a defesa não comprova as horas trabalhadas pelos defendentes na Melhoramentos, tampouco a carga horária dos conselheiros de outras companhias.

24. Do mesmo modo, o estudo sobre o valor por hora recebido pelo conselheiro Ingo Plöger carece de fundamento, uma vez que não veio acompanhada da comprovação do número de horas que o referido conselheiro dedica a Melhoramentos e às demais companhias citadas. Além disso, porque baseado em uma pequena amostra de 6 companhias, das quais 5 são de capital fechado, tal estudo mostra-se muito menos confiável e relevante do que aquele conduzido pela SEP, a partir dos números divulgados publicamente por (i) 20 companhias listadas na B3 situadas no mesmo decil do que a Melhoramentos em termos de lucro líquido, (ii) 35 companhias listadas na B3 pertencentes ao mesmo decil do que a Melhoramentos em termos de ativo total, e (iii) 34 companhias listadas na B3 situadas no mesmo decil do que a Melhoramentos em termos de geração de EBITDA.

⁵ 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

25. Permito-me pontuar ainda que nem mesmo os defendentes parecem concordar que a interpretação sugerida pela defesa seja a mais correta, pois, ao serem indagados pela SEP no curso da fase investigativa que precedeu este processo sancionador, eles afirmaram que:⁶

“Na medida em que inexistem critérios objetivamente determináveis, cada caso há de ser objeto de cuidadosa apreciação, não havendo como prosperar alegações do tipo "valor por hora" de Conselheiro, a ensejar comparações ou a estabelecer parâmetros "certos" ou "errados””.

26. A segunda crítica da defesa é de que não teve acesso à lista de companhias consideradas no estudo realizado pela SEP, de modo que não teve a oportunidade de fazer uma verificação independente sobre o estudo. A alegação, contudo, não é procedente, haja vista a referida informação encontrar-se nos anexos ao Termo de Acusação, bem como na planilha estatística acostada aos autos.⁷

27. Em terceiro lugar, a defesa critica a qualidade dos gráficos contidos no Termo de Acusação, que, a seu ver, seriam vagos e de difícil compreensão. A meu ver, contudo, os gráficos se mostram adequados e permitem ilustrar a contento o que realmente importa para este processo: os Conselheiros receberam quantias significativamente superiores aos seus pares em companhias abertas comparáveis à Melhoramentos em termos de ativo, lucro líquido, ativo ou setor de atuação.

28. De todo modo, a defesa poderia ter sanado qualquer dúvida em relação aos gráficos mediante a análise dos dados não estruturados que subsidiaram o estudo da SEP. Como já mencionado, esses dados encontram-se acostados aos autos.

29. Em quarto lugar, a defesa critica o estudo elaborado pela SEP com o argumento de que, no período examinado, várias companhias abertas deixaram de divulgar informações sobre os valores de remuneração da administração, por serem litisconsortes ativos na medida judicial promovida pelo IBEF-RJ.

30. No entanto, a referida liminar judicial não interferiu no estudo conduzido pela SEP, uma vez que a área técnica calculou o valor médio de remuneração por conselheiro a partir do

⁶ Em resposta aos Ofícios nº 164 a 168/2017/CVM/SEP/GEA-4 (Doc. SEI nº 0345009 – fls. 38 a 41 do Processo CVM nº SEI 19957.000085/2017-10).

⁷ Doc. SEI nº 0345012.



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

quociente do montante agregado da remuneração conferida ao Conselho de Administração pelo número de membros remunerados do referido órgão. A divulgação desses dois números – valor total da remuneração por órgão e número de conselheiros remunerados – não havia sido restringida pela liminar judicial.

31. Em quinto lugar, a defesa questiona os critérios empregados pela SEP no estudo. Nesse sentido, alega que o EBITDA e o lucro líquido não seriam indicadores adequados, uma vez que teriam por referência o reconhecimento de receita e, por consequência, não seriam capazes de diferenciar companhias que conduzem projetos com prazos de maturação distintos. Segundo afirma, a Melhoramentos teria por atividade projetos de longo prazo, que só são refletidos no lucro líquido após mais de 10 anos de desenvolvimento.

32. O argumento, contudo, não se mostra correto, uma vez que não passa de mera especulação, desprovida de embasamento. A defesa não trouxe elemento algum para fundamentar a opinião de que a Melhoramentos desenvolve projetos de maturação mais extensa do que as demais companhias com as quais foi comparada.

33. Ademais, cumpre notar, novamente, que a SEP comparou a Melhoramentos com o *valor médio anual* da remuneração recebida por conselheiro, considerando o conjunto de 20 companhias do mesmo decil em termos de lucro líquido e o conjunto de 34 companhias do mesmo decil em termos de EBITDA. Assim, ao considerar o *ponto médio*, o estudo reflete a variedade de atividades empresariais e modelos de negócios das diferentes companhias. O estudo, dessa forma, oferece uma referência objetiva e segura para comparar os montantes recebidos pelos Conselheiros da Melhoramentos com os padrões de mercado.

34. Quanto ao critério baseado no setor de atuação, a defesa alega que a Melhoramentos não poderia ser comparada às companhias do ramo de celulose e papel, haja vista desempenhar outras atividades, como a edição de livros e a realização de empreendimentos imobiliários.

35. O argumento parece razoável, mas, a meu ver, não invalida as evidências obtidas pela SEP, pois a comparação serve, ao menos, para ilustrar a discrepância existente entre os valores recebidos pelos Conselheiros da Melhoramentos e aqueles praticados nas companhias de setor celulose e papel.



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

36. Afinal, o que se verifica a partir do estudo da SEP é que a remuneração dos defendentes é quase 5 vezes superior à média do referido setor, embora a Melhoramentos não figure entre as maiores companhias de papel e celulose. Enquanto o EBITDA da Melhoramentos equivale a 29% da média do setor, o seu ativo corresponde a 7,7% da média do setor.⁸

37. O mesmo se diga em relação à alegação da defesa de que o estudo da KPMG não seria pertinente para o caso em exame, uma vez que foram selecionadas as companhias do segmento Básico da B3 com maior volume de negociação no mercado e com os valores mais elevados de capital social, dentre as quais não figura a Melhoramentos.

38. Ainda que se admitisse o acerto dessa alegação, o estudo da KPMG serviria para demonstrar que as remunerações dos defendentes são aproximadamente 10 vezes superiores à média praticada pelas mais importantes companhias listadas no segmento Básico da B3.

39. Vale sublinhar por fim que o estudo da SEP também comparou a Melhoramentos com 35 companhias listadas na B3 semelhantes em termos de ativo. Observando-se esse critério, que sequer foi impugnado pela defesa, as discrepâncias são manifestas. A Melhoramentos pagou aos Conselheiros, no período de 2015 a 2017, montantes 16,32, 11,55 e 13,23 vezes superiores à média dos montantes pagos pelas demais companhias.

40. Em suma, todos os elementos acima mencionados permitem concluir, sem assombro, que, no período sob análise, os Conselheiros receberam, a título de remuneração, valores flagrantemente superiores aos padrões do mercado brasileiro.

Análise do Processo Decisório de Definição da Remuneração

41. 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 remuneração flagrantemente superior aos padrões de mercado estava não apenas amparada nos

⁸ Doc. SEI nº 0345012.



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

parâmetros estabelecidos no aludido dispositivo legal como também alinhada com o interesse social.

42. 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.

43. 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.

44. 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.⁹

⁹ 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, 111/2-5º 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

45. No caso em análise, essas suspeitas são pertinentes, pois os Conselheiros, que também eram acionistas controladores, receberam verbas remuneratórias muito superiores aos padrões de mercado, inclusive em 2015 quando a Companhia teve resultado negativo.¹⁰

46. Tudo isso, enfim, exigia que os montantes fixados estivessem amparados em robusta fundamentação, alcançada por meio da condução de um meticoloso 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.

47. Ainda no curso da fase investigativa que precedeu este processo sancionador, ao ser indagada pela SEP¹¹ 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”, a Melhoramentos não logrou apresentar documento algum que ilustrasse a forma de condução do referido processo decisório, nem mesmo as atas das reuniões do conselho de administração em que o assunto havia sido deliberado.¹² Limitou-se a enviar planilhas preparadas com os valores globais de remuneração dos administradores, que já haviam sido divulgados no formulário de referência.

48. Já no curso deste processo sancionador, para afastar qualquer dúvida sobre a matéria, determinei à SEP que solicitasse à Companhia os “documentos de definição das remunerações individuais dos administradores da Companhia Melhoramentos, nos exercícios sociais de 2010 a 2017”.¹³ Mais uma vez, a Companhia não logrou apresentar documento algum, sequer as atas das reuniões do Conselho de Administração em que as remunerações individuais teriam sido definidas.¹⁴

¹⁰ Segundo os dados disponíveis em suas demonstrações financeiras, em 2015, a Melhoramentos apurou resultado negativo de R\$ 81.873.000. Nos exercícios subsequentes, apurou lucro líquido de R\$ 243.591.000,00 e R\$ 38.137.000,00.

¹¹ Ofício nº 130/2017/CVM/SEP/GEA-4 (Doc. SEI nº 0345009 - fls. 5 e 6 do Processo CVM nº SEI 19957.000085/2017-10).

¹² Doc. SEI nº 0345009 - fls. 20 a 25 do Processo CVM nº SEI 19957.000085/2017-10.

¹³ Durante a realização de diligências nos termos do art. 20 da Deliberação CVM nº 538/2008 (Doc. SEI nº 0549853).

¹⁴ Em resposta ao Ofício nº 48/2018/CVM/SPS/GPS-3 (Doc. SEI nº 0549940).



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

49. Cumpre ressaltar de pronto 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, em seu art. 19, § 1º,¹⁵ prevê a necessidade de lavrar-se ata de toda e qualquer reunião do órgão colegiado.

50. 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 lavratura das atas.

51. Tudo isso evidencia, de forma eloquente, a informalidade como a qual era tratada a individualização da remuneração a ser percebida por cada membro da administração da Companhia. Sequer é possível saber os montantes efetivamente aprovados pelo Conselho de Administração, tampouco os fundamentos dessas decisões, haja vista a falta de formalização com a qual era tratado o tema.

52. 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.

53. Ao apresentarem sua defesa, os Conselheiros argumentaram que participavam ativamente da preparação das propostas da remuneração que eram submetidas a assembleia geral de acionistas, cuidando para que ela estivesse em sintonia com os preceitos do referido art. 152.

¹⁵ “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

54. No entanto, a análise das aludidas propostas em nada contribuiu para a compreensão da justificativa das quantias atribuídas aos Conselheiros. Isto porque as propostas não continham os montantes individuais de remuneração, tampouco descrevia o processo decisório ou a fundamentação que seria observada pelo Conselho de Administração para definir o valor da remuneração de cada administrador.

55. Como se verifica das respectivas atas,¹⁶ as assembleias gerais de acionistas fixavam tão-somente o montante global de remuneração dos administradores, de tal modo que naquelas oportunidades os acionistas não discutiam nem deliberavam os valores individuais. Tal tarefa, com efeito, cabia ao Conselho de Administração.

56. A defesa também argumenta que os valores das remunerações dos Conselheiros 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. Afirmaram, nessa direção, que se envolviam intensamente dos assuntos do dia a dia da Companhia, diferentemente dos membros de outros conselhos, que, de ordinário, participam apenas das reuniões do respectivo órgão.

57. 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.

58. 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.

¹⁶ Assim se lê, por exemplo, na ata da AGO de 2016: “Após discussão e aprovação pela unanimidade dos Acionistas, sem ressalvas, os honorários anuais dos membros do Conselho de Administração e da Diretoria para o exercício social de 2016 foram fixados em R\$ 28.700.000,00 (vinte e oito milhões e setecentos mil reais), a partir de janeiro deste ano.”



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

59. Essa linha de argumentação, contudo, não pode ser acolhida, por diversas razões. A primeira – e mais importante – é que não existe nos autos qualquer prova de que a justificativa acima retratada tenha sido considerada, oportunamente, nas decisões relativas à definição dos valores das remunerações dos Conselheiros. Desse modo, ela é indiferente para a análise dos processos decisórios que embasaram, ao longo dos exercícios sociais de 2015 a 2017, a fixação de verbas remuneratórias.

60. Em outras palavras, a justificativa apresentada pela defesa é irrelevante para averiguar se os Conselheiros seguiram um processo decisório adequado 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.

61. A segunda razão é que, conforme já mencionado, a alegação de que os Conselheiros da Melhoramentos trabalhavam muito mais do que os seus pares se mostra, além de presunçosa, infundada, vez que desprovida de qualquer embasamento comprobatório.

62. 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.

63. A quarta razão é que essas supostas atividades suplementares não encontram amparo nem na lei nem no estatuto social da Companhia. Com efeito, no regime instituído na Lei das S.A.,¹⁷ os administradores agem nos limites de suas atribuições legais e estatutárias. Além disso,

¹⁷ 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



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

as competências legais do Conselho de Administração são colegiadas, pressupondo a atuação de seus membros nas reuniões realizadas no âmbito do referido órgão. Não há dispositivo legal que confira aos conselheiros poderes individuais para conduzir projetos executivos, que, via de regra, são de alçada da diretoria.

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

65. 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,¹⁸ 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;

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, independentemente 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).

¹⁸ V. Estatuto Social da Companhia, disponível em <http://www.cvm.gov.br> / Companhias / Informações Periódicas e Eventuais de Companhias.



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

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.

66. 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.

67. 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 dedicavam ao exercício do poder de controle sobre a Companhia.

68. 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.



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

69. Disso não decorre, contudo, 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.

70. Cabe, por fim, examinar outro argumento da defesa segundo o qual faltaria competência à 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.

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

72. 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 os valores envolvidos, a acusação logrou demonstrar que o procedimento adotado pelos acusados, ao longo dos exercícios sociais de 2015 a 2017, era absolutamente insubsistente e, por consequência, incapaz de fundamentar as decisões tomadas.

73. 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



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

74. Passo, enfim, às minhas conclusões. Como exposto neste voto, os Conselheiros deliberaram e receberam, ao longo dos exercícios sociais de 2015 a 2017, 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, em flagrante descumprimento do art. 152 da Lei das S.A.

75. 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.

76. 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.

77. 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 ao art. 152 da Lei nº 6.404/1976, o que totaliza o montante de R\$ 1.500.000,00 (um milhão e quinhentos mil reais) de multa pecuniária;
- (b) Alfredo 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 ao art. 152 da Lei nº 6.404/1976, o que totaliza o montante de R\$ 1.500.000,00 (um milhão 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

- (c) 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 ao art. 152 da Lei nº 6.404/1976, o que totaliza o montante de R\$ 1.500.000,00 (um milhão e quinhentos mil reais) de multa pecuniária;
- (d) 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 ao art. 152 da Lei nº 6.404/1976, o que totaliza o montante de R\$ 1.500.000,00 (um milhão e quinhentos mil reais) de multa pecuniária; e
- (e) 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 ao art. 152 da Lei nº 6.404/1976, o que totaliza o montante de R\$ 1.500.000,00 (um milhão e quinhentos mil reais) de multa pecuniária.

É como voto.

Rio de Janeiro, 11 de dezembro de 2018.

Pablo Renteria

DIRETOR-RELATOR