



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

www.cvm.gov.br

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº 19957.004424/2025-39

Reg. Col. 3364/25

Acusado: Vitor Manuel Cavalcanti Mallmann

Assunto: Apurar responsabilidade de diretor da Eternit S.A. por suposta violação ao art. 4º, §1º, da Resolução CVM nº 77/2022 no contexto de programa de recompra proposto pela companhia em 2024

Relatora: Diretora Marina Copola

VOTO

I. INTRODUÇÃO

1. Como descrito no relatório¹, trata-se de PAS instaurado pela SEP para apurar a responsabilidade de Vitor Mallmann, na qualidade de Diretor Financeiro e de Relações com Investidores da Eternit, pela suposta aquisição, em 16/04/2024, de 71.400 ações de própria emissão sem autorização do conselho de administração, em alegada violação ao art. 4º, §1º, da Resolução CVM nº 77/2022.

2. O caso se originou de autodenúncia apresentada pela própria Companhia, por intermédio de Vitor Mallmann – ocasião em que a Eternit afirmou que o conselho de administração teria autorizado a recompra na RCA de 27/02/2024, mas que tal deliberação não teria sido registrada em ata, vindo a ser apenas posteriormente ratificada. A Acusação entendeu, contudo, que a irregularidade não decorreria de mera falha formal. Para a SEP, não haveria evidência de aprovação do Programa de Recompra de 2024 na RCA de 27/02/2024, tampouco possibilidade de enquadrar a operação no Programa de Recompra de 2023, cujo limite autorizado já se encontrava integralmente utilizado. A falha residiria, portanto, na própria Aquisição de Ações.

¹ Os termos iniciados em letras maiúsculas que não estiverem aqui definidos têm o significado que lhes é atribuído no relatório deste PAS.



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
www.cvm.gov.br

II. PRELIMINARES

3. Antes de analisar o mérito deste PAS, trato das duas questões preliminares suscitadas pelo acusado.

Ausência de individualização da conduta

4. A defesa sustenta que sua atuação teria sido prejudicada em razão da suposta ausência de individualização da conduta atribuída ao acusado.

5. A meu ver, tal alegação não procede.

6. Entendo que a SEP realizou uma análise suficientemente detalhada do contexto fático e de sua relação com a imputação formulada, deixando claro, no Termo de Acusação, o raciocínio que culminou na suposta responsabilidade do acusado. Como relatado, os demais diretores afirmaram que a operacionalização da recompra caberia à área sob responsabilidade de Vitor Mallmann. Assim, ao menos em tese, encontra-se devidamente explicitada a lógica da imputação, tendo o acusado tido plena oportunidade de contestar tal premissa e sustentar que a operação não se encontrava sob sua esfera de atribuições.

7. O que se pode discutir, portanto, não é a inexistência de individualização da conduta, mas tão somente se a infração de fato ocorreu, ou se o acusado detinha responsabilidade efetiva pela Aquisição de Ações. Essas são questões materiais e probatórias, próprias da análise do mérito. Contudo, em abstrato, não há como afirmar que houve ausência de individualização: a imputação está delineada de forma clara, com indicação expressa do nexo entre a área sob sua competência e a execução da recompra, o que atende plenamente ao dever de delimitação da conduta imputada.

8. Ante o exposto, voto pela **rejeição** dessa preliminar.

Não reconhecimento de prova inequívoca

9. A defesa também sustenta que o processo deveria ser extinto preliminarmente, sob o argumento de que a Acusação teria desconsiderado prova documental inequívoca – especificamente, a ata interna da RCA de 27/02/2024, que, segundo a defesa, teria autorizado “expressamente a aquisição das ações, inclusive limitando o volume a 50%



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
www.cvm.gov.br

do bônus potencial, por motivo de austeridade”. Tal documento, afirma a defesa, demonstraria que houve autorização válida do conselho.

10. Esse argumento, contudo, não se sustenta.

11. Em primeiro lugar, não é correto afirmar que a área técnica desconsiderou tal prova. O trecho da ata indicado pela Companhia está expressamente transcreto no Termo de Acusação. A SEP apenas concluiu que o conteúdo não seria suficiente para caracterizar a aprovação formal do Programa de Recompra de 2024, apresentando justificativa para essa interpretação. Portanto, não se trata de ignorar a prova, mas de atribuir-lhe significado distinto daquele defendido pelo acusado – divergência que é inerente ao processo de formação de convencimento.

12. Ademais, ainda que assim não fosse, tal discussão não justificaria a extinção do processo em sede preliminar. A interpretação e a valoração do conjunto probatório são matérias próprias do julgamento de mérito pelo Colegiado. Assim, mesmo que determinada prova não tivesse sido considerada, isso não implicaria, por si só, nulidade processual; caberia ao Colegiado apreciá-la e decidir. No caso concreto, todavia, não houve qualquer omissão: ambas as partes apresentaram sua leitura do documento, cabendo agora no julgamento de mérito ponderar qual delas melhor se sustenta.

13. Ante o exposto, também voto pela **rejeição** dessa preliminar.

III. MÉRITO

14. Vencidas as preliminares suscitadas pelo acusado, passo a tratar do mérito deste PAS.

15. Antecipando a conclusão, com fundamento no art. 9º, §4º, da Lei nº 6.385/1976², entendo que, dentre as medidas de *enforcement* potencialmente aplicáveis, a lavratura do

² “§4º Na apuração de infrações da legislação do mercado de valores mobiliários, a Comissão priorizará as infrações de natureza grave, cuja apenação proporcione maior efeito educativo e preventivo para os participantes do mercado, e poderá deixar de instaurar o processo administrativo sancionador, consideradas a pouca relevância da conduta, a baixa expressividade da lesão ao bem jurídico tutelado e a utilização de outros instrumentos e medidas de supervisão que julgar mais efetivos”. Cf., para este fins, também o art. 4º, §1º, da Resolução CVM nº 45/2021, e o comentário de Denis Morelli sobre os principais aspectos que devem ser observados pelas Superintendências da CVM na avaliação acerca da pertinência da instauração de processo administrativo sancionador em situações concretas: “Dessa lista, e ainda que seja possível considerar outros fatores, é possível extrair uma orientação mais geral acerca dos principais aspectos que deverão ser observados pelas



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
www.cvm.gov.br

Termo de Acusação não se revela a resposta mais proporcional ao caso concreto, sobretudo considerando o enfoque conferido pela Acusação.

16. O art. 4º, §1º, da Resolução CVM nº 77/2022 possui enunciado claro ao estabelecer que, ressalvadas as hipóteses de maior sensibilidade – nas quais a matéria deve ser submetida à assembleia geral – compete, via de regra, ao conselho de administração autorizar a aquisição, pela companhia, de ações de própria emissão. A relevância do dispositivo é igualmente evidente: a estrutura societária pressupõe uma hierarquia decisória e uma distribuição de competências, de modo que a norma busca assegurar que deliberações dessa natureza sejam tomadas por instância superior e colegiada, preservando a governança e mitigando riscos de uso indevido do mecanismo de recompra.

17. É verdade que, à luz dos esclarecimentos e documentos apresentados, a aprovação não se deu da forma mais adequada. Deliberações do conselho de administração como as de que aqui se trata devem ser discutidas e refletidas de maneira fidedigna na ata, cuja elaboração exige atenção especial, sobretudo daqueles que a subscrevem. Concordo, ainda, com a área técnica, ao observar que o trecho relativo à aprovação do bônus, nos termos já relatados, não é suficientemente claro, enfatizando muito mais a renúncia parcial ao valor do que a autorização do bônus que teria levado à recompra. Em outras palavras, não há dúvida de que o procedimento adotado esteve aquém do ideal, e é razoável concluir que a própria Companhia e o acusado, ao formularem a autodenúncia, partiram do reconhecimento dessa falha.

18. Ocorre que, considerando todo o contexto fático, entendo que não se verifica materialidade suficiente para a aplicação de sanção administrativa.

Superintendências em sua análise. Em primeiro lugar, é necessário considerar questões de ordem financeira que circundam o ocorrido. Podem ser considerados os próprios valores ligados aos atos praticados – como o valor dos negócios realizados no mercado de capitais, por exemplo –, assim como o cálculo dos eventuais prejuízos causados e sua respectiva reparação (itens II, III e VIII). Em segundo lugar, importa avaliar a atitude dos envolvidos, que podem ter bons antecedentes ou que podem, no caso analisado, ter demonstrado boa-fé, sendo relevantes também as medidas tomadas para a regularização da suposta infração (itens V, VI e VII). Por fim, em terceiro lugar, a análise deve ir além dos fatos estritamente ligados aos envolvidos, para se avaliar o impacto da conduta perante o mercado, sua repercussão – na mídia nacional ou internacional, por exemplo – e o seu grau de reprovabilidade (itens I e IV)” (Denis Morelli, Breves considerações sobre a justa causa necessária aos processos administrativos sancionadores da CVM, *in* Gustavo Gonzalez (coord.), Processo Sancionador nos Mercados Financeiro e de Capitais, São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2023, pp. 31-40, p. 36).



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
www.cvm.gov.br

19. A esse respeito, é entendimento consolidado deste Colegiado que a CVM, na qualidade de órgão regulador de condutas, deve observar o princípio da proporcionalidade e avaliar a significância concreta da infração não apenas para calibrar a penalidade, mas também, quando pertinente, para concluir pela própria inaplicabilidade de sanção. Nesse sentido, como bem observou o então Diretor Pablo Renteria³⁻⁴:

“a CVM, na qualidade de órgão regulador de condutas do mercado de valores mobiliários, deve, no exercício da sua atividade sancionadora, guardar estrita observância ao princípio da proporcionalidade, sob pena de subverter aludida atribuição, desvinculando-a dos propósitos e valores a que deve se orientar, nos termos do art. 4º da Lei nº 6.385/1976. A atividade sancionadora deve, em outras palavras, ser exercida com seriedade e prudência, de modo a desestimular e coibir práticas atentatórias ao bom funcionamento do mercado de valores mobiliários, sem produzir, todavia, incentivos adversos para os participantes do mercado”.

20. Como reforçado pela então Diretora Luciana Dias, a CVM dispõe de instrumentos adequados para lidar com falhas de menor potencial ofensivo por meio de medidas não sancionadoras⁵:

“Cliente da obrigação legal de exercer esse juízo de valor sobre as irregularidades e os desvios de conduta no âmbito de sua competência, a CVM criou mecanismos para corrigir irregularidades de menor grau ofensivo por meio de procedimentos não sancionadores. É o caso (i) das multas cominatórias, que criam um mecanismo de incentivo para a entrega tempestiva de informações; e (ii) do ofício de alerta, criado pela Deliberação CVM nº 542, de 2008, que estabelece um diálogo educativo com o administrado”.

³ PAS CVM nº RJ2013/4328, Dir. Rel. Pablo Renteria, j. em 01/09/2015.

⁴ Cf., no mesmo sentido: “[...] em qualquer processo sancionador, o papel do Colegiado vai além do exame da pertinência da acusação e da ocorrência dos fatos. É preciso verificar a significância da infração no caso concreto, de modo a dosar adequadamente a pena, ou mesmo não aplicá-la, quando irrelevante in concreto a falta” (PAS CVM nº RJ2005-033, Pres. Rel. Marcelo Trindade, j. em 05/10/2005). E também: PAS CVM nº 19957.001621/2020-91, Dir. Rel. Flavia Perlingeiro, j. em 27/09/2023; PAS CVM nº 11/2013, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez, j. em 30/01/2018; PAS CVM nº SP2010/049, Dir. Rel. Otavio Yazbek, j. em 12/11/2013; e PAS CVM nº RJ2002/6982, Dir. Rel. Norma Parente, j. em 18/12/2003.

⁵ PAS CVM nº RJ2010/13301, Dir. Rel. Luciana Dias, j. em 23/10/2012.



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
www.cvm.gov.br

21. À luz desses parâmetros – especialmente a exigência de proporcionalidade e a possibilidade de tratamento não sancionador para falhas de reduzido potencial ofensivo –, combinados com a autodenúncia oferecida pela própria Companhia – entendo que a conclusão pela não aplicação de sanção é a única solução compatível com o melhor uso do poder de polícia da CVM, pelas razões que passo a expor.

22. Em primeiro lugar, o dispositivo em questão tutela, como já mencionado, a necessidade de que a autorização para a recompra seja conferida por instância societária superior, por razões de governança e alocação adequada de competências. E, embora o registro dessa deliberação não esteja expresso de forma ideal na ata, não há, nos autos, qualquer elemento que indique vício material de consentimento por parte do conselho de administração.

23. Com efeito, ainda que a ata da RCA de 27/02/2024 não explice a autorização para a recompra nem detalhe os parâmetros do bônus, tais elementos constam de maneira clara na política de remuneração de administradores da Companhia, como relembrado pela defesa. Ademais, a própria conduta posterior do conselho reforça a interpretação de que a deliberação havia sido, de fato, pretendida: se o órgão tivesse entendido que sua competência fora burlada, não teria promovido a ratificação subsequente na RCA de 12/08/2024.

24. Dessa forma, não identifico violação ao núcleo protegido pelo art. 4º, §1º, da Resolução CVM nº 77/2022, isto é, à exigência de autorização colegiada. Apesar dos inegáveis vícios formais, não há dúvida quanto à vontade material do conselho de administração, que deve ser considerada.

25. Outro aspecto que merece consideração é que, em termos concretos, a Aquisição de Ações sequer apresentou materialidade relevante. Conforme informado na autodenúncia, o montante adquirido correspondeu a apenas 0,12% das ações em circulação. Além disso, pude verificar que, embora o papel tenha registrado leve valorização na data da aquisição, tal variação não destoou do comportamento observado na semana anterior e na semana subsequente. Não há, portanto, qualquer indício de manipulação de preço, intencional ou mesmo não intencional, decorrente da operação.

26. Também reconheço que não há qualquer indício de que o acusado tenha obtido benefício pessoal com o episódio. As ações adquiridas, conforme esclarecido nos autos,



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
www.cvm.gov.br

destinavam-se exclusivamente ao pagamento do bônus dos membros do conselho de administração. Do mesmo modo, não há elementos que permitam concluir pela existência de má-fé por parte do acusado – não apenas pelo conjunto probatório, mas sobretudo pelo fato de ter sido ele próprio o responsável por promover a autodenúncia junto à CVM.

27. Por último, a Acusação não demonstrou – nem mesmo eu vislumbro, a partir do conjunto probatório – qualquer lesão ao bem jurídico tutelado pelo dispositivo imputado. Como reiterado, não há indícios de que a operação tenha ocorrido sem autorização material do conselho de administração.

28. São por essas razões, consideradas em conjunto, que entendo que o acusado deve ser absolvido.

29. Registro, ainda, que me parece haver espaço para reflexão quanto ao enfoque adotado pela área técnica. Desde o primeiro contato com o caso, o ponto que mais chamou minha atenção foi, na verdade, o aspecto informacional envolvido, notadamente a ausência de divulgação de fato relevante correspondente à Aquisição de Ações. É possível que, mesmo sob essa perspectiva, o desfecho do PAS fosse o mesmo, especialmente à luz da postura colaborativa evidenciada pela autodenúncia somada à baixa materialidade da operação em si. Ainda assim, a meu ver, a ausência de divulgação tempestiva do fato relevante mostra-se mais reprovável do que a autorização do conselho posteriormente ratificada.

30. Além disso, para afastar qualquer dúvida quanto à coerência deste voto com posições que manifestei em processos anteriores, especialmente aqueles relacionados ao cumprimento das normas de auditoria, registro que o regime aplicável aos auditores independentes opera sob uma lógica distinta. Naquele contexto, as exigências formais têm natureza eminentemente procedural e são concebidas justamente para mitigar determinados riscos, de modo que o rigor no cumprimento de etapas e formalidades é parte intrínseca da própria função de auditoria. Na prática, a margem para que se reconheça a ausência de justa causa se mostra, em razão da lógica de salvaguarda que norteia o arcabouço normativo contábil, muito mais estreita. Essa racionalidade, porém, não se transfere automaticamente ao presente caso, que envolve dinâmica diversa por se tratar de matéria societária, regida por outros princípios.



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
www.cvm.gov.br

IV. CONCLUSÃO

31. Ante o exposto, voto pela **absolvição** de **Vitor Mallmann** da acusação de infração ao art. 4º, §1º, da Resolução CVM nº 77/2022.

É como voto.

Rio de Janeiro, 9 de dezembro 2025.

Marina Copola

Diretora Relatora