



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Relatório nº 83/2016-CVM/SEP/GEA-3

Assunto: Resposta de Consulta formulada pela SMI

Senhor Gerente,

I. Introdução

1. Trata-se de processo instaurado pela Superintendência de Relações com Mercados e Intermediários (“SMI”), para análise de alterações do estatuto social da BM&FBovespa S.A. – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros (“Companhia” ou “BM&FBovespa”), nos termos do disposto no artigo 117 da Instrução CVM nº 461/2007.
2. A SMI encaminhou o processo à Superintendência de Relações com Empresas (“SEP”) especialmente por conta da introdução de dispositivo estatutário prevendo mecanismo complementar ao seguro de responsabilidade civil (“Seguro D&O”), para proteção aos administradores da Companhia.

II. Consulta da SMI

3. A SMI nos informa que, dentre as alterações estatutárias submetidas pela BM&FBovespa à assembleia geral extraordinária de 20.05.2016, houve a inclusão de um mecanismo complementar ao Seguro D&O, similar a outros recentemente avaliados pela SEP:

“Artigo 80. A companhia indenizará e manterá indenés seus Administradores e demais funcionários que exerçam cargo ou função de gestão na Companhia (em conjunto ou isoladamente “Beneficiários”), na hipótese de eventual dano ou prejuízo efetivamente sofrido pelos Beneficiários por força do exercício regular de suas funções na Companhia.”

4. Segundo a SMI, a inclusão desse artigo decorre da aprovação em assembleia geral extraordinária (“AGE”) de proposta assim apresentada:

“incluir novo artigo 80 prevendo a existência de indenização estatutária (de forma complementar a qualquer cobertura de seguro D&O), nos termos usualmente adotados por companhias abertas de grande porte, aplicável aos administradores, visando a oferecer completa proteção contra prejuízos diretos que possam ser incorridos, no exercício de suas funções, pelos administradores atuais e futuros da Companhia e de suas controladas, inclusive a CETIP, quando está se tornar uma subsidiária integral da Companhia, com as ressalvas usuais;”

5. Visando a subsidiar o Colegiado quando da deliberação sobre as alterações propostas, a SMI solicita posicionamento da SEP sobre a regularidade da adoção da mencionada previsão estatutária à luz da regulamentação vigente, bem como sobre sua oportunidade e conveniência

haja vista tratar-se de companhia aberta.

III. Análise

6. Esta análise está dividida em: (i) identificação dos precedentes relevantes sobre o tema; (ii) prática do mercado com relação a contratos similares; e (iii) considerações da SEP, divididas em (iii.a) esclarecimentos iniciais e (iii.b) balizadores mais específicos.

Precedentes

7. Com relação ao instrumento de indenidade, identificamos posicionamentos da CVM nos processos administrativos sancionadores CVM nº RJ 2009-8316 e RJ 2011-2595.
8. Destacamos primeiramente o voto do ex-diretor da CVM, Otavio Yazbek, referente ao pedido de termo de compromisso apresentado pelos administradores da Kepler Weber S.A. (“Kepler Weber”), no âmbito do processo administrativo sancionador RJ-2009-8316.
9. Na ocasião, foi solicitado pelos requerentes (i) que a obrigação fosse assumida sob condição de que a Itaú Seguradora S.A. efetuasse os pagamentos devidos, nos termos do seguro D&O existente; ou, caso a seguradora se recusasse, (ii) que a companhia efetuasse os pagamentos em nome dos seus administradores, de acordo com os contratos de indenidade celebrados pela sociedade e seus administradores.
10. Embora o comitê de termo de compromisso tenha aceitado os valores propostos, não concordou que esse pagamento fosse vinculado à implementação de nenhum outro evento, tampouco suportado pela Kepler Weber. O Colegiado, por maioria, seguiu esse mesmo posicionamento.
11. Em pedido de reconsideração de decisão do colegiado, os recorrentes afirmaram, em resumo, que *“os contratos de indenidade poderiam ser interpretados como uma modalidade de contrato de seguro, que a CVM reputa como válidos e admissíveis”*.
12. O diretor Otavio Yazbek, em seu voto, ainda que reconhecendo que esses dois instrumentos se aproximam por terem o objetivo de proteção aos administradores, diferenciou esses dois instrumentos.
13. A forma de obtenção desse objetivo seria o ponto principal da diferença entre esses instrumentos. Ao contratar um seguro de responsabilidade para seus administradores, a companhia paga o prêmio do seguro a fim de obter aquela cobertura, que servirá de atrativo para as suas contratações. A apólice de seguros não apenas traz casos em que a seguradora ficará desobrigada de indenizar (em caso de atuação dolosa do administrador, por exemplo), como a análise de tais casos incumbe à seguradora.
14. Enquanto, ao optar pelo contrato de indenidade, as indenizações seriam pagas diretamente pela companhia. Por considerar a situação propícia a conflitos, o diretor votou mais uma vez contrariamente à vinculação.
15. Por fim, o diretor ressaltou que, mesmo que o termo de compromisso não implique assunção de culpa nem condenação do jurisdicionado, ele permite atingir fins considerados desejáveis. A não assunção de culpa pelo compromitente é ínsita a esse mecanismo e não poderia ser considerada uma certidão de inocência, que no caso seria liberadora da indenização pela companhia.
16. Além do caso da Kepler Weber, destacamos o voto da ex-diretora da CVM, Luciana Dias, no processo CVM RJ 2011-2595.
17. Este processo administrativo sancionador foi instituído para apurar a responsabilidade de administradores e acionistas controladores do Banestes S.A. - Banco do Estado do Espírito Santo (“Banestes”), que aprovaram a concessão de indenização a alguns administradores da companhia, no valor de R\$ 600.000,00, em restituição ao pagamento de um termo de compromisso advindo

de outro processo administrativo sancionador, este último decorrente de falta de divulgação de fato relevante.

18. Para a acusação, os termos genéricos usados no contrato de indenidade não contemplariam a hipótese de indenização de despesas referentes a termos de compromisso. Dessa forma, os administradores que aprovaram a restituição foram acusados de terem praticado ato de liberalidade à custa da Companhia.
19. Os administradores que solicitaram a restituição e se declararam impedidos de votar por conflito de interesse também foram acusados, por falta de dever de diligência e de lealdade, por não tomarem medidas para evitar a prática de conduta lesiva à companhia.
20. Por fim, a acusação concluiu que a ratificação dos reembolsos efetuados em assembleia geral caracterizaria abuso do direito de voto, uma vez que tal deliberação teria causado danos ao Banestes.
21. Em seu voto, a ex-diretora da CVM reconheceu que os contratos de indenidade firmados entre a companhia e diretores são legítimos, embora a CVM e a legislação brasileira não tenham definido ainda os critérios ou seus limites mínimos.
22. A ex-diretora argumentou que, até que parâmetros mais claros sejam estabelecidos sobre em que condições indenizações, contratos de indenidade e seguros são contrários à ordem pública, será difícil estipular o que é ou não lícito.
23. Ademais, de acordo com a ex-diretora, o ato questionado no primeiro processo, a divulgação de um fato relevante, configura um ato típico de gestão. Ressaltou, ainda, que não existiam indícios de fraude, desvio de recursos ou má-fé por parte dos administradores, e não seria aparente que os administradores tivessem como se beneficiar de qualquer maneira da não divulgação desse fato relevante.
24. Por essas razões, a ex-diretora votou pela absolvição de todos os acusados.
25. De todo modo, esse voto expôs algumas considerações acerca da polêmica sobre a adequação desses contratos de indenidade aos objetivos das políticas públicas que se pretende fomentar por meio da aplicação de penas e do debate sobre quais seriam os limites adequados para esses contratos de indenidade.
26. Foi citado, por exemplo, estudo dos professores Brian R. Cheffins e Benard S. Black “*Outside Director Liability Across Countries*”, segundo o qual a legislação americana não exige que exista um contrato de indenidade anterior aos fatos que deram causa ao processo, mas requer que a indenização seja aprovada caso a caso: (i) por deliberação do conselho de administração, na qual somente os conselheiros que não integrem o processo podem votar; (ii) caso não haja quorum suficiente, ou os conselheiros assim desejem, por um consultor independente que dará uma opinião formal; ou (iii) por deliberação da assembleia geral de acionistas. [1]
27. Por outro lado, como consta no voto da ex-diretora, apesar da autorização legal expressa, são notórias as iniciativas da *Securities and Exchange Commission – SEC* (“SEC”) na tentativa de coibir indenizações aos administradores por violação ao *Securities Act*. [2]
28. Dentre as medidas adotadas para coibir indenização está a vinculação, no âmbito de ofertas registradas, do acesso a um procedimento acelerado de renúncia do direito de pedir indenização por despesas decorrentes de casos envolvendo violação de provisões do *Securities Act*. No caso de recusa por parte dos administradores, a SEC exige que os emissores incluam no prospecto uma declaração de que o emissor foi informado da posição da SEC de que as indenizações a administradores por violação a esta lei são contrárias ao interesse público, e, por isso, não são executáveis judicialmente.
29. Embora as cortes americanas tenham adotado consistentemente a posição da SEC, a maior parte

dos casos americanos é encerrada por meio de acordos judiciais que não confirmam nem negam a violação ao *Securities Act.* Desse modo, na ausência de confirmação de violação, os administradores são indenizados sem qualquer discussão sobre o posicionamento da SEC.

30. Segundo a ex-diretora da CVM, ciente dos limites dessa medida, desde 2003, a SEC tem incluído, em alguns dos seus acordos para encerrar processos administrativos, cláusulas que impedem que administradores, que são parte do acordo, pleiteiem indenizações em relação aos custos incorridos nesses acordos, obrigando-os a arcar pessoalmente com as despesas de encerramento de processo.
31. Entretanto, segundo a ex-diretora, em nenhum contexto, a SEC tem impedido que a companhia arque com as despesas incorridas com advogados por conta desses processos ou limite a contratação de seguros para os seus administradores[3].

Prática de mercado

32. De forma a analisar a difusão da adoção de mecanismos de proteção aos administradores, analisamos o item 12.11 do formulário de referência das 53 companhias que têm valores mobiliários compondo o atual Ibovespa.
33. Segue abaixo quadro que identifica as companhias que fazem parte do referido índice e que declaram, em seus respectivos formulários de referência, possuir Seguro D&O ou contrato de indenidade:

Companhias	Seguro D&O	Contrato de Indenidade
Ambev S.A.	Sim	Não
Banco do Brasil S.A.	Sim	Não
Banco Bradesco S.A.	Sim	Não
BB Seguridade Participacoes S.A.	Sim	Não
Bradespar S.A.	Não	Não
BRF S.A.	Sim	Não
Braskem S.A.	Sim	Não
Br Malls Participações S.A.	Sim	Não
BM&F BOVESPA S.A.	Sim	Sim
CCR S.A.	Sim	Não
CESP S.A.	Sim	Não
CIELO S.A.	Sim	Não
CEMIG S.A.	Sim	Não
CPFL ENERGIA S.A.	Sim	Não
COPEL	Sim	Não
COSAN	Sim	Não
Companhia Siderurgica Nacional S.A.	Sim	Não
Cetip	Sim	Não
Cyrela	Sim	Não
Eco Rodovias	Sim	Não
Embraer	Sim	Não
Equatorial S.A.	Sim	Não
Estacio Participações S.A.	Sim	Não
Fibria	Sim	Não
Gerdau S.A.	Sim	Não
Metalurgica Gerdau S.A.	Sim	Não
Hypermarcas	Sim	Não
Itausa	Sim	Não
Itau Unibanco	Sim	Não

JBS	Sim	Não
Klabin S.A.	Sim	Não
Kroton	Sim	Não
Lojas Americanas	Sim	Não
Lojas Renner	Sim	Não
Marfrig	Sim	Não
MRV	Sim	Não
Multiplan	Sim	Não
Natura	Sim	Não
Companhia Brasileira de Distribuicao	Sim	Não
Petroleo Brasileiro S.A. - Petrobras	Sim	Não
Qualicorp	Sim	Não
RaiaDrogasil	Sim	Não
Localiza	Sim	Não
Rumo Log	Sim	Não
Santander BR	Sim	Sim
Sabesp	Sim	Não
Smiles	Sim	Não
Suzano Papel	Sim	Não
Tractebel	Sim	Não
Tim Participações S.A.	Sim	Não
Vale S.A.	Sim	Não
Telefonica Brasil S.A.	Sim	Não
WEG S.A.	Sim	Não

34. Foi constatado que apenas uma sociedade, dentre as 53 analisadas, não possui nenhum tipo de mecanismo que vise à proteção de seus administradores. Das 52 companhias restantes todas afirmam adotar o Seguro D&O como forma de proteção e apenas duas – sendo a BM&FBovespa uma delas – alegam possuir contrato de indenidade como forma de complementação a esse seguro.

Considerações da SEP

Esclarecimentos iniciais

35. Em primeiro lugar, vale destacar que, além dos dois precedentes acima mencionados, dos quais já é possível extrair algum posicionamento do Colegiado sobre o tema, existem também na CVM: (i) uma consulta submetida à CVM em caráter de confidencialidade e recentemente respondida pela SEP; e (ii) um processo normativo na Superintendência de Desenvolvimento de Mercado (“SDM”), deflagrado a partir de um pedido da Associação Brasileira de Companhias Abertas - ABRASCA, no qual estudos mais aprofundados sobre o tema estão sendo conduzidos.
36. Ao apreciar a consulta acima referida, a SEP adotou alguns balizadores abaixo delineados, ressaltando que eles representavam apenas uma tentativa de endereçar aquela situação específica, diante de um cenário em que, por um lado, (i) o Colegiado já afirmou que não há uma vedação absoluta a contratos de indenidade; porém (ii) os limites desse instrumento tampouco foram fixados no processo normativo em curso, que é o foro mais adequado para estabelecê-los em caráter definitivo e para conduzir uma discussão sobre a oportunidade e conveniência de tais instrumentos.
37. Ainda a título de esclarecimento preliminar, esclarecemos que neste processo não analisamos qualquer contrato ou minuta de contrato de indenidade entre a BM&FBovespa e seus administradores. Limitamo-nos à admissibilidade desse tipo de instrumento e a resposta à SMI

deve ser vista como uma tentativa de destacar alguns pontos *mínimos* que devem estar presentes em um contrato de indenidade.

Balizadores

38. Primeiramente, o contrato deve ser submetido à deliberação em assembleia geral, na qual administradores que sejam também acionistas devem se abster de votar.
39. Quanto aos limites financeiros e temporais do contrato, ele próprio deve preestabelecer um valor máximo global a ser indenizado e um período de cobertura.
40. Devem ser distinguidas, de um lado, (i) despesas processuais, honorários advocatícios e outras constrições patrimoniais como bloqueio de bens pessoais; e, de outro lado, (ii) decisões definitivas condenatórias.
41. Despesas processuais e similares podem ser custeadas pela Companhia, desde que não estejam presentes hipóteses como:
 - (i) o administrador confessar sua conduta ilícita;
 - (ii) houver a prática comprovada de má fé por parte do administrador;
 - (iii) o ato do administrador seja tipificado como crime; ou
 - (iv) o ato do administrador gere prejuízos à Companhia ou a terceiros, na forma do artigo 158 da Lei nº 6.404/76, por meio de violação de lei, estatuto, ou ainda, se dentro de suas atribuições agir comprovadamente com dolo ou culpa grave.
42. Já os pagamentos resultantes de condenações impostas aos administradores não devem ser ressarcidos nem mesmo caso os atos que tenham causado tais pagamentos venham a ser considerados atos regulares de gestão. Tal prática configuraria ato de liberalidade em favor do administrador.
43. Adicionalmente, um compromisso de indenidade tampouco pode alcançar acordos com autoridades governamentais, regulatórias, legislativas, judiciais ou administrativas.
44. Isso porque tais acordos podem interromper a apuração de fatos ou obstar um eventual reconhecimento de que situações configuram “comprovada má-fé”, “culpa grave ou dolo” etc., situações que podem afastar definitivamente qualquer obrigação da Companhia no âmbito de tal contrato.
45. Demais acordos, em processos movidos por acionistas, por exemplo, podem ser custeados pela Companhia, desde que haja uma avaliação de que os atos dos administradores envolvidos foram atos regulares de gestão.
46. É recomendável que essa avaliação envolva a participação de um terceiro independente, cujo critério de seleção seja predefinido no contrato^[4], desde que a manifestação deste terceiro contenha declaração de que: (i) os fatos apurados são suficientes para uma avaliação conclusiva; e (ii) não há expectativa razoável de que novos fatos sobre a questão em análise possam ser identificados.
47. A preocupação é que, por força da presunção geral de boa-fé e inocência, associada a uma apuração insuficiente dos fatos, a Companhia seja levada a custear valores que não deveria e, a rigor, nem poderia suportar.
48. No que tange a decisões que devam ser tomadas pela Companhia, não poderá evidentemente haver participação do próprio pleiteante da indenização, mas também de outros administradores que estejam envolvidos na mesma demanda que tenha dado origem ao pedido de indenização. Isso porque eventuais aprovações “cruzadas” de um administrador em favor de outro infringiriam

o art. 156 da Lei 6.404/76.

49. Ademais, o referido instrumento de indenidade não deve ser utilizado em benefício dos administradores, nem mesmo no que tange a despesas processuais, honorários advocatícios etc., no contexto de ações movidas pela companhia contra estes administradores, por quebra do dever fiduciário, nos termos do art. 159 da Lei 6.404/76.

IV. Conclusão

50. Com as considerações acima, proponho o envio do processo à SMI, em resposta ao Memorando nº 14/2016-CVM/SMI, de 13.07.2016.

Atenciosamente,

Alexandre Pinheiro Machado
Analista

De acordo
À SEP,

Raphael Souza
Gerente de Acompanhamento de Empresas 3

De acordo
À SMI,

Fernando Soares Vieira
Superintendente de Relações com Empresas

[1] Cf. *Delaware General Corporation Law*, §145 (d): “Any indemnification under subsections (a) and (b) of this section (unless ordered by a court) shall be made by the corporation only as authorized in the specific case upon a determination that indemnification of the present or former director, officer, employee or agent is proper in the circumstances because the person has met the applicable standard of conduct set forth in subsections (a) and (b) of this section. Such determination shall be made, with respect to a person who is a director or officer of the corporation at the time of such determination: (1) By majority vote of the directors who are not parties to such action, suit or proceeding, even though less than a quorum; or (2) By a committee of such directors designated by majority vote of such directors, even though less than a quorum; or (3) if there are no such directors, or if such directors so direct, by independent legal counsel in a written opinion; (4) By the stockholders.”.

[2] O *Securities Act of 1933* estabelece regras relacionadas ao registro de valores mobiliários perante a SEC, à divulgação de informações no âmbito de ofertas públicas e à responsabilidade de o emissor, de seus administradores, sócios, auditores e avaliadores e dos intermediários pelas informações prestadas no âmbito do pedido de registro de oferta pública de valores mobiliários.

O entendimento da SEC sobre a limitação de concessão de indenizações se restringe apenas ao *Securities Act*, não abarcando outras leis

[3] Embora exista na doutrina americana uma grande discussão sobre quais despesas são seguráveis e quais não podem ser objeto de seguro.

[4] Na consulta recentemente submetida à avaliação da SEP, havia previsão de que o mais antigo membro de uma determinada câmara de arbitragem seria consultado e, se houvesse qualquer impedimento pessoal tanto, a escolha recairia sobre o segundo mais antigo e assim sucessivamente.



Documento assinado eletronicamente por **Alexandre Machado, Analista**, em 25/07/2016, às 17:34, conforme art. 1º, III, "b", da Lei 11.419/2006.



Documento assinado eletronicamente por **Raphael Acácio Gomes dos Santos de Souza, Gerente**, em 25/07/2016, às 18:03, conforme art. 1º, III, "b", da Lei 11.419/2006.



Documento assinado eletronicamente por **Fernando Soares Vieira, Superintendente**, em 26/07/2016, às 10:22, conforme art. 1º, III, "b", da Lei 11.419/2006.



A autenticidade do documento pode ser conferida no site https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, informando o código verificador **0137777** e o código CRC **1E6C7DD4**.
This document's authenticity can be verified by accessing https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, and typing the "Código Verificador" 0137777 and the "Código CRC" 1E6C7DD4.