



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº RJ2014/6517

Reg. Col. nº 9468/2014

Acusados: Eike Fuhrken Batista
José Roberto Penna Chaves Favaret Cavalcanti
Luiz Eduardo Guimarães Carneiro
Marcelo Faber Torres
Paulo Manuel Mendes de Mendonça
Paulo de Tarso Martins Guimarães
Reinaldo José Belotti Vargas
Roberto Bernardes Monteiro

Assunto: Divulgação de fatos relevantes como instrumento de manipulação de preços das ações da OGX Petróleo e Gás Participações S.A. (atual Dommo Energia S.A.). Divulgação de fato relevante omissivo relacionado aos negócios da Companhia. Infração ao inciso I da Instrução CVM nº 08/79. Infração ao artigo 153 da Lei 6.404/76. Infração ao art. 14 da Instrução CVM nº 480/09.

Diretor Relator: Henrique Machado

MANIFESTAÇÃO DE VOTO

1. O objetivo desta manifestação de voto é apresentar considerações a respeito de uma das acusações feitas no âmbito deste processo administrativo sancionador e, por consequência, das conclusões do voto do Diretor Relator sobre tal acusação. Refiro-me ao suposto descumprimento, pelo Sr. Luiz Eduardo Guimarães Carneiro (“Luiz Carneiro”), na qualidade de Diretor Presidente da Companhia¹, do dever de diligência estabelecido no art. 153 da Lei nº 6.404/76. Embora acompanhe o entendimento de que, no aspecto informacional sob análise, o acusado agiu de um modo que não se revelou acertado, o enquadramento que foi dado pela acusação para sua conduta, o conjunto fático-probatório constante dos autos e os limites da

¹ Os termos iniciados em letra maiúscula utilizados nesta manifestação de voto e que não estiverem aqui definidos têm o significado que lhes foi atribuído no Relatório.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

análise revisional desta CVM, em especial deste Colegiado, me levam a conclusão distinta quanto a sua culpabilidade.

2. De acordo com a acusação, ao manifestar sua concordância com a divulgação do fato relevante de 13.03.2013 (“Fato Relevante”) que, na visão da área técnica, teria omitido informações relevantes a respeito da provável inviabilidade dos Campos, Luiz Carneiro teria agido em desacordo com o padrão de conduta condizente com seu dever de diligência.

3. Ao analisar a evolução das discussões sobre a exploração dos reservatórios de petróleo e gás natural, lideradas pela Diretoria da OGX, no período compreendido entre junho de 2012 e março de 2013, chego à mesma conclusão alcançada pela área técnica e pelo Diretor Relator: na data da publicação do Fato Relevante, havia informações que, embora inconclusivas, tinham o potencial de influir de modo ponderável na decisão dos investidores de negociar as ações da Companhia. Entretanto, tais informações não foram reveladas pela OGX até 01.07.2013, privando o mercado de elementos suficientes para permitir a percepção “*de que, naquele momento, a Companhia estava muito mais próxima de anunciar o fracasso da exploração dos Campos do que o contrário*”².

4. Apesar de que alguns dos acusados procuraram sustentar em suas defesas com relação ao melhor entendimento quanto ao significado de uma declaração de comercialidade, é indubitável que tal ato tem o condão de gerar, nos investidores, impressão favorável a respeito das perspectivas do projeto a que se refere. Consta dos autos que a Procuradoria Geral da Agência Nacional do Petróleo, Gás Natural e Biocombustíveis – ANP, em resposta a questões levantadas pela área técnica no âmbito das investigações, declarou que: “*A Declaração de Comercialidade, portanto, é o documento em que o Concessionário informa que, de acordo com seus estudos a partir dos dados e informações adquiridos e processados durante a Etapa de Avaliação, a acumulação de hidrocarbonetos **tem viabilidade econômica para ser produzida**. Declarada a comercialidade, a descoberta para [sic] a ser uma Descoberta Comercial, definida, pela Lei nº 9.478/1997, como aquela ‘em condições que, a preços de mercado, **torne possível o retorno dos investimentos no desenvolvimento e na produção**’” (fls. 517/518) (grifou-se).*

5. Assim sendo, ainda que faltasse aos investidores conhecimento técnico preciso sobre o significado de uma “declaração de comercialidade”, é forçoso presumir que o sentido literal do

² Conforme o voto do Diretor Relator.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

termo tenha ensejado expectativas positivas em relação à exploração dos Campos³, uma vez que a percepção dos acionistas sobre seus investimentos na OGX baseava-se essencialmente nas informações do progresso da Companhia. Além disso, o próprio significado técnico do documento, conforme explicado pela ANP, permitia que investidores vislumbrassem uma perspectiva positiva para a companhia a partir de sua divulgação.

6. Por se tratar de fato relevante, era fundamental que sua divulgação fosse feita da forma prevista na Lei nº 6.404/76 e na Instrução CVM nº 358/02, o que implicaria, por exemplo, que seu conteúdo permitisse ao leitor compreender o fato por todos os ângulos importantes, ou seja: que a informação fosse apresentada de forma completa⁴.

7. No entanto, não foi o que ocorreu no caso do Fato Relevante, dada a ausência da informação de que a viabilidade econômica ainda estava sendo analisada e que estudos, mesmo que inconclusivos, haviam identificado dificuldades referentes à exploração lucrativa dos Campos que se expressaram, notadamente, na redução substancial da estimativa do volume de óleo recuperável em relação aos volumes originalmente divulgados ao mercado e nos retornos negativos para o desenvolvimento da exploração dos Campos (“Incertezas”)⁵.

8. Vale mencionar que não se discute, aqui, em que momento precisamente – anterior a 01.07.2013 – essas informações deveriam ter sido reveladas ao mercado: o que de fato importa para o presente caso é avaliar se sua divulgação se tornou inadiável diante da publicação do Fato Relevante e se, conseqüentemente, além de injustificadamente omitir informação material, seu conteúdo teve o potencial de conduzir os investidores a uma impressão equivocada sobre as informações reveladas.

³ A natureza otimista do Fato Relevante é ainda mais evidente quando se atenta para o comentário de Luiz Carneiro, que integrou o texto do Fato Relevante, com a seguinte mensagem: “*O final do período exploratório para as bacias de Campos e Santos representa a transição da OGX para uma etapa focada no desenvolvimento de nossos ativos e avanço na produção. Seguimos com a execução de nossos projetos buscando recursos de qualidade e as melhores práticas da indústria para a otimização dos reservatórios existentes*”, comentou Luiz Carneiro, Diretor Presidente da OGX” (fl. 55). Adicionalmente, também vale observar que constaram do Fato Relevante informações a respeito do “Desenvolvimento” e da “Exploração” dos Campos, sinalizando avanços nessas atividades, a saber: “*Tubarão Tigre, Tubarão Gato e Tubarão Areia: Finalizando engenharia de reservatório*” e “*Bacia de Campos: Compromisso de perfurar três poços nos PADs até o segundo semestre de 2013*” (fl. 56).

⁴ Nesse sentido, o Colegiado da CVM decidiu: “*Um outro aspecto importante sobre a divulgação de fatos relevantes, é que as informações divulgadas ao mercado pelas companhias devem sempre ser prestadas de forma completa (art. 3º, §4º da Instrução 358/02), clara e precisa (§5º do mesmo artigo). Considera-se completa uma informação quando ela contém os fatos, dados, nuances e demais informações necessárias para a avaliação do impacto da informação principal sobre preço dos valores mobiliários ou sobre as decisões de investimento relativas a esses valores mobiliários. Não é considerada informação completa aquela que possa induzir os investidores a erro*” (conforme passagem do voto proferido pelo então Diretor Pedro Marcílio no PAS CVM nº RJ2006/4776, j. em 17.01.2007).

⁵ Conforme exposto pelo Diretor Relator em seu voto, a apresentação das conclusões do grupo de trabalho à Diretoria da OGX em 24.09.2012 (especialmente fls. 106-108) indicava redução de 94% das estimativas iniciais de volume de óleo recuperável e, em três diferentes cenários de custos de capital para implantação do projeto, apontou retornos negativos para o desenvolvimento.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

9. Isso porque a lei apenas autoriza a não divulgação imediata de determinada informação relevante, caso incidente a exceção prevista no art. 157, §5º da Lei das S.A. e no art. 6º, parágrafo único da Instrução CVM nº 358/02⁶, qual seja, identificada a possibilidade de que sua revelação coloque em risco interesse legítimo da companhia. Contudo, tal ressalva ao *full disclosure* sujeita-se a determinadas circunstâncias limitadoras, como aquelas previstas no art. 6º, parágrafo único da Instrução CVM nº 358/02: oscilação atípica e a informação escapar do controle.

10. E, a meu ver, além dessas duas hipóteses expressamente previstas na regulamentação, tal exceção sempre estará suscetível à existência de um terceiro fator limitador: a existência de outras obrigações legais e regulamentares que, por sua natureza, não permitam que a administração da sociedade postergue seu cumprimento ou as realize de forma parcial⁷.

11. Não havendo margem de discricionariedade para decidir quanto ao cumprimento de tais obrigações, a regra geral da lei deverá ser cumprida, não podendo o administrador alegar que uma decisão informada e refletida tomada com base em permissivo legal genérico o levou a concluir pela violação de comando específico que estava obrigado a cumprir.

12. E este é o caso da obrigação de divulgar, prontamente, “*informações verdadeiras, completas, consistentes e que não induzam o investidor a erro*”, prevista no art. 14 da Instrução CVM nº 480/09, que incide sobre aquelas consideradas pela administração como fatos relevantes nos termos do art. 2º da Instrução CVM nº 358/02.

13. Quanto a este ponto, contudo, é necessário salientar que existem normas que contêm conceitos abertos, como, por exemplo, o de “interesse legítimo da companhia”, constante do art. 6º da mesma instrução e igualmente aplicável ao caso concreto. Como a aplicação prática desse dispositivo depende de um juízo complexo e subjetivo⁸, é aceitável – mais que isso, esperado – que administradores igualmente habilitados e diligentes diverjam quanto à sua configuração. Por esse motivo, entendo que a CVM deve ter certa deferência ao juízo feito por aqueles que dirigem o processo de divulgação de fatos relevantes.

14. Decerto essa deferência não exige a CVM de examinar se a não divulgação imediata de determinada informação resultou de uma decisão diligente, se houve omissão dolosa ou culposa, ou se houve erro não excusável por parte da administração. Mas conduz à conclusão de que,

⁶ Destaco que o acusado trouxe esse argumento de defesa aos autos.

⁷ Nesse ponto, convém remeter à precedente observação do Diretor Relator, no sentido de que “*a decisão de divulgar um fato relevante verdadeiro, completo e que não induza a erro os investidores em nada se assemelha a uma decisão negocial, afigurando-se, em realidade, no cumprimento de uma obrigação imposta pela regulamentação vigente*”.

⁸ Nessa linha também parece entender o Diretor Relator, conforme se infere de seu voto: “O referido dispositivo não define exatamente o que é interesse legítimo, deixando o conceito aberto para que a própria administração, diante do caso concreto e nos limites da Lei, defina a sua aplicabilidade.” (§136)



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

ainda que venhamos a discordar do julgamento feito, aos envolvidos não deve ser imputada responsabilidade quando a avaliação era razoável e justificável no contexto em que foi realizada, e se pautada pelos critérios estabelecidos pela Lei das S.A. e pela Instrução CVM nº 358/2002.

15. Ante o exposto, no caso em tela, entendo que a exceção à imediata divulgação encontra um limite adicional, temporal e objetivo, que torna necessário analisar se a divulgação das incertezas sobre os Campos se tornou inadiável diante da publicação do Fato Relevante, deixando de ser juridicamente aceitável⁹. Com efeito, havendo a administração decidido divulgar o Fato Relevante, a não inclusão em tal comunicado de informações a respeito das Incertezas, tendo em vista a necessidade de atendimento ao disposto no art. 14 da Instrução CVM nº 480/09, somente seria lícita diante de evidências de que: (i) as Incertezas não tinham relação direta com as informações divulgadas no Fato Relevante; ou (ii) sua não inclusão não comprometeria a veracidade ou compreensão do conteúdo do Fato Relevante, evidências estas que poderiam ter sido identificadas no âmbito de detida análise da administração.

16. Nesse contexto, ainda que visando, ao final, a verificação de possível irregularidade informacional, justifica-se a análise de sua conduta não apenas sob um aspecto objetivo, mas também sob a ótica do dever de diligência. Afinal, havendo explicação razoável, que envolva uma conduta diligente por parte do administrador, não cabe à CVM entrar no mérito de decisão informada e refletida que, posteriormente, se revelou prejudicial à Companhia ou a seus acionistas.

17. Segundo a tese acusatória, Luiz Carneiro foi responsabilizado por ter deixado de comunicar ao mercado informações relevantes relacionadas aos negócios da Companhia e das quais tinha ciência, quais sejam: as dificuldades e incertezas relacionadas à exploração dos

⁹ De acordo com o Diretor Relator: “No presente caso, nota-se que as informações relevantes a respeito das perspectivas negativas para o desenvolvimento dos Campos não divulgada referia-se, em um primeiro momento, à redução substantiva nas estimativas de volume recuperável e, pouco tempo depois, à própria inviabilidade dos Campos, não sendo, portanto, informações de cunho concorrencial ou cuja revelação poderia atrapalhar interesses negociais da Companhia, quando há uma transação a ser concluída. 140. Como já ressaltado, tratava-se de informação essencial sobre o valor dos ativos da companhia, fundamental para os investidores precificarem as ações da OGX, não se afigurando legítima a sua retenção dolosa por receio dos seus potenciais efeitos no preço das ações da Companhia. A certeza de que a informação influirá, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia não configura o interesse legítimo de que trata o art. 6º da Instrução CVM nº 358/02, sob pena de subverter-se o princípio da transparência que permeia a higidez e a eficiência do mercado de capitais. Em casos que tais, o interesse legítimo a ser tutelado, em realidade, é o do investidor em obter informações verdadeiras, completas, consistentes e que não o induzam a erro. 141. De acordo com a legislação aplicável, não era permitido à administração da Companhia, tendo conhecimento das fundadas incertezas relacionadas à viabilidade econômica da exploração dos Campos, divulgar fato relevante sobre a entrega da declaração de comercialidade destas acumulações à ANP, com conteúdo que fazia o investidor acreditar, inequivocamente, que seria possível obter, com brevidade, retornos positivos com a exploração daquelas áreas. Tem-se, portanto, configurada a violação ao art. 14 da Instrução CVM nº 480/09.” (§§139-141)



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Campos, incluindo a probabilidade, àquela altura já bastante expressiva, de que o desenvolvimento lucrativo desses projetos era inviável.

18. Logo, quando a acusação sustenta que a irregularidade da conduta do acusado consistiu em este ter “*manifest[ado] concordância com a divulgação de fato relevante omissis*” (fl. 2218), e que isso configurou falta de diligência, o julgador deve, para levar tal acusação adiante, identificar, na concordância com a divulgação do fato relevante omissis, evidência de que o acusado não observou o comando do artigo 153 da Lei nº 6.404/76. Afinal, a acusação fornece não apenas à defesa, mas também aos julgadores, o quadro fático e jurídico a ser contraditado pela primeira e apreciado pelos últimos.

19. Em outras palavras, e conforme entendimento pacífico deste Colegiado: a decisão do Colegiado deverá restringir-se à análise da acusação formulada, inclusive porque foi considerando esses termos que Luiz Carneiro exerceu seu direito de defesa¹⁰. Aceitar entendimento diverso significaria, neste caso, permitir que se formasse um “ponto cego” em desfavor do acusado, que se veria na situação frágil de ter que se defender não apenas das imputações constantes da acusação, mas também de outras possíveis imputações que poderiam advir da leitura dos fatos narrados na peça acusatória.

20. Nesse ponto, noto que, em vista de sua relação com o dever de informar do acusado, o melhor enquadramento para o presente caso envolveria a inclusão, ao menos, do art. 14 da Instrução CVM nº 480/02 e do art. 157, §§4-5º da Lei das S.A., dentre os dispositivos infringidos¹¹⁻¹².

21. Desse modo, em vista dos limites da acusação, procurarei, a seguir, esclarecer alguns aspectos do dever de diligência que julgo relevantes para os fins do julgamento. Em especial, em vista de se tratar de divulgação incompleta de fato relevante, considero útil cotejar o dever de diligência com o dever de informar.

¹⁰ Conforme decisões proferidas no âmbito do PA CVM nº SP 2011-302 e 2011-303, j. em 24.06.2014 e do PAS CVM nº RJ2013/6635, j. em 26.05.2015.

¹¹ A acusação também poderia ter explorado o fato de que a regulamentação vigente impunha a Luiz Carneiro, na hipótese de este constatar omissão da área de relações com investidores no que toca à divulgação de informações relevantes, o dever de comunicar imediatamente referida informação, nos termos do art. 3º, §2º, da Instrução CVM nº 358. Para tanto, a acusação teria que demonstrar que o acusado, ao revisar a minuta do Fato Relevante e constatar a omissão sobre informações materiais – no caso, informação completa sobre a conjuntura da exploração dos Campos – se absteve de tomar a referida medida. Todavia, não foi este o caminho seguido pela acusação, que sequer elencou o referido dispositivo regulamentar no tipo administrativo infringido.

¹² Ressalto que não caberia, neste momento, depois de iniciado o julgamento, propor nova definição jurídica aos fatos objeto deste processo, nos termos do art. 25 da Deliberação CVM nº 538/08. E, tampouco, alterar a tese acusatória, o que seria inoportuno e contrário ao regime que rege a tramitação dos processos sancionadores no âmbito desta autarquia.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

22. O legislador de 1976 optou por definir o dever de diligência como um conceito aberto, conferindo ao intérprete ampla liberdade para conformá-lo às circunstâncias e à realidade do caso concreto. A lei, portanto, não reflete uma escolha por abordagem mais prescritiva ou exaustiva do conceito, com requisitos apresentados de forma detalhada. A escolha por padrões mais abertos permite melhor adaptabilidade às mudanças impostas pela rápida evolução das práticas empresariais, impulsionadas pelas mudanças culturais e tecnológicas¹³⁻¹⁴.

23. Sendo um critério relativo, que se amolda às especificidades de cada caso, como já observado pela doutrina, “*não há uma única forma de atuar diligentemente, mas uma zona de comportamentos que podem ser considerados diligentes, o que significa, por outras palavras, que, para fins de verificar o cumprimento desse dever por parte dos administradores, não se deve indagar qual a conduta mais diligente, mas, sim, se houve falta de diligência no comportamento adotado*”¹⁵.

¹³ Referindo-se a esse padrão, Carlos Klein Zanini assim descreve o dever de diligência: “(...) o dever de diligência – também encontra-se previsto, expressamente, na lei societária brasileira. Tem-se, aqui, tanto no direito norte-americano como no brasileiro, a utilização de um padrão de conduta, lá denominado – em termo tomado de empréstimo por nós – de *standard*, como referência para avaliar, qualitativamente, os atos praticados pelo administrador na gestão da sociedade. (...) Da adoção deste *standard*, necessariamente genérico, pela lei, decorre que a ocorrência de uma infração ao dever de diligência somente poderá ser aferida mediante o exame do caso concreto, quando cumprirá ao intérprete determinar se a ação – ou omissão – do administrador configura ou não um desatendimento ao padrão de conduta esperado do homem ativo e probo na administração de seus próprios negócios” (ZANINI, Carlos Klein. A doutrina dos “*fiduciary duties*” no direito norte-americano e a tutela das sociedades e acionistas minoritários frente aos administradores das sociedades anônimas. In: *Revista de direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: Revista dos Tribunais, v. 109, 1998, p. 139). No direito norte americano é válida a descrição do dever de diligência, em termos bastante amplos, feita por Robert Clark: “*Statutes and case law say that directors and officers owe their corporations a duty of care: They must exercise that degree of skill, diligence, and care that a reasonably prudent person would exercise in similar circumstances*” (CLARK, Robert Charles. *Corporate Law*. Boston, Little, Brown and Company Law Book Division, 1986, p. 123).

¹⁴ Referindo-se a esse padrão, Carlos Klein Zanini assim descreve o dever de diligência: “(...) o dever de diligência – também encontra-se previsto, expressamente, na lei societária brasileira. Tem-se, aqui, tanto no direito norte-americano como no brasileiro, a utilização de um padrão de conduta, lá denominado – em termo tomado de empréstimo por nós – de *standard*, como referência para avaliar, qualitativamente, os atos praticados pelo administrador na gestão da sociedade. (...) Da adoção deste *standard*, necessariamente genérico, pela lei, decorre que a ocorrência de uma infração ao dever de diligência somente poderá ser aferida mediante o exame do caso concreto, quando cumprirá ao intérprete determinar se a ação – ou omissão – do administrador configura ou não um desatendimento ao padrão de conduta esperado do homem ativo e probo na administração de seus próprios negócios” (ZANINI, Carlos Klein. A doutrina dos “*fiduciary duties*” no direito norte-americano e a tutela das sociedades e acionistas minoritários frente aos administradores das sociedades anônimas. In: *Revista de direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: Revista dos Tribunais, v. 109, 1998, p. 139). No direito norte americano é válida a descrição do dever de diligência, em termos bastante amplos, feita por Robert Clark: “*Statutes and case law say that directors and officers owe their corporations a duty of care: They must exercise that degree of skill, diligence, and care that a reasonably prudent person would exercise in similar circumstances*” (CLARK, Robert Charles. *Corporate Law*. Boston, Little, Brown and Company Law Book Division, 1986, p. 123). Este Colegiado reiteradamente reconheceu o caráter amplo do dever de diligência. Veja-se, por exemplo, o trecho do IA CVM 04/99: “a enumeração das regras de conduta que devem ser seguidas pelo administrador é praticamente impossível. Por isso a lei opta por estabelecer um padrão que será apreciado à luz da experiência do julgador” (Rel. Diretora Norma Parente, j. 17.04.02).

¹⁵ CAMPOS, Luiz Antonio de Sampaio. Deveres e responsabilidades. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (Coords.). *Direito das Companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 802.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

24. Com efeito, a doutrina e o Colegiado elencaram, respeitadas algumas variações¹⁶, três principais ordens de comportamentos que compõem o padrão de diligência previsto em lei e, por isso, são empregados como parâmetros para a aferição da diligência das condutas adotadas pelos administradores¹⁷, em sede de revisão jurisdicional¹⁸. Refiro-me, aqui, aos deveres do administrador de se informar, vigiar e investigar, os quais lhe impõem, em linhas gerais, a obrigação de, respectivamente, tomar decisões de maneira informada, monitorar as políticas e atividades da companhia – dirigidas ou fiscalizadas pelo administrador – e tomar adequado conhecimento de fatos quando alertados por circunstâncias que exijam maior atenção sobre determinado assunto.

25. Como se vê, a análise da aderência de determinada conduta ao padrão de diligência previsto em lei deve ser feita com foco no aspecto procedimental. Ou seja, o que deve ser objeto de exame para aferir o cumprimento desses ditos subdeveres – e, por consequência, do dever de diligência – é a forma segundo a qual o administrador atua e não o conteúdo final de suas decisões¹⁹. Isso significa que importa, para a aferição do cumprimento deste dever que seja

¹⁶ A doutrina também faz referência aos deveres dos administradores de se qualificar para o exercício da função, de comparecer com assiduidade às reuniões da administração, de não praticar erros graves, de bem administrar, entre outros (conforme: RIBEIRO, Renato Ventura. *Dever de diligência dos administradores de sociedades*. São Paulo: Quartier Latin, 2006, pp. 221-231; EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada – Artigos 138 ao 205*. 2ª ed. São Paulo: Quartier Latin, 2015. v. III, pp. 120-124; PARENTE, Flávia. *O Dever de Diligência dos Administradores de Sociedades Anônimas*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, pp. 101-131; BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. *A Administração de Companhias e a Business Judgment Rule*. São Paulo: Quartier Latin, 2017, pp. 60-68).

¹⁷ Tais parâmetros também foram reconhecidos na análise de casos concretos, conforme demonstram os diversos precedentes que afastaram a responsabilidade pelo descumprimento do dever de diligência quando adotados esses comportamentos: PAS CVM nº 21/04, j. em 15.05.2007; PAS CVM nº RJ2008/9574, j. em 27.11.2012; PAS CVM nº 11/2002, j. em 26.02.2013; e PAS CVM nº 02/2008, j. em 05.03.2013, entre outros.

¹⁸ A respeito, veja-se voto do Diretor Gustavo Gonzalez: “*De plano, parece-me importante registrar – sem nenhuma pretensão, todavia, de esgotar o assunto – a importante distinção entre os padrões de conduta e os padrões de revisão adotados para verificar, ex post, o cumprimento dos deveres fiduciários. (...) Embora por vezes inadvertidamente considerados como intercambiáveis, o dever de diligência é padrão de conduta, que não se confunde com um padrão de revisão. A regra da decisão negocial, por sua vez, é um padrão de revisão, que em nossa jurisprudência administrativa protege decisões tomadas de modo informado, refletido e desinteressado. Confundir o dever de diligência com a business judgment rule conduziria à conclusão de que uma decisão interessada não poderia ser considerada diligente, o que, a toda evidência, não corresponde à realidade, nem reflete o sistema da nossa lei. O administrador interessado que toma uma decisão negocial pode não estar protegido pela business judgment rule, fato que não lhe exime, de modo algum, de atuar de forma diligente e tampouco permite concluir, sozinho, pela falta de diligência*”. (PAS CVM nº RJ2013/11703, j. em 31.07.2018)

¹⁹ CAMPOS, Luiz Antonio de Sampaio. Deveres e responsabilidades. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (Coords.). *Direito das Companhias*. 2ª Edição. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 805. No mesmo sentido: “*En primer lugar, resulta claro, a nuestro entender, que el deber de diligencia aplicable a la gestión no puede ser entendido como <<otra fuente más>> al mismo nivel que lo son las fuentes normales consideradas hasta ahora (ley, estatutos, acuerdos, etc.). Estas imponen obligaciones específicas, de contenido determinado, cuyo cumplimiento se agota, normalmente, en la realización o ejecución de lo que en ellas venga exigido. El deber de diligencia, por el contrario, es una pauta de administración de la sociedad. En este sentido, el deber de diligencia expresa también la forma en que deben ser cumplidas las obligaciones puntuales que emanan de las fuentes formales indicadas. Así entendido, como forma de cumplimiento de las obligaciones según las pautas establecidas en su momento, es obvio que el deber de diligencia no es algo ajeno a las fuentes de esas obligaciones. Las fuentes indican qué obligaciones ha de cumplir el administrador y de dónde proviene; el deber de diligencia indica cómo se deben de cumplir esas obligaciones, qué comportamiento es exigible a los administradores en general, en una sociedad determinada, etc.*” (GONZALEZ, Jesus Quijano. *La responsabilidad civil de los administradores de la sociedad*)



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

verificado, na prática, o emprego, pelo administrador, de esforços necessários e suficientes para o alcance de determinado resultado.

26. Tipicamente, a diligência de determinada conduta é examinada sob o aspecto negocial ou fiscalizatório²⁰. O primeiro refere-se às decisões tipicamente negociais em face das quais impõe-se o teste da *business judgment rule*. O segundo abarca dimensão voltada à supervisão das mais variadas atividades da companhia²¹, no âmbito da qual a diligência é aferida a partir da verificação da razoabilidade e adequação dos esforços despendidos pelo administrador no desempenho de sua função.

27. E nesse ponto cabe notar que o dever de diligência vale para todos os administradores, independentemente de suas funções e poderes²², inclusive sob o prisma fiscalizatório. Quero com isso dizer que, não obstante a Lei das S.A. ser expressa no que toca ao dever dos Conselheiros de fiscalizar a gestão dos Diretores (art. 142, III), é natural que um Diretor atento à

anonima: aspectos sustantivos. Universidade de Valladolid, Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Salamanca, 1985, pp. 186/187).

²⁰ Conforme expôs o então Diretor Otavio Yazbek, “o conteúdo do dever de diligência possui duas naturezas distintas: uma de cunho negocial, sujeita ao teste da *business-judgment rule*; e outra de natureza fiscalizatória, sujeita a uma análise de razoabilidade e de adequação” (PAS CVM nº 24/2006, j. em 18.02.2013). Esta lógica foi explorada com mais detalhe por referido Diretor em artigo sobre o tema, em relação ao qual destaco as seguintes passagens: “[f]oi nesse processo que se consolidou (...) a distinção entre um conteúdo gerencial do dever de diligência e um conteúdo mais supervísório ou fiscalizatório. A rigor, estes difeririam entre si não apenas em razão do tipo de cuidado requerido dos administradores, mas também em razão da forma pela qual se apura, em cada caso, a legitimidade do comportamento destes. Para a decisão tipicamente negocial, impõe-se o teste da chamada *business judgment rule*: se a decisão foi tomada com base em informações adequadas e suficientes, com boa-fé e procurando atender aos interesses da companhia, o administrador não pode ser punido pelos resultados que dela decorreram. Entender de maneira distinta seria permitir que os julgadores avaliassem o mérito de decisões de negócio, ingressando em seara que foge aos limites do dever de diligência propriamente dito. Por outro lado, quando se está tratando de dever de monitoramento, ao menos nas suas formas mais típicas, não há que se falar em aplicação da *business judgment rule* pelo simples fato de inexistir uma decisão propriamente negocial, conformadora dos resultados obtidos – impor-se-ia então a verificação da razoabilidade e da adequação dos esforços despendidos pelo administrador nas suas atividades.” (YAZBEK, Otavio. Representações do Dever de Diligência na Doutrina Jurídica Brasileira. In: KUYVEN, Luiz Fernando Martins (Coord.). *Temas essenciais de direito empresarial – Estudos em homenagem a Modesto Carvalhosa*. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 944).

²¹ Destaca-se, para ilustrar esse ângulo do dever de diligência, a seguinte passagem de voto proferido pelo então Diretor Otavio Yazbek: “[s]e não por outro motivo porque, ao proceder dessa maneira, ignora-se que o dever de diligência não se resume ao dever de tomar decisões negociais diligentes, envolvendo, também, toda uma dimensão voltada à supervisão das atividades da companhia, à qual não se aplicam os mesmos parâmetros (i.e., se se trata de decisões tomadas de maneira informada, refletida e desinteressada). (...) Em casos como esse, mais do que uma ênfase no procedimento, a apuração da conduta dos administradores, ao que me parece, deve passar pela análise concreta da forma pela qual se ‘procedimentalizaram’ as atividades dentro da sociedade. Há que se avaliar se os procedimentos criam uma razoável segurança para as atividades da companhia e, para que isto aconteça, é necessário verificar se a ‘procedimentalização’ dos controles internos é razoável e adequada” (PAS CVM nº 24/2006, j. em 18.02.2013).

²² Nesse sentido, ver RIBEIRO, Renato Ventura. *Dever de diligência dos administradores de sociedades*. São Paulo: Quartier Latin, 2006, p. 218.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

gestão da Companhia tenha ciência de iniciativas que estejam sendo conduzidas por outros Diretores e que, por suas características, mereçam sua atenção e postura vigilante²³.

28. Por ser estabelecido como um padrão aberto, é de se esperar que o atendimento do dever de diligência seja possível, via de regra, de múltiplas formas²⁴. Se cada decisão tomada pelo administrador deve refletir uma convicção formada no interesse da companhia ao final da devida reflexão, isso não quer dizer que todo administrador, diante da mesma situação, somente terá um caminho a seguir para dar cumprimento ao seu dever de diligência.

29. É dizer: o sistema da lei societária aceita uma pluralidade de respostas diante das mesmas situações. Como resultado, o que torna determinada conduta questionável sob o ponto de vista da diligência é exatamente a ausência dos elementos necessários para o atingimento do padrão de cuidado exigido pelo art. 153²⁵.

30. É inclusive por conta desse amplo alcance que, na sistemática vigente, o art. 153 é o núcleo a partir do qual os demais padrões de conduta emanam da Lei nº 6.404/76²⁶. É assim, por exemplo, que o dever de diligência orienta e se relaciona com o dever de comunicar o mercado sobre atos ou fatos relevantes, nos termos estabelecidos pelo art. 157, §4º da Lei nº 6.404/76²⁷ e

²³ O papel fiscalizatório dos diretores é reconhecido no Direito das Companhias: “[a]s atribuições [dos Diretores] em geral são definidas segundo cargos usualmente designados, entre outros, Diretor-Presidente, industrial, financeiro, comercial e administrativo, que compreendem a direção e fiscalização de determinadas atividades e serviços da empresa. Os poderes de diretores são de gestão ou administração e de representação.” (DE SOUZA JR., Luciano. Título VI - Órgãos Sociais In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (Coords.). *Direito das Companhias*. 2ª Edição. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 772).

²⁴ Evidentemente, não se pode ignorar que, na vida empresarial, vez ou outra a situação que se apresenta não permite ao administrador uma multiplicidade de escolhas.

²⁵ Ao referir-se ao dever de diligência como obrigação de meio e descrever como se prova seu descumprimento, Marcelo Vieira Von Adamek enfatiza esse racional: “no caso da obrigação de meio, o interessado precisa provar a completa omissão do obrigado em adotar qualquer comportamento (= não geriu) ou, o que é mais comum suceder, provar que a conduta do obrigado não foi conforme o padrão ordinário de administrador diligente, de modo a assim caracterizar a culpa do administrador, e o correlato dever de reparar os danos que sejam decorrência direta e imediata de seu comportamento antijurídico” (ADAMEK, Marcelo Vieira Von. *Responsabilidade Civil dos Administradores de S/A e as ações correlatas*. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 134).

²⁶ Conforme entendimento do Colegiado manifestado por ocasião dos julgamentos dos PAS CVM nº RJ2013/1402 e RJ2008/9574, respectivamente em 22.07.2014 e 27.11.2012. A doutrina corrobora essa interpretação ao afirmar que “[a] chave interpretativa do sistema de responsabilidade dos administradores das companhias é o dever de diligência, previsto no artigo 153 da LSA. É ele o guia seguro que permitirá a aplicação adequada e justa do sistema de responsabilidade dos administradores, que, se bem aplicado, a um só tempo não permitirá que se cometam excessos e que se entorpeça a ação, sem deixar os administradores negligentes livres de qualquer responsabilidade. (...) Portanto, a todo o tempo o intérprete deverá, à luz da conduta e da estrutura específica, remeter-se ao dever de diligência para aferir se houve ou não inadequação da conduta” (CAMPOS, Luiz Antonio Sampaio. Conselho de Administração e Diretoria. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (Coords.). *Direito das Companhias*. 2ª Edição. Rio de Janeiro: Forense, 2017, pp. 870-871) e, ainda, que “[a] lei impõe deveres específicos aos administradores, deveres esses que se entroncam na ampla proposição contida no art. 153” (GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Responsabilidade dos administradores de sociedades anônimas. In: *Revista de direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: Revista dos Tribunais, v. 42, 1981, p. 73).

²⁷ Art. 157. § 4º Os administradores da companhia aberta são obrigados a comunicar imediatamente à bolsa de valores e a divulgar pela imprensa qualquer deliberação da assembléia-geral ou dos órgãos de administração da



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

pela Instrução CVM nº 358/02, que regulamenta referido dispositivo. Esta relação se dá na medida em que o cumprimento do dever de informar está, invariavelmente, condicionado à adoção de conduta diligente, sendo possível afirmar que existe uma zona de interseção entre o dever de informar e o dever de diligência²⁸.

31. A corroborar com este entendimento, o Colegiado da CVM já teve a oportunidade de se manifestar, em sede de julgamento de processos administrativos sancionadores em que a responsabilidade pelo descumprimento do dever de informar foi analisada sob o prisma da diligência²⁹, no sentido de afastar tal responsabilidade a partir da constatação de que os acusados não deixaram de adotar conduta diligente³⁰.

companhia, ou fato relevante ocorrido nos seus negócios, que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia.

²⁸ Acerca da relação entre o dever de diligência e o dever de informar, especificamente o de divulgar fatos relevantes, Flávia Parente afirmou: “[a]ssim, os administradores estarão atuando com diligência se prontamente efetuarem a divulgação dos fatos relevantes de que tenham conhecimento. Com efeito, o dever de disclosure advém não apenas do dever de lealdade, como também do dever de diligência. O dever de diligência impõe, ainda, aos administradores a obrigação de verificar se a companhia tem condições de efetuar a divulgação de fatos relevantes de maneira adequada, estabelecendo procedimentos específicos para tanto e supervisionando seu cumprimento. (...) A partir do momento em que o administrador tem a obrigação de verificar se a companhia está preparada para realizar adequadamente o disclosure e, ainda, de supervisionar o exato cumprimento dos procedimentos internos que estabelecem a política de transparência e divulgação de informações pela companhia, conclui-se que, também sob esse aspecto, o dever de diligência está relacionado ao dever de informar” (PARENTE, Flávia. *O Dever de Diligência dos Administradores de Sociedades Anônimas*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, pp. 245/246). A mesma lógica também é observada no direito norte-americano. Ao descrever o “*standard of care*” à luz das atividades de supervisão e monitoramento dos administradores, Regina Burch afirma: “*For example, the duty of care gives rise to the duty to monitor and to exercise oversight, the duty to remain informed about the corporation, the duty to regularly review financial statements and devote attention to board duties and the duty to inquire into corporate affairs. Further, the duty of loyalty gives rise to the duty not to usurp corporate opportunities, the duty not to engage in improper self-dealing transactions with the corporation, and the duty not to transfer control of corporate assets to a third-party who may loot those assets. And the duties of care and loyalty give rise to the duty to properly disclose material information about the company. These subsidiary duties often overlap*” (BURCH, Regina F. *Director Oversight and Monitoring: The Standard of Care and the Standard of Liability Post-Enron*, in *Wyoming Law Review*, v. 6, Number 2, 2006, p. 488).

²⁹ Confira-se, nesse sentido, o PAS CVM nº RJ2014/6225 (j. em 18.04.2017) e o PAS CVM nº RJ2014/3402 (j. em 13.12.2018). Em relação a este último destaque o seguinte trecho do voto do Diretor Relator Gustavo Gonzalez: “*Diante dessas circunstâncias, a defesa sustenta não ser razoável exigir que o DRI de uma companhia com tamanha exposição midiática conheça e analise todas as notícias que são veiculadas a respeito dessa companhia. Em tese, o argumento é válido. Embora a regulamentação editada pela CVM atribua ao diretor de relações com investidores um dever de monitoramento de mercado, tal dever precisa ser construído a luz do dever geral de diligência e não como uma infração objetiva. (...) Nesse contexto, parece-me evidente que um diretor com relações com investidores pode, em certas situações, se eximir de responsabilidade administrativa por não ter divulgado fato relevante quando a notícia fugiu do controle mediante demonstração de que a companhia possuía controles razoáveis para monitorar o mercado que, todavia, não identificaram um pequeno vazamento. A decisão final, naturalmente, dependerá das circunstâncias específicas do caso concreto*” (grifou-se).

³⁰ Confira-se, nesse sentido, a passagem do voto proferido pelo Diretor Relator Henrique Machado no PAS CVM nº RJ2014/12710 (j. em 05.12.2017), em que foi acompanhado pela unanimidade do Colegiado: “*Desta maneira, não parece razoável exigir que o DRI conseguisse, a partir das 15h50min, verificar um movimento de alta na ação, concluir que houve oscilação atípica, preparar o Fato Relevante sobre uma operação complexa e de extrema importância para a Companhia, tudo isso em pouco mais de uma hora. 27. Sem dúvidas, a pronta divulgação de fatos relevantes é de extrema importância para o cumprimento do princípio do full and fair disclosure, a fim de evitar a assimetria informacional e negociações com informações privilegiadas, que põe em risco o funcionamento regular do mercado. No entanto, deve-se exigir do DRI o cuidado e a diligência de um homem ativo e probo, e não uma tarefa impossível de ser cumprida. (...) Não se mostra razoável e proporcional esperar que houvesse a*



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

32. É importante reforçar que a interseção entre os deveres de diligência e de comunicar ao mercado atos ou fatos relevantes não se restringe a aspectos fiscalizatórios, mas materializa-se, necessariamente, sempre que se avalia a conduta dos administradores sob a perspectiva procedimental, com o objetivo de verificar, à luz das circunstâncias do caso concreto, se os esforços por eles adotados foram razoáveis e adequados para se desincumbirem das obrigações que lhes são impostas pelo art. 157, §4º e pela Instrução CVM nº 358/02³¹.

33. Para ilustrar a interação entre esses dois deveres, tome-se como exemplo a atuação do Diretor de Relação com Investidores (DRI) na divulgação de fatos relevantes³². Entre os deveres impostos pela Instrução CVM nº 358/02 ao DRI para que realize adequada divulgação de informações ao mercado, inclui-se o dever de monitoramento, segundo o qual o DRI deverá dotar-se dos meios razoavelmente necessários para monitorar o vazamento de informações e a oscilação atípica dos valores mobiliários de emissão da Companhia³³.

34. Assim, não será diligente o DRI que, por descuido, falhar nessa supervisão, o que levará, nesta hipótese, ao descumprimento do art. 6º, parágrafo único da Instrução CVM nº 358/02. Esses deveres, é importante lembrar, não estão restritos à esfera de atuação dos sujeitos que ocupam cargos de DRI, estendendo-se aos demais administradores³⁴⁻³⁵.

divulgação desse fato relevante nas circunstâncias do caso em apreço. 30. Portanto, entendo que não restou configurada infração ao art. 6º, parágrafo único, da Instrução CVM nº 358/02, combinado com o art. 157, §4º, da Lei nº 6.404/76, razão pela qual voto pela absolvição do Acusado”.

³¹ A título de exemplo da análise realizada pelo Colegiado, à luz do aspecto procedimental, ver PAS CVM nº 01/2007 e do PAS CVM nº RJ2008/9574, julgados respectivamente em 22.09.2016 e 27.11.2012.

³² Outros pontos de interseção, é bom que se diga, podem ser identificados a depender das circunstâncias e particularidades de cada situação.

³³ A este respeito, destaco a seguinte passagem do voto proferido pelo Diretor Gustavo Gonzalez, no qual foi acompanhado por unanimidade do Colegiado, em processo sancionador que apurava a conduta de DRI por não ter tempestivamente efetuado a divulgação de fato relevante: *“Tais decisões parecem apenas refletir certa perplexidade com executivos que argumentam cumprir plenamente com os deveres que lhes foram atribuídos nas normas da CVM, mas não são capazes de demonstrar os critérios que utilizavam para se desincumbir de suas obrigações (que, no caso dos diretores de relações com investidores, incluem um dever de monitoramento do mercado). 53. Sendo mais específico, se o diretor de relações com investidores deve atuar caso os valores mobiliários da companhia se comportem de forma atípica, parece razoável esperar que tais executivos, de forma diligente, busquem criar parâmetros que indiquem o comportamento típico do mercado e situações em que, aparentemente, existe atipicidade”* (grifou-se) (PAS CVM nº RJ2015/1591, j. em 26.09.2017).

³⁴ Sobre isso, reporto-me ao seguinte trecho do voto proferido pelo então Diretor Pablo Renteria: *“50. Vale lembrar que, nos termos do art. 157, §4º, da Lei nº 6.404/76, o dever de informar e, notadamente, o dever de divulgar fato relevante ocorrido nos negócios da companhia aberta incumbe a todos os administradores e, por extensão, aos membros do conselho fiscal e dos demais órgãos com previsão estatutária. Ao acionista controlador, dada a posição peculiar de comando que ocupa no seio da companhia, também se atribui obrigação semelhante. 51. Ainda que se reconheça a divisão de competências e responsabilidades, estabelecida nas Instruções CVM nº 358/2002 e 480/2009, entre, de um lado, o diretor de relações com investidores e, de outro, os demais administradores, acionistas controladores, conselheiros fiscais e integrantes de órgãos estatutários, é certo que estes últimos devem desempenhar com diligência as atribuições relativas ao dever de informação que lhe são reservadas nos termos da legislação vigente. 52. No contexto do comando previsto no art. 6º, parágrafo único, da Instrução CVM nº 358/2002, isso significa que as pessoas acima mencionadas devem dotar-se dos meios necessários para que estejam em condições de verificar eventual descontrolado da informação, ou oscilação atípica nos negócios envolvendo valores*



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

35. Feitas essas considerações sobre o conteúdo legal do dever de diligência e sua relação com o dever de informar, observo que a análise de seu cumprimento por determinado administrador deve considerar, ao menos:

- (i) suas competências legais e estatutárias (e, eventualmente, atribuições adicionais desempenhadas na prática), as quais definirão se o acusado tinha um dever de conduzir pessoalmente determinado assunto ou realizar determinado ato, ou se sua atribuição consistia em fiscalizar a execução de referido trabalho;
- (ii) o grau de tecnicidade da matéria analisada, cuja medida determinará o envolvimento direto do administrador nas discussões a respeito ou então exigirá e justificará a consulta a especialistas internos ou a contratação de externos (*reliance defense*³⁶); e
- (iii) a existência de sinais de alerta que apontem para a irregularidade posteriormente identificada pela acusação, os quais justificarão a exigência de uma fiscalização mais atenta e assídua quanto a assuntos ou atos específicos.

36. Entendo que a análise desses três aspectos trará subsídios para que se possa aferir, com certa margem de segurança, o cumprimento dos já referidos subdeveres de se informar, vigiar e investigar, e determinar se os acusados escolheram meios adequados e empregaram esforços proporcionais aos esperados de um administrador diligente na mesma função, considerando-se os fatos e ambiente então vigentes³⁷.

mobiliários da companhia e, ainda, a eventual omissão do diretor de relações com investidores no cumprimento do dever de divulgar imediatamente o fato relevante. Dessa forma, e valendo-me de uma expressão em voga nos dias atuais, tais pessoas estariam efetivamente atuando como uma "segunda linha de defesa", tal como pretendido pela norma da CVM" (grifou-se) (PAS CVM nº RJ2014/6225, j. em 18.04.2017).

³⁵ Observo, nesse sentido, que, muito embora a Instrução CVM nº 358 tenha consagrado a responsabilidade primária do DRI de zelar pela ampla e imediata disseminação de informações relevantes relacionadas aos negócios da companhia, esta mesma instrução previu expressamente que, caso outros administradores tenham conhecimento pessoal sobre essas informações e constatarem a omissão do DRI, deverão comunicar imediatamente referido ato ou fato relevante à CVM, sob pena de serem responsabilizados (vide art. 3º, §2º).

³⁶ Teoria que resulta de construção jurisprudencial norte-americana, segundo a qual um administrador pode alegar, em resposta a acusação por conduta negligente, que contava com a atuação de outro administrador, de especialista ou de comitê de assessoramento, por exemplo, para o tratamento do assunto em questão. Obviamente, tal defesa não pode ser utilizada irrestritamente nem servirá para que um administrador a empregue por mera conveniência. Vejamos exemplo de aplicação desta defesa: "...o conselho de administração buscou o auxílio de profissionais externos e especializados para confirmar a razoabilidade dos termos negociados. Dentre tais profissionais encontram-se tanto advogados externos quanto um consultor de recrutamento, que em sua análise concluiu que os tipos de gatilho e os valores propostos estavam em linha com as práticas de mercado. Não existe nenhum elemento nos autos que desabone o aconselhamento prestado ou que indique que os administradores não atuaram de boa-fé, ignorando sinais de alerta, razão pela qual esse aconselhamento também deve ser reconhecido como defesa." (Manifestação de Voto apresentada pelo Dir. Gustavo Gonzalez, em 31.07.2018, nos autos do PAS CVM nº RJ2013/11703).

³⁷ Cabe lembrar que: "[a]o contrastar a conduta do administrador à luz do dever de diligência, o intérprete não pode olvidar a necessidade de, em sede de juízo retrospectivo, aferir as alternativas disponíveis por ocasião da tomada da decisão, à luz da realidade e dos fatos da época, e não depois dos fatos consumados. Não há de perquirir propriamente se a decisão tomada foi a melhor possível, à vista do que posteriormente sucedeu. Deve-se analisar, sim, se, por ocasião da tomada da decisão, a conduta do administrador foi razoável e apropriada à luz dos fatos e do



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

37. Transportando esse raciocínio para o caso concreto, é necessário verificar, portanto: (i) qual foi o envolvimento de Luiz Carneiro na elaboração do Fato Relevante; (ii) se havia justificativa plausível para a não inclusão das informações mais detalhadas sobre o estágio da análise da viabilidade dos Campos no Fato Relevante; e (iii) se foram evidenciadas pela acusação falhas procedimentais indicando falta de diligência por parte do acusado, que contribuiu para a divulgação inadequada do Fato Relevante. Conforme passarei a explicar, não logrei identificar, na narrativa da acusação, elementos que me permitissem tal conclusão.

38. Neste sentido, o primeiro ponto que gostaria de destacar é sobre o papel de Luiz Carneiro na divulgação, pela Companhia, de atos ou fatos relevantes. Consoante exposto pelo Diretor Relator, a Companhia apresentava política interna de divulgação e uso de informações, que previa a existência de um “*Comitê de Divulgação e Negociação*”, cuja direção cabia a Luiz Carneiro³⁸. Entre as principais atribuições do Comitê estava “*a avaliação da relevância e materialidade de atos ou fatos ocorridos e relacionados aos negócios da Companhia e a supervisão do processo de difusão de informações ao mercado*”³⁹. Nota-se, pois, que a governança interna da OGX atribuía ao Diretor Presidente papel substancial na divulgação de atos ou fatos relevantes.

39. Embora os administradores da Companhia tenham afirmado que, por questões de praticidade, referido comitê jamais fora instalado, declararam que, na prática, o órgão funcionava conforme previsto⁴⁰. Ao descrever a rotina de elaboração e divulgação de fatos relevantes e comunicados ao mercado pela Companhia, o próprio acusado atestou que “*uma vez estruturada determinada informação das áreas competentes da companhia, as minutas dos Fatos Relevantes e dos Comunicados ao Mercado da OGX eram circuladas aos demais diretores (...) a fim de que pudessem comentá-los*”⁴¹.

ambiente então vigentes.” (ADAMEK, Marcelo Vieira Von. *Responsabilidade Civil dos Administradores de S/A e as ações correlatas*. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 128)

³⁸ De acordo com a política, além do diretor presidente, também compunham o comitê o diretor de relações com investidores, o diretor jurídico (se houvesse) e o gerente de relações com investidores e/ou representantes por eles indicados (fl. 654).

³⁹ Conforme item 7 da Política (fl. 654).

⁴⁰ Conforme manifestações de Marcelo Faber Torres (Diretor de Relações com Investidores) (fl. 1382), José Roberto Penna Chaves Faveret Cavalcanti (Diretor Jurídico) (fl. 1419), Roberto Bernardes Monteiro (Diretor Financeiro e de Relações com Investidores) (fls. 1454/1455) e Paulo de Tarso Martins Guimarães (Diretor de Exploração) (fls. 1485/1486).

⁴¹ Confirma-se o trecho da declaração de Luiz Carneiro na íntegra: “*uma vez estruturada determinada informação das áreas competentes da companhia, as minutas dos Fatos Relevantes e dos Comunicados ao Mercado da OGX eram circuladas aos demais diretores e, posteriormente, à área de Relações com Investidores da EBX. Nesse procedimento, garantia-se que todos os diretores – e, portanto, todos aqueles que seriam os membros do Comitê – tivessem prévio acesso ao conteúdo de tais documentos, a fim de que pudessem comentá-los, alcançando, desta forma, o objetivo do Comitê, mas sem a necessidade de reuniões formais*” (fl. 1468).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

40. A prática que se adotava na Companhia com relação à divulgação de fatos relevantes demonstra, portanto, que a função do acusado nessa atividade extrapolava o mero acompanhamento do assunto, tendo participação direta na revisão de anúncios de fatos relevantes e ampla margem para intervir nas minutas preparadas pela área de RI, propondo ajustes e comentários. Vale destacar, aliás, que, especificamente com relação ao Fato Relevante, constou de sua redação declaração pessoal de Luiz Carneiro a respeito das informações divulgadas naquela oportunidade⁴², o que reforça, uma vez mais, seu envolvimento direto na elaboração desse documento.

41. Consequentemente, não considero plausível que a redação do Fato Relevante tenha passado ao largo do escrutínio do acusado, sem que este fizesse as devidas ponderações, o que denotaria negligência ao revisar a minuta. Ao contrário disso, os elementos constantes dos autos⁴³ indicam que Luiz Carneiro revisou refletida e detidamente o Fato Relevante, tendo anuído com seu conteúdo.

42. Tendo isso em vista, torna-se necessário avaliar em qual extensão a conduta do acusado quanto à divulgação ao mercado de informações relevantes denota, no caso concreto, falta de diligência para, então, concluir sobre sua responsabilização pelo descumprimento deste último.

43. Entendo pertinente, assim, conferir se o acusado se desincumbiu dos seus deveres de se informar, investigar e vigiar naquilo que concerne à exploração dos Campos, o que, ao meu ver, seria forte indicativo de que não houve falta de diligência quanto a seu dever de revelar ao mercado atos ou fatos relevantes sobre os negócios da Companhia.

44. Isso porque a constatação de que o acusado se manteve inerte em face das análises e discussões da exploração dos Campos e, por essa razão, permitiu a divulgação do Fato Relevante de forma incompleta, demonstraria conduta abaixo do padrão de diligência necessário para o cumprimento do seu dever de informar.

45. Observo, quanto a esse propósito, que, desde sua posse como Diretor Presidente da OGX, o acusado transferiu a competência sobre a área de reservatórios, especializada na avaliação do volume de óleo recuperável nos Campos, para a própria presidência da Companhia, e substituiu o gerente executivo da área de reservatórios, medidas que demonstram

⁴² Conforme exposto na nota de rodapé nº 3 desta manifestação de voto.

⁴³ Incluindo a ausência de elementos trazidos pela defesa para demonstrar que o acusado não participou da elaboração do Fato Relevante. Ao invés disso, a defesa limitou-se a afirmar que “[q]uanto aos fatos relevantes publicados durante a sua gestão, os Srs. Luiz Carneiro e Paulo de Tarso, dentro da competência de cada um, sempre atuaram tentando alcançar o melhor resultado possível para a Companhia” (fl. 2492).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

que, mais que se informar sobre os estudos acerca da exploração das acumulações de petróleo da OGX, envolveu-se diretamente na condução desse tema na Companhia, acompanhando de perto o seu desenvolvimento.

46. Nesse contexto, também é possível constatar que Luiz Carneiro investigou com maior atenção questões que considerou sensíveis, a exemplo daquelas relacionadas às divergências internas acerca da estimativa do volume de óleo recuperável. Consoante expôs a defesa, logo depois de assumir o cargo de Diretor Presidente, Luiz Carneiro promoveu a avaliação de alguns ativos da OGX, dentre os quais a Bacia de Campos⁴⁴, a fim de aprofundar a análise de aspectos que geravam dúvidas entre os técnicos especializados em reservatório e em exploração quanto ao volume de óleo recuperável⁴⁵. E, de posse dos resultados dessa primeira avaliação, recomendou a constituição de grupo de trabalho destinado a aprofundar o conhecimento sobre o potencial de produção dos reservatórios e esclarecer as divergências técnicas entre a área de exploração e de reservatórios⁴⁶.

47. Em vista desses elementos, não vislumbro sinais de que o acusado tenha faltado com seu dever de se informar, de investigar ou vigiar com relação às informações referentes à viabilidade econômica da exploração dos Campos, uma vez que procurou se inteirar sobre o assunto, identificou questões que exigiam maior atenção dedicando-se a melhor compreendê-las.

48. Noto que a própria acusação reconheceu a adequação dos esforços empreendidos pela administração ao afirmar que “[n]ão é preciso análise tão profunda para que se chegue a conclusão de que os administradores tentaram realizar todos os estudos possíveis para divulgarem, com o maior nível de certeza possível, que os Campos eram comercialmente inviáveis” (fl. 2212).

49. Diante do exposto, tampouco se verifica, nos autos, a existência de sinais de alerta não investigados pelo Diretor Presidente, capazes de revelar falhas procedimentais de sua parte na divulgação do Fato Relevante. Ao que parece, ao menos Luiz Carneiro ponderou a inclusão das

⁴⁴ Na qual se situavam as acumulações de petróleo relativas aos Campos.

⁴⁵ De acordo com a defesa, esse relatório teria sido elaborado para avaliar com maior profundidade alguns dados considerados, até então, como verdadeiros pela Companhia, dentre os quais os resultados preliminares positivos em relação aos campos Pipeline, Fuji, Illimani e Osorno apresentados pela administração anterior e que suscitaram dúvidas entre os técnicos especializados em reservatórios e em exploração quanto ao volume de óleo recuperável (fls. 2471/2472).

⁴⁶ Nos exatos termos em que constou do documento apresentado à Diretoria com as conclusões do grupo de trabalho, estava no escopo de suas atividades a “[e]laboração do conceito de produção, estimativa de prazos, ajuste na previsão de produção, estimativas de custo e prazo e análise econômica” (fl. 102).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

informações sobre as incertezas relacionadas à inviabilidade dos Campos, tendo concluído pela não divulgação dessas informações com base no permissivo legal constante do art. 157, § 5º.

50. Tampouco encontrei nos autos evidências de que as Incertezas não tinham relação direta com as informações divulgadas no Fato Relevante a indicar que a análise sobre sua divulgação tivesse passado despercebida, ou de que a administração da OGX tenha se fundamentado em justificativas razoáveis no sentido de que a não inclusão dessas informações no Fato Relevante não comprometeria a veracidade ou compreensão de seu conteúdo. Nesse tocante, os acusados se limitaram a alegar que os fatos divulgados em tal documento também foram divulgados pela ANP, o que criaria uma situação de assimetria informacional no mercado. Ora, não se discute aqui o cabimento da divulgação do Fato Relevante, mas sim a insuficiência das informações transmitidas através de tal documento, de modo que tal alegação não se prestou a atender aos fins desejados.

51. Repito que, caso houvesse uma explicação razoável, que envolvesse uma conduta diligente por parte do administrador, esta poderia até mesmo afastar a responsabilização de administrador que tivesse se mostrado diligente ao longo do processo decisório. Afinal, não caberia à CVM entrar no mérito de decisão informada e refletida que, posteriormente, tenha se revelado prejudicial. Mas a verdade é que tal narrativa não foi explorada nos autos, seja pela acusação ou pela defesa.

52. Diante do quadro acima descrito, a dificuldade que enxergo em relação à configuração do descumprimento do art. 153 da Lei nº 6.404/76 no caso concreto é justamente a ausência dos elementos caracterizadores da falta de diligência na conduta do acusado, seja na condução de atividade crucial para o êxito da companhia – exploração dos Campos –, seja na condução, junto com o DRI, do reporte deste tema ao mercado. Em outras palavras, não faltou, de parte de Luiz Carneiro, naquilo que lhe cabia na revisão do documento, diligência. O que parece ter havido, isso sim, foi uma escolha consciente por não fazer constar informação entendida como passível de pôr em risco interesse legítimo da Companhia. Assim sendo, concluo que a conduta que, segundo a acusação, era esperada do acusado – assegurar que o Fato Relevante contemplasse informações sobre os problemas técnicos já conhecidos pela Companhia para desenvolver os Campos – não resultou de falta de diligência.

53. Todavia, em que pese meu entendimento pela inexistência de nexos causal entre uma suposta falta de diligência e a divulgação do Fato Relevante omissivo, entendo que houve um erro inescusável por parte dos responsáveis por sua elaboração, justamente por ser obrigatória a divulgação de *“informações verdadeiras, completas, consistentes e que não induzam o*



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

investidor a erro”, nos termos do art. 14 da Instrução CVM nº 480/09. Dessa forma, ainda que as informações divulgadas no Fato Relevante sejam verdadeiras e compatíveis com o que seria divulgado pela ANP, é inegável que seus destinatários mantiveram expectativas positivas quanto aos Campos, sendo induzidos a erro.

54. Exatamente por isso, acompanho o Diretor Relator quanto a suas conclusões sobre o DRI da OGX, Roberto Bernardes Monteiro. Acertadamente, a acusação imputou-lhe responsabilidade pelo descumprimento da infração objetiva constante do art. 14 da Instrução CVM nº 480/09. Pelo que já foi exposto ao longo desta manifestação, entendo que, no caso concreto, os acusados não conseguiram trazer aos autos elementos que tornassem excusável a ausência de informações sobre as Incertezas relacionadas à rentabilidade dos Campos no Fato Relevante. Com efeito, voto pela condenação de Roberto Monteiro da acusação de descumprimento do art. 14 da Instrução CVM nº 480/09.

55. Antes de concluir, me parece importante fazer rápidas ponderações finais sobre o que considero um aspecto relevante dos limites e possibilidades do padrão de conduta previsto no art. 153 da Lei nº 6.404/76.

56. O dever de diligência representa um dos principais instrumentos de controle e disciplina da atuação dos administradores por sua abrangência e seu caráter orientador dos demais deveres fiduciários. Sem embargo, é preciso ter cautela na sua utilização como meio de aferição da conformidade dos atos praticados por administradores, de modo a evitar sua utilização, na prática, como uma garantia ampla contra a falibilidade dos administradores.

57. Essa interpretação mais extensiva pode trazer efeitos práticos relevantes, como por exemplo dificultar sobremaneira a compreensão, pelos próprios administradores, dos padrões de conduta que a lei lhes impõe, o que pode, por sua vez, servir como desincentivo para que pessoas capazes e honestas aceitem cargos na administração de companhias⁴⁷.

58. Por esse motivo, entendo que a responsabilização de administradores de companhias abertas por falta de diligência deve ser construída na extensão que a lei conferiu a este dever,

⁴⁷ Ao discorrer sobre a individualidade dos deveres dos integrantes do conselho de administração, Luiz Antonio Sampaio Campos constrói lógica que se aplica a essa consideração: “[a] *estrutura dualista na administração da companhia não pode ser ignorada, sob pena de afugentar pessoas capazes, honestas e competentes, de aceitarem participar do Conselho de Administração, por conta da eventual extensão dos deveres e responsabilidades dos administradores a excessos utópicos, que tornaria o risco da posição inaceitável à luz das contrapartidas que teriam no exercício do cargo e culminaria por desvirtuar, por completo, a estrutura do Conselho de Administração. Esses preceitos devem pautar a atuação do intérprete e do aplicador da lei*” (CAMPOS, Luiz Antonio de Sampaio. Deveres e responsabilidades. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (Coords.). *Direito das Companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 798).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

notadamente quando se avalia determinada conduta sob a perspectiva procedimental e quando ausentes os elementos que demonstram o cuidado necessário por parte do administrador. Deve-se, assim, reconhecer que o descumprimento de um dispositivo legal ou regulamentar específico nem sempre será motivado pela falta de diligência. Do mesmo modo, nada na lei autoriza o entendimento de que a inobservância de um dever fiduciário sempre significará, também, falta de diligência.

59. Feitas essas ponderações e retomando o caso concreto, é importante reiterar: não discordo quanto à conduta do acusado ter se revelado inadequada. Entretanto, sem que haja indicação clara de falta de diligência, corre-se o risco de alargar o conceito de um dever fiduciário previsto em lei que, a despeito de sua centralidade no sistema disciplinar dos administradores de companhias, não pode se prestar a garantir a responsabilização a qualquer custo, mesmo quando faltarem melhores elementos relacionados a outros deveres mais específicos – tanto mais em sede de formação de juízo condenatório.

60. Por essas razões, embora reconheça que a atuação de Luiz Carneiro não atendeu ao que dele se poderia esperar com base na lei societária, e que sua decisão contribuiu para a postergação de divulgação de alerta, via fato relevante, sobre a situação de incerteza econômica vivida pela OGX, não vejo como responsabilizá-lo pelo descumprimento do art. 153, da Lei nº 6.404/76, motivo pelo qual voto por sua absolvição de tal acusação.

61. Por fim, com relação aos demais acusados deste processo, acompanho as conclusões do voto do Diretor Relator.

É como voto.

Rio de Janeiro, 25 de junho de 2019.

Marcelo Barbosa

Presidente