



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

### PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM SEI Nº

19957.006822/2018-61

Reg. Col. nº 1270/19

**Acusado:** Banco BTG Pactual S.A.

**Assunto:** Apurar a responsabilidade do Banco BTG Pactual S.A. por ter participado da eleição em separado de membro do conselho fiscal da Gerdau S.A. (infração ao art. 161, §4º, “a” da lei nº 6.404/76).

**Relator:** Presidente Marcelo Barbosa

### Relatório

#### I. Objeto

1. Trata-se de processo administrativo sancionador instaurado pela Superintendência de Relações com Empresas (“SEP” ou “Acusação”) para apurar a responsabilidade do Banco BTG Pactual S.A. (“BTG” ou “Banco”), na qualidade de acionista da Gerdau. S.A. (“Companhia” ou “Gerdau”), pelo suposto descumprimento do art. 161, §4º, “a” da lei nº 6.404/76<sup>1</sup> ao participar da eleição em separado de membro do

---

<sup>1</sup> Art. 161. A companhia terá um conselho fiscal e o estatuto disporá sobre seu funcionamento, de modo permanente ou nos exercícios sociais em que for instalado a pedido de acionistas. (...)

§ 4º Na constituição do conselho fiscal serão observadas as seguintes normas:

a) os titulares de ações preferenciais sem direito a voto, ou com voto restrito, terão direito de eleger, em votação em separado, 1 (um) membro e respectivo suplente; igual direito terão os acionistas minoritários, desde que representem, em conjunto, 10% (dez por cento) ou mais das ações com direito a voto;



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

conselho fiscal da Companhia na assembleia geral ordinária realizada em 26.04.2016 (“AGO”).

2. Na ocasião, foram eleitos cinco membros efetivos e seus respectivos suplentes para compor o conselho fiscal, sendo três deles eleitos pela controladora da Companhia – Metalúrgica Gerdau S.A. (“Metalúrgica Gerdau” ou “Controladora”) – e os demais pelos acionistas minoritários titulares de ações ordinárias e preferenciais<sup>2</sup>.

### II. Origem

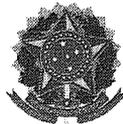
3. A acusação teve origem no Processo CVM nº RJ-2016-281, instaurado para analisar reclamação apresentada por alguns fundos de investimentos, todos acionistas da Gerdau, acerca de alegadas irregularidades na eleição do conselho fiscal da Companhia ocorrida na AGO.

4. Os reclamantes sustentaram que a vaga destinada a representante dos acionistas minoritários foi preenchida por conselheiro eleito pelo BTG, que não poderia “*sequer ser considerado um acionista na perspectiva da Lei*” (0557530 – fl. 3). Explicaram que, segundo o mapa de votação disponibilizado pela Companhia, a vaga correspondente aos acionistas minoritários foi preenchida pela Sra. V.C.L., que recebeu 34.209.522 votos, exatamente o número de ações ordinárias detidas pelo BTG à época.

5. Segundo a reclamação, o Banco teria se tornado titular dessas ações através de “*um contrato de total return swap, pelo qual ficou acordado que o Banco BTG receberia a variação do CDI + 1% e a Controladora receberia a valorização das ações ordinárias da Companhia*” (0557530 – fl. 2). Na visão dos reclamantes, como consequência do pactuado neste e em outros contratos que teriam sido celebrados entre o BTG e a Controladora, o Banco “*passou a estar imune a qualquer risco econômico, presente ou futuro, (...) das ações de emissão da Companhia*” (0557530 – fl. 2), sendo possível concluir que, apesar de ter se tornado titular de ações da Gerdau, “*assumiu apenas a posição formal de acionista da Companhia, no lugar da Controladora*” (0557530 – fl. 2).

---

<sup>2</sup> De acordo com o mapa de votação referente à AGO, o grupo dos acionistas titulares de ações ordinárias e o grupo dos acionistas titulares de ações preferenciais elegeram, cada um, seu representante.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

6. Em síntese, os reclamantes aduziram que, ao exercer seu direito de voto para eleger representante para o conselho fiscal da Companhia, o BTG “*se utilizou dos direitos políticos das ações ordinárias em sua custódia, sem estar submetido aos riscos econômicos desta participação*” (0557530 – fl. 3).

7. Nesse contexto, suscitaram que, dado o “*extenso relacionamento comercial*” entre o BTG e a Controladora, a eleição da Sra. V.C.L. “*teria sido arquitetada*” por esses acionistas “*com o interesse de impossibilitar a eleição, em separado, de um membro para o Conselho Fiscal por acionistas ordinários minoritários*” (0557530 – fl. 3). Ao final, alegaram que essa estratégia teria evitado a reeleição do Sr. T.J.C. – candidato indicado pelos reclamantes<sup>3</sup> – que, no exercício anterior, havia apresentado ressalvas acerca das demonstrações financeiras da Companhia<sup>4</sup>.

### III. Fatos apurados pela SEP

8. A SEP verificou que a situação societária do BTG na Gerdau também fora objeto de reclamação pelos mesmos reclamantes no âmbito do Processo CVM nº RJ-2015-4422. Neste processo, afirmavam que o Banco assumiu obrigações da Controladora frente a uma opção de venda – sobre ações de emissão da Companhia – que a Metalúrgica Gerdau outorgou à BNDES Participações S.A. (“BNDESPAR”)<sup>5</sup> e, nesse contexto, celebrou com a Controladora uma série de outros acordos.

9. Amparando-se nesse arcabouço contratual, os reclamantes novamente alegaram que o BTG teria exercido os direitos políticos correspondentes às ações ordinárias da

<sup>3</sup> O Sr. T.J.C. havia sido eleito na assembleia geral ordinária da Companhia realizada em 29.04.2015.

<sup>4</sup> A SEP destacou que tais ressalvas basearam-se no entendimento do conselheiro de que a aquisição de participação em algumas sociedades controladas pela Companhia deveria ser considerada como transação entre partes relacionadas, opinião não compartilhada pela administração da Gerdau e pelos demais conselheiros fiscais. Essa discussão foi objeto de análise no Processo CVM RJ-2015-8486, após a qual se concluiu pela instauração do PAS CVM 19957.004309/2016-73 em face de diversos membros da administração da Companhia, ainda não apreciado pelo Colegiado.

<sup>5</sup> O principal pleito dos reclamantes no âmbito do Processo CVM nº RJ-2015-4422 referia-se à obrigatoriedade de a Controladora realizar oferta pública de aquisição de ações, nos termos do art. 4º, §6º da lei nº 6.404/76 (“OPA”). De acordo com os reclamantes, a assunção, pelo BTG, das obrigações da Metalúrgica Gerdau frente à opção de venda da BNDESPAR teria sido a estratégia adotada pela Controladora para evitar a realização da OPA. O processo, contudo, foi encerrado por perda de objeto, uma vez que a OPA, ao final e por outras razões, foi realizada pela Controladora.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

Gerdau em sua custódia sem estar submetido aos riscos econômicos dessa participação e sem partilhar dos resultados do desenvolvimento da atividade empresarial da Companhia.

10. Diante dos questionamentos descritos acima, a SEP analisou a opção de venda que a Metalúrgica Gerdau outorgou à BNDESPAR, assim como outros quatro contratos firmados entre o BTG e a Controladora<sup>6</sup>, a seguir descritos.

### *Contrato de opção de venda da BNDESPAR (“Opção de Venda BNDESPAR”)*

11. Em 22.12.2006, a Metalúrgica Gerdau outorgou à BNDESPAR opção de venda segundo a qual a BNDESPAR tinha o direito de, observado o prazo de exercício<sup>7</sup>, alienar a totalidade das ações da Companhia de que era titular<sup>8</sup> e a Metalúrgica Gerdau a obrigação de, exercida a opção, adquirir tais ações por um preço previamente fixado<sup>9</sup>.

12. A Opção de Venda BNDESPAR foi aditada, pela primeira vez, em 29.12.2011, para estender o prazo de exercício de 5 para 8 anos<sup>10</sup>, ajustar o preço a ser pago por ação

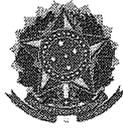
<sup>6</sup> A área técnica ressaltou que, em complemento a tais contratos, foram firmados outros instrumentos de natureza acessória (como garantias e acordos para disciplinar a liquidação dos derivativos), mas que teriam pouca relevância para a análise que se coloca neste processo.

<sup>7</sup>

<sup>8</sup> À época, a participação da BNDESPAR na Companhia correspondia a 17.104.761 ações ordinárias, representativas de 2,6% do capital social da Gerdau. Este número dobrou após o segundo aditivo da Opção de Venda BNDESPAR – passando a ser de 34.209.522 ações ordinárias (cujo ticker é GGBR3) –, em razão do desdobramento das ações da Gerdau ocorrido em 12.06.2008.

<sup>9</sup>

<sup>10</sup>



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

na hipótese de exercício da opção<sup>11</sup> e incluir obrigação adicional de pagamento, pela Metalúrgica Gerdau, em favor da BNDESPAR<sup>12</sup>.

13. A SEP sustentou que a Opção de Venda BNDESPAR “correspondia, em essência, a um empréstimo, em que o BNDESPAR funcionava como credor da Metalúrgica Gerdau, tendo as ações de emissão da Gerdau S.A. como garantia” (0559697 – §16). Destacou que as declarações da BNDESPAR no Processo CVM nº RJ-2014-4422 corroborariam essa conclusão porque demonstrariam que, nas assembleias gerais ordinárias da Companhia, a BNDESPAR absteve-se de votar na maior parte dos casos ou acompanhou os votos dos minoritários da Gerdau<sup>13</sup>.

14. Ao analisar as condições da Opção de Venda BNDESPAR, a SEP observou que o uso de derivativos com o propósito de criar estruturas semelhantes a empréstimos seria prática reconhecida pelo mercado como “off-balance” e utilizada para evitar que obrigações financeiras (empréstimos, arrendamentos, etc.) fossem reconhecidas, nas demonstrações financeiras, como constantes do passivo da companhia, que, ao invés disso, poderiam classificá-las, através do uso de derivativos ou contratos de execução de longo prazo, por exemplo, como itens de resultado.

15. Além disso, segundo a área técnica, operações dessa natureza trariam complexidade à análise de questões societárias, uma vez que, ao mesmo tempo em que formalmente há um titular de ações em custódia, na essência, essas ações estão vinculadas

11

12

<sup>13</sup> Foram transcritas no termo de acusação as seguintes passagens das declarações da BNDESPAR: “até o ano de 2011, os votos de seu representante nas AGO foram de abstenção em relação às matérias da ordem do dia, exceto quanto à eleição de membros para o Conselho de Administração e/ou Fiscal, cujos votos foram favoráveis para apoiar a indicação feita por outros acionistas minoritários” e, no período de 2012 a 2014, seu representante “votou de forma a apoiar a eleição de membro do Conselho Fiscal da Companhia em vaga destinada aos acionistas preferencialistas, abstenendo-se, apenas, de votar na eleição da chapa para os membros do Conselho de Administração proposta pela Administração da Companhia (...)”.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

a uma série de contratos com a própria companhia ou seu controlador. Segundo a SEP, nessas situações, a possibilidade de os titulares das ações exercerem os direitos políticos a elas correspondentes, em especial na qualidade de acionistas minoritários, dependeria principalmente do grau de independência e vinculação do titular com a companhia ou seus controladores.

### ***Segundo Aditivo à Opção de Venda BNDESPAR***

16. Em 28.11.2014, a Opção de Venda BNDESPAR foi novamente aditada. Entre outras alterações<sup>14</sup>, o aditivo estabeleceu a assunção, pelo BTG, de todos os direitos e obrigações da Controladora decorrentes da Opção de Venda BNDESPAR, especialmente a obrigação de, exercida a opção, adquirir as ações da BNDESPAR e pagar-lhe o correspondente preço, o que ocorreu em 01.12.2014<sup>15</sup>. Nesta ocasião, o BTG desembolsou à BNDESPAR o valor de R\$ 1.044.245.749,32, equivalente a R\$ 30,52 por ação, e passou a ser titular de 34.209.522 ações ordinárias de emissão da Gerdau (GGBR3).

17. Como contrapartida às obrigações assumidas pelo BTG, a Controladora outorgou, em favor do Banco, opção de venda sobre essas ações, emitiu notas promissórias e celebrou o contrato de “total return swap”.

### ***Contrato de “total return swap” (“TRS”)***

18. Em 08.12.2014, o Banco e a Controladora firmaram o TRS, com data de vencimento em 11.12.2017, que estabelecia a troca dos fluxos econômicos relacionados às ações de emissão da Gerdau de titularidade do BTG de acordo com a seguinte dinâmica: caso houvesse valorização na cotação das ações (incluindo distribuições de dividendos ou juros sobre o capital próprio), o BTG repassaria à Controladora o valor correspondente e,

14

15



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

na hipótese de desvalorização, o fluxo se operaria no sentido inverso, isto é, a Controladora repassaria a diferença ao BTG.

19. Como contrapartida, o TRS previa uma remuneração fixa em favor do Banco equivalente à taxa de CDI + 1% ao ano aplicada sobre o valor base investido, de R\$ 290.096.746,65 (conforme cláusula 2.1.b). Este valor correspondia ao valor das 34.209.522 ações de emissão da Gerdau considerando a cotação no pregão do dia anterior à assinatura do TRS, equivalente a R\$ 8,48 por ação (conforme cláusula 1.1).

20. Na análise que fez desse instrumento, a SEP entendeu que, ao final da sua vigência, o Banco teria recebido qualquer desvalorização referente às ações GGBR3 ou repassado à Controladora qualquer valorização que o papel por ventura pudesse ter sofrido durante a vigência do contrato. Por essa razão, afirmou que o risco relacionado à variação econômica na cotação das ações da Gerdau teria ficado a cargo da Controladora, enquanto o Banco faria jus à remuneração fixa de CDI + 1% a.a. sobre o valor inicialmente investido.

### ***Contrato de opção de venda de ações GGBR3 (“Opção de Venda BTG”)***

21. Em 28.11.2014, a Metalúrgica Gerdau outorgou ao Banco opção de venda sobre as 34.209.522 ações ordinárias de emissão da Companhia de que o BTG viria a ser titular por ocasião do exercício da Opção de Venda BNDESPAR pela BNDESPAR, cuja eficácia estava condicionada justamente à verificação deste evento. O contrato estabeleceu, ainda, o prazo<sup>16</sup> e o preço de exercício<sup>17</sup>.

### ***Notas Promissórias (“Notas Promissórias”)***

22. Por fim, como parte da liquidação parcial da obrigação assumida pelo BTG no âmbito da Opção de Venda BNDESPAR, em 08.12.2014, a Metalúrgica Gerdau emitiu, em favor do Banco, 14 notas promissórias, com valor unitário de R\$ 50.000.000,00, perfazendo o montante total de R\$ 700.000.000,00, com vencimento em 03.12.2015 (0557530 – fls. 42-56).

16

17



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

23. As Notas Promissórias foram objeto de distribuição pública com esforços restritos de colocação, nos termos da Instrução CVM nº 476/09 e do “*Instrumento Particular de Contrato de Distribuição Pública, com Esforços Restritos, de Notas Promissórias, em Série Única, da Metalúrgica Gerdau S.A.*”, celebrado entre a emissora e o BTG em 01.12.2014. Os títulos foram adquiridos pelo Banco, que passou a perceber a remuneração de CDI + 2% a.a. sobre o valor de face das Notas Promissórias.

#### IV. Acusação

24. Depois de analisar o arcabouço contratual acima descrito, a Acusação concluiu que “*a operação como um todo se tratou, na essência, de um empréstimo, do BTG Pactual para a Controladora, dos fundos necessários para fazer frente ao exercício, pelo BNDESPAR, da Opção de Venda BNDES*”.

25. Nesse sentido, em contrapartida ao pagamento realizado pelo BTG quando do exercício, pela BNDESPAR, da Opção de Venda BNDESPAR, a Metalúrgica Gerdau emitiu as Notas Promissórias e, em relação às ações GGBR3 de propriedade do Banco, cujo valor de mercado, em dezembro de 2014, era de aproximadamente R\$ 300 milhões, celebrou o TRS e a Opção de Venda BTG.

26. A respeito de tais contratos, a Acusação afirmou que visavam a garantir o crédito do BTG contra a Controladora, permitindo ao primeiro, findo o prazo do TRS, alienar as ações de emissão da Companhia adquiridas como resultado da assunção das obrigações da Metalúrgica Gerdau decorrentes da Opção de Venda BNDESPAR.

27. Acrescentou que, quando tomados em conjunto, o TRS e a Opção de Venda BTG seriam equivalentes a uma operação de empréstimo tradicional com ações em garantia, tendo destacado as seguintes características da relação contratual<sup>18</sup>:

- i. o Banco não teria assumido o risco das variações econômicas das ações GGBR3, isto é, não “*carreg[ava] o risco do ativo*”;

<sup>18</sup> Conforme §33 do termo de acusação (0559697).



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

ii. o Banco recebeu da Metalúrgica Gerdau remuneração fixa pelo valor desembolsado para adquirir as ações GGBR3 no âmbito da Opção de Venda BNDESPAR, o que seria equivalente aos juros de um empréstimo;

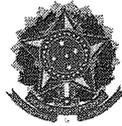
iii. a Controladora estava obrigada a adquirir as ações GGBR3 que o BTG passou a ser titular se este desejasse aliená-las, o que seria equivalente ao pagamento do “principal” do empréstimo; e

iv. em caso de inadimplência da Controladora, o BTG tinha a possibilidade de vender a terceiros sua participação na Companhia “de forma a preservar o principal investido”, o que corresponderia à “execução da garantia, no caso, as ações GGBR3”.

28. A Acusação afastou a alegação da Metalúrgica Gerdau de que o Banco era livre para vender as ações quando quisesse sob o argumento de que a liquidação antecipada da operação, em princípio, não faria sentido econômico para o BTG, que, nos termos do TRS, auferiria a remuneração fixa equivalente ao CDI + 1% a.a. sobre o valor investido (R\$ 290.096.746,65). Portanto, não haveria incentivo para a venda antecipada (e assunção do risco do TRS) a menos que a Controladora descumprisse suas obrigações contratuais.

29. Com base no trecho da nota explicativa constante das demonstrações financeiras da Controladora referentes ao exercício de 2014<sup>19</sup>, a Acusação sustentou que, ainda que a soma dos valores de face das Notas Promissórias e do TRS não totalizassem exatamente o montante correspondente ao preço pago pelo BTG em razão do exercício da Opção de Venda BNDESPAR, este pagamento teria sido realizado mediante compensação pela Controladora, cujas parcelas principais foram o TRS e as Notas Promissórias com os respectivos encargos remuneratórios contratados em cada instrumento.

<sup>19</sup> Conforme transcrito no §35 do termo de acusação (0559697): “Em dezembro de 2014, o banco BTG Pactual (BTG) efetuou a assunção de todos os direitos e obrigações da Companhia decorrentes do contrato com o BNDES Participações S.A.. Neste sentido, o BTG passou, através deste instrumento de preço de mercado pós-fixado e prazo de vencimento de 3 anos, a deter estas ações. Esta operação transitará por resultado com valor a ser definido pelo valor de mercado da GGBR3 ao final de cada período. Em adição ao contrato de Opção de Venda, a Companhia realizou com o BTG operação de total return swap e call option, as quais estão descritas na nota 15.e, além de operação de emissão de Notas Promissórias no valor de R\$ 700 milhões, as quais estão descritas na nota 13”.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

30. A Acusação suscitou, ainda, que a Controladora teria optado por adotar a estrutura contratual acima descrita, ao invés de tomar um empréstimo convencional com o Banco, com o propósito de evitar a realização de OPA, nos termos do art. 4º, § 6º da lei nº 6.404/76 e do art. 26 da Instrução CVM nº 361. Isso porque, se a Metalúrgica Gerdau honrasse, ela própria, a Opção de Venda BNDESPAR, excederia o limite de aquisição das ações em circulação.

31. Na sequência, a Acusação fez algumas considerações a respeito do tratamento contábil de contratos da natureza do TRS. Nesse aspecto, chamou atenção para as orientações constantes do Ofício-Circular/CVM/SNC/SEP/n.º 01/2018, que, ao abordar operações de compra e venda de participações societárias com derivativos embutidos, apresenta o seguinte entendimento:

*“Há no caso distorção relevante na realidade econômica reportada. O controlador deixa de reconhecer apropriadamente o Resultado com Equivalência Patrimonial e participação societária detida; o controlador não reconhece o Passivo “Empréstimos” e a Despesa Financeira respectiva em DRE; o controlador reconhece de modo distorcido e fora do período de competência apropriado o ganho ou perda de capital com a alienação da participação societária. BP, DRE e DFC deixam de atender à condição de representação fidedigna. Os auditores independentes devem estar atentos a esses aspectos, manifestando-se em seus relatórios emitidos acerca dos desvios que em seu julgamento causem distorção relevante nas demonstrações contábeis auditadas como um todo.”*

32. A Acusação também mencionou o CPC 48, correlacionado às normas Internacionais de Contabilidade – IFRS 9, no qual o “*swap de retorno total*” é citado como exemplo de transação em que “*não há substancialmente transferência de todos os riscos e benefícios de propriedade*” (0559697 – §43). Destacou, quanto a isso, o Exemplo B3.2.16 (o) do CPC 48:

*“Swap de retorno total. A entidade pode vender o ativo financeiro ao cessionário e celebrar uma transação de swap de retorno total com o cessionário, pela qual todos os fluxos de caixa de pagamento de juros provenientes do ativo subjacente sejam remetidos à entidade em troca do pagamento fixo ou pagamento de taxa variável, e quaisquer aumentos ou reduções no valor justo do ativo subjacente sejam absorvidos pela entidade. Nesse caso, o desreconhecimento da totalidade do ativo é proibido”.*



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

33. Fundamentando-se nessas regras, sustentou a Acusação que *“em caso de contratos do tipo do TRS, as normas contábeis apontam que o ativo não pode ser reconhecido no balanço da parte que recebe o retorno fixado, mas sim, no balanço da entidade que detém os riscos e benefícios relacionados ao ativo. Na essência, o ativo deve ser reconhecido pela parte que detém seus riscos e benefícios”* (0559697 – §44).
34. A Acusação afirmou que, em complemento ao TRS, a Opção de Venda BTG reforçaria a natureza de empréstimo tradicional da operação por conferir liquidez às ações detidas pelo Banco, definindo o prazo pelo qual o arranjo com a Controladora se daria. De acordo com essa estrutura, o pagamento da Opção de Venda BTG representaria o pagamento do *“principal do empréstimo”*, estando o Banco sujeito apenas ao risco de crédito por parte da Metalúrgica Gerdau.
35. Diante dessas constatações, a Acusação concluiu que o BTG, enquanto acionista da Companhia, tinha seus interesses alinhados com os da Controladora. Ressaltou, a esse respeito, que *“suas decisões como acionista, em virtude do TRS, não afetavam a si, mas ao controlador, e seu interesse era que o Controlador cumprisse com suas obrigações no arcabouço contratual citado”*.
36. De acordo com a Acusação, o Banco estaria em uma posição *“sui generis”* quanto ao exercício dos direitos políticos correspondentes à sua participação na Companhia: não era afetado pelo resultado da atividade empresarial da Gerdau, não tinha incentivo algum para analisar questões relacionadas à empresa, mas era afetado por questões que atingissem a Controladora, pois o único risco a que estava sujeito era o risco de crédito da Metalúrgica Gerdau.
37. Respalhando-se nessa linha de entendimento, a Acusação concluiu que o Banco estava vinculado à Controladora, na posição de credor, imune aos efeitos da variação do valor das ações ou dos resultados da atividade empresarial da Companhia, de maneira que sua independência para se posicionar, como acionista, em matérias exclusivas de acionistas minoritários – na realidade, de acionistas não-controladores – estava prejudicada. Por essa



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

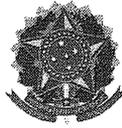
razão, no seu entendimento, o BTG não poderia exercer a prerrogativa prevista no art. 161, §4º, “a” da lei nº 6.404/76<sup>20</sup>.

38. O Banco manifestou-se sobre os fatos acima descritos<sup>21</sup>, ocasião em que confirmou que votou na Sra. V.C.L. na AGO, mas argumentou que se enquadraria no conceito de acionista minoritário previsto no art. 161, §4º, “a” da lei nº 6.404/76, uma vez que:

- i. estruturas contratuais envolvendo “*total return swaps e/ou opções de venda*” não fariam com que as contrapartes necessariamente atuassem com interesses alinhados;
- ii. no caso concreto, o BTG sempre manteve – sem qualquer tipo de restrição ou orientação – os direitos políticos atrelados às ações objeto do TRS e “*sequer precisava se manter necessariamente comprado nas ações envolvidas na estrutura contratual descrita no Ofício, tendo portanto a discricionariedade para alienar e/ou alugar ações a mercado (como de fato chegou a fazer durante o período do vínculo contratual)*”;
- iii. não havia acordo de voto ou combinação com a Metalúrgica Gerdau e a tese de que haveria um necessário alinhamento de interesses entre as contrapartes em relações contratuais nesse formato resultaria, na prática, no vínculo concomitante de determinados acionistas controladores a diversas instituições financeiras distintas;
- iv. o conceito de “*pessoas vinculadas*” no âmbito da regulamentação da CVM seria difuso, não sendo possível inferir dos normativos à época vigentes, e em face das características da transação, que o BTG representava uma pessoa vinculada a

<sup>20</sup> A Acusação chamou atenção para a relevância da eleição em separado para os acionistas minoritários, fazendo referência às orientações constantes do Parecer de Orientação CVM nº 19/1990 (que deixa clara a importância do mecanismo) e do Ofício Circular CVM/SEP nº 2/2018 (que esclarece que “*não devem participar [da eleição em separado] quaisquer acionistas que não se insiram no conceito de minoria que a lei buscou proteger, ou seja, além dos controladores, também não devem participar pessoas vinculadas a eles*”).

<sup>21</sup> Em resposta ao Ofício nº 98/2018/CVM/SEP/GEA-4 (0557530 – fls. 100/101).



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

ponto de perder a sua independência e limitar seu direito essencial ao voto enquanto acionista;

v. a indicação de candidato suplente para o conselho fiscal, pelo BTG, “*em chapa conjunta com o BNDES*” na assembleia geral ordinária da Gerdau de abril de 2017, corroboraria que a indicação na AGO teria sido completamente desvinculada das relações contratuais descritas pela SEP; e

vi. as indicações para representantes no conselho fiscal “*tiveram um cunho mais amplo e institucional, enquanto que a operação descrita no Ofício havia sido estruturada e executada especificamente pela mesa proprietária do BTG Pactual – que, naturalmente, também foi envolvida na indicação dos conselheiros nesses anos, mas não foi a área que tomou a iniciativa interna nesse sentido*”.

39. A Acusação afastou os argumentos apresentados pelo Banco afirmando que:

i. durante a vigência do TRS, ainda que contratualmente o BTG tivesse os direitos políticos correspondentes às ações da Companhia de que era titular, a posição do Banco era de um “*credor do controlador*”, já que não tinha incentivo para exercer tais direitos na posição de acionista minoritário e mantinha um vínculo com a Controladora incompatível com essa qualidade;

ii. a alegada discricionariedade do Banco para vender no mercado as ações da Gerdau de que era titular não se sustentaria porque a manutenção de tais ações funcionava como “*hedge*” do TRS, que lhe garantia a taxa fixa do empréstimo, o que seria o real objetivo da instituição financeira;

iii. a ausência de acordo de voto ou combinação não descaracterizaria o vínculo junto à Controladora; e

iv. na condição de instituição financeira de grande porte com relevante experiência em operações estruturadas e em mercado de capitais, o BTG conhecia as repercussões legais e financeiras dos contratos firmados com a Metalúrgica Gerdau, da mesma forma como ocorria com seu antecessor na operação, a



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

BNDESPAR, que se absteve de inferir nas deliberações que pudessem afetar o direito dos acionistas minoritários.

40. A Acusação expôs, ainda, que operações envolvendo contrato de TRS cujo ativo subjacente são ações de companhia aberta, as quais, por sua vez, são mantidas em custódia em nome da instituição financeira, não são inéditas. Asseverou que, nessas operações, o vínculo entre a instituição financeira credora e o acionista controlador que mantém o risco das ações subjacentes (e para quem as ações são, ao final, transferidas) é inquestionável e independe da existência de acordo formal sobre orientação de voto.

41. Além disso, reiterou que a participação do BTG na eleição em separado do conselho fiscal teria evitado a reeleição do conselheiro que, no exercício anterior, havia oposto questionamentos relevantes em relação a critérios adotados pelos administradores da Companhia, salientando que essa participação foi decisiva, uma vez que a candidata apoiada pelo Banco foi eleita apenas com os seus votos, sem que qualquer outro minoritário manifestasse sua preferência.

42. Por fim, quanto ao alegado pelo BTG de que o fato de ter indicado representante para o conselho fiscal na assembleia geral ordinária de 2017 da Gerdau sinalizaria sua isenção e desvinculação com relação à Controladora, a Acusação esclareceu que este evento foi posterior à liquidação da estrutura contratual descrita (que ocorreu em 08.03.2017)<sup>22</sup> e não seria relacionado à eleição objeto deste processo, de forma que não teria o condão de interferir nas conclusões alcançadas.

43. Por todo o exposto, a Acusação propôs a responsabilização do BTG pelo descumprimento do art. 161, §4º, “a” da Lei 6.404/76 por ter participado da eleição em separado de membro do conselho fiscal na AGO.

<sup>22</sup> Conforme fato relevante divulgado pela Companhia em conjunto com a Controladora em 08.03.2017, o TRS, assim como a Opção de Venda BTG e outros instrumentos assessórios, foram liquidados em 07.03.2017, em razão da formalização de contrato de permuta de ações da Gerdau celebrado entre o Banco e a Controladora regulando a permuta das 34.209.522 ações ordinárias (GGBR3) do BTG (adquiridas no âmbito da Opção de Venda BNDESPAR) por 33.358.668 ações preferencias (GGBR4), o que disparou a OPA, que foi realizada pela Controladora.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

### V. Manifestação da PFE

44. Por meio do Parecer n. 00114/2018/GJU-4/PFE-CVM/PGF/AGU (0585735), a Procuradoria Federal Especializada junto à CVM manifestou o entendimento de que os requisitos formais previstos no art. 6º da Deliberação CVM nº 538/08, à época em vigor, foram atendidos, assim como cumpridas as diligências previstas pelo art. 11 da mesma Deliberação.

### VI. Defesa

45. O BTG apresentou sua defesa em 19.11.2018 (0640474) em conjunto com pedido de sigilo (0640426), que foi concedido pela SEP, nos termos do Memorando nº 239/2018-CVM/SEP/GEA-4 (0642037)<sup>23</sup>.

46. Inicialmente, a defesa descreveu o arranjo contratual subjacente à operação financeira referida no termo de acusação, pactuada entre a Controladora e o BTG, tendo salientado que *“um contrato fundamental [fora] completamente ignorado pela acusação, qual seja: (d) uma opção de compra de 8.490.636 GGBR4”, ticker correspondente às ações preferenciais de emissão da Gerdau (pp. 6/7).*

47. Em seguida, abordou os efeitos, em tese, de contratos derivativos – como o TRS – quanto ao direito de voto das ações de companhias abertas objeto de tais instrumentos. Para isso, retomou as discussões ocorridas no âmbito da reforma da então vigente Instrução CVM nº 10, de 14.02.1980, asseverando que a proposta original da CVM – de restringir o direito de voto das ações adquiridas por meio de derivativos – fora, ao final, afastada.

48. Nesse aspecto, destacou que o art. 10º da Instrução CVM nº 567/2015 (que substituiu a Instrução CVM nº 10) apenas previu a restrição aos direitos políticos *“às ações*

<sup>23</sup> Com base no art. 2º da Deliberação CVM nº 481/2005, a área técnica determinou que as informações constantes dos parágrafos 5.22, 5.23 e da nota de rodapé nº 15 da defesa, assim como a íntegra do anexo III à defesa (0640485) fossem tratadas em caráter restrito.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

*mantidas em tesouraria, exigindo, no que tange às ações detidas em razão de derivativos, cuidados adicionais do ponto de vista informacional” (p. 11)<sup>24</sup>.*

49. A defesa chamou atenção, ainda, para a reação dos agentes de mercado em face da proposta original da CVM, aduzindo que, “[d]e um modo geral, o que se vê daquelas manifestações é que não se pode presumir simplesmente um alinhamento entre a companhia e a sua contraparte no derivativo. Essa presunção não apenas corresponde a uma simplificação de modelos negociais variados, como também produziria um efeito muito grave, pela limitação ao direito de voto de alguém que, em princípio, é um terceiro” (p. 11).

50. Na sequência, o BTG alegou que o pressuposto da Acusação de que o Banco “estava imune aos efeitos de variação das ações ou dos resultados da atividade empresarial da Gerdau” não corresponderia à realidade. Fundamentou o seu argumento no contrato de opção de compra – que teria sido ignorado pela Acusação<sup>25</sup> – por meio do qual o BTG poderia adquirir 8.490.636 ações preferenciais da Gerdau por um preço pré-fixado. Dessa forma, a valorização da cotação das ações da Companhia proporcionaria ao Banco um lucro, o que demonstraria que “era, sim, afetado pelo resultado da atividade empresarial dessa companhia” (p. 14).

51. De acordo com a defesa, essa interpretação teria sido, inclusive, manifestada pela Superintendência de Registro de Valores Mobiliários – SRE, que, ao analisar os contratos objeto deste processo, representou graficamente o ganho que o BTG poderia obter com a

---

<sup>24</sup> A defesa transcreveu o trecho do relatório da audiência pública em que referida instrução foi discutida no qual a CVM explica a sua posição: “[o] objetivo visado pela CVM é impedir que, por meio de operações economicamente similares a aquisições de ações e manutenção em tesouraria, criem-se possibilidades de exercício de direito de voto por parte de tais ações, contrariamente ao art. 30, §4º, da Lei nº 6.404, de 1976. Após ponderar as manifestações dos participantes, a CVM considera que pode atingir esse objetivo por meio (i) da exigência de que eventuais acordos ou orientações de voto entre a companhia e suas contrapartes sejam divulgados; e (ii) da análise de cada situação individualmente considerada. A proposta definitiva de instrução contempla modificações nesse sentido (novo item 5 do anexo 30-XXXIV à Instrução CVM nº 480, de 2009”.

<sup>25</sup> Na opinião da defesa, a SEP teria enxergado apenas o resultado proporcionado pelo TRS, que, no entanto, representava “só uma parte da operação” (p. 14, nota de rodapé nº 11).



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

operação<sup>26</sup>, “*deixando absolutamente evidente que tal resultado guardava uma correlação direta com a cotação de GGBR4*” (p. 13)<sup>27</sup>.

52. Em complemento, foram apresentados outros três argumentos que comprovariam “*que o interesse do BTG estava, sim, alinhado ao da Gerdau*” (p. 21), reforçando a insubsistência de um dos pilares da tese acusatória, qual seja o desinteresse do BTG pelos resultados da Companhia.

53. O primeiro desses argumentos tratou da necessidade de analisar os contratos subjacentes à operação de maneira conjunta, sendo impossível desconsiderar um dos instrumentos, tal como teria feito a Acusação em relação ao contrato de opção envolvendo as ações preferenciais da Gerdau.

54. Nesse contexto, o Banco argumentou que, [REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

55. O segundo argumento, relacionado ao primeiro, reside na decisão do Banco de, por ocasião do encerramento antecipado do TRS, manter a opção de compra sobre as ações GGBR4 e receber parcela bastante significativa dessas ações ao invés da remuneração em

<sup>26</sup> Conforme gráfico constante dos autos (0557518 – p. 334).

<sup>27</sup> A defesa transcreveu a seguinte passagem da conclusão alcançada pela SRE: “[d]as características presentes na Opção de Compra BTG, verifica-se que haveria ainda um upside, no conjunto das operações aqui descritas, para o BTG Pactual, caso as ações preferenciais de emissão da [Gerdau] apresentassem valorização” (p. 15 - conforme destaques da defesa).

<sup>28</sup>

[REDACTED]

<sup>29</sup>

[REDACTED]



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

dinheiro a que, por contrato, tinha direito<sup>30</sup>. Essas iniciativas reforçariam que “*a expectativa de valorização da Gerdau representava – na opção de compra e na permuta que se negociou posteriormente – uma parcela significativa e essencial da remuneração do BTG ao assumir a posição acionária do BNDESPar*” (p. 18).

56. A defesa acrescentou que seu interesse no desempenho da Gerdau – e, por consequência, na valorização das ações dessa companhia – seria corroborado pela indicação, feita pelo Banco, de candidato para compor a chapa do conselho fiscal submetida para a assembleia geral ordinária da Companhia de 2017.

57. O terceiro argumento fundamentou-se no entendimento de que, ainda que se aceitasse a perspectiva preconizada pela Acusação, e se assumisse que o interesse do Banco decorria estritamente da sua posição de “*credor*” da Metalúrgica Gerdau, a tese da SEP não se sustentaria. A defesa explicou, a esse propósito, que “*nem mesmo do ponto de vista econômico [faria] sentido que o banco fosse indiferente aos resultados da Gerdau*” (p. 19), já que subsistiria, mesmo neste caso, “*o interesse de que aquelas 34.209.522 ações de emissão da Gerdau, dadas em ‘garantia’, tivessem o maior valor possível*” (p. 20). Afinal, “*quanto maior fosse o valor das ações de emissão dessa companhia, menor era sua [do Banco] ‘exposição’ e, por consequência, menor era o seu ‘risco’*” (pp. 20/21).

58. Com base nesses elementos, aduziu a defesa que havia um alinhamento de interesses entre a Companhia e o BTG e, portanto, este “*não se sujeitaria a qualquer coisa em benefício de alguém com quem mantinha uma relação comercial – ele tinha, enfim, interesses econômicos próprios*” (p. 21). Por essa razão, afirmou que seria necessário avaliar as características da relação contratual mantida entre o Banco e a Metalúrgica Gerdau a fim de verificar se efetivamente permitiria uma ingerência de uma parte na outra.

<sup>30</sup> Conforme informado pela defesa, o BTG e a Metalúrgica Gerdau decidiram resolver parte da operação antecipadamente e, em 07.03.2017, firmaram um contrato de permuta pelo qual o BTG transferiria todas as 34.209.522 ações ordinárias da Gerdau à Controladora, que, por sua vez, transferiria 33.358.668 ações preferenciais da Companhia ao Banco. Assim, com o fim da posição do BTG em GGBR3, também teria se resolvido o TRS e a Opção de Venda BTG. Tanto a permuta das ações ordinárias por ações preferenciais de emissão da Gerdau, quanto à manutenção da opção de venda sobre as ações preferenciais teriam sido divulgadas no aviso de fato de relevante da Companhia de 08.03.2017.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

59. Avançando sobre esse ponto, defendeu que o vínculo contratual mantido entre o BTG e a Metalúrgica Gerdau não impactaria a independência do banco no que se refere à votação em separado do conselheiro fiscal da Companhia. Ressaltou que a interpretação do Colegiado exarada na apreciação de casos concretos para avaliar eventual vedação à participação na eleição em separado por acionistas não controladores, mas sujeitos a influência do controlador, estaria “*quase que exclusivamente associada à estrutura de governança*” desses minoritários, “*tendo em vista que seria a partir dela (i.e., da estrutura de governança) que se poderia assumir uma influência determinante do controlador na definição do voto a ser proferido no âmbito da eleição em separado*” (p. 25)<sup>31</sup>.

60. Essa interpretação seria reforçada pelo entendimento alcançado pelo Colegiado nesses precedentes de que, a despeito da existência de influência política do controlador sobre os minoritários, estes poderiam tomar parte da eleição em separado desde que existente “*uma amarração societária que garantisse a dissociação entre aquela influência geral e abstrata e a decisão que, ao fim, seria expressa na eleição em separado*” (p. 26). A defesa enfatizou que, ausente a correlação entre a vontade política do controlador e do minoritário, uma vedação ao exercício do voto deste último acabaria “*por afetar um direito que é essencial aos acionistas, qual seja: o de ‘fiscalizar, na forma prevista nesta Lei, a gestão dos negócios sociais’ (art. 109, III, da lei acionária)*” (p. 25).

61. Feita essa consideração, a defesa frisou que os contratos firmados entre o BTG e a Metalúrgica Gerdau não continham um pacto quanto ao exercício de direito de voto na Gerdau e tampouco atribuíam à Controladora qualquer influência política sobre o Banco. Na mesma linha, afastou qualquer influência econômica que pudesse decorrer da relação contratual, uma vez que não haveria, no âmbito desta relação, “*dependência econômica*” do BTG em relação à Metalúrgica Gerdau<sup>32</sup>.

<sup>31</sup> A defesa referiu-se aos precedentes que analisaram o exercício do direito de voto por entidades de previdência complementar patrocinadas pela própria companhia aberta, por seu controlador ou, ainda, por sociedades sob controle comum, fazendo menção expressa ao PAS CVM nº 07/05, Dir. Rel. Marcelo Trindade, j. em 24.04.2007.

<sup>32</sup> Neste aspecto, a defesa alegou que, em relações comerciais, somente seria possível extrair uma influência de uma parte sobre a outra se o vínculo contratual impusesse uma subordinação permanente a uma das partes.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

62. A ausência de referida dependência, consoante exposto pela defesa, residiria principalmente no fato de que eventual inadimplemento dos contratos – dada a exposição envolvida – não produziria um impacto relevante na situação financeira do BTG e muito menos na continuidade de seus negócios. Além disso, argumentou que, em razão da existência da opção de venda sobre as 34.209.522 GGBR3, sequer haveria a necessidade de o Banco “agradar” a Controladora para, com isso, tentar manter um potencial adquirente para essas ações, afastando também qualquer influência que daí poderia decorrer. A final, através da opção, a liquidez desse ativo estaria garantida.
63. A defesa prosseguiu afirmando que, ainda que se admitisse que a relação contratual implicaria uma verdadeira dependência econômica, o Colegiado já teria reconhecido que *“esse tipo de vínculo não contamina a isenção da entidade para decidir sobre a eleição de um membro do conselho fiscal”* (p. 30). Desse modo, chamou atenção para o voto do então presidente Marcelo Trindade no âmbito do PAS CVM nº 07/05, no qual teria deixado claro que, para a análise sobre a existência de um impedimento de voto, seria *“irrelevante a influência econômica da patrocinadora sobre a entidade de previdência”* (p. 31). De acordo com a defesa, *“a consideração de tais aspectos econômicos seria equivalente a ‘admitir uma modalidade de ‘controle externo’ que gerasse impedimento de voto’, que não é admitida na lei brasileira, na visão da maioria esmagadora da doutrina”* (p. 31)<sup>33</sup>.
64. Retomando alguns dos casos concretos julgados pelo Colegiado, o BTG acrescentou que a inerente dependência econômica entre as entidades de previdência complementar e de suas patrocinadoras seria prova de que *“a existência de alguma dependência econômica, por si só, não [seria] suficiente para vincular um acionista ao*

---

Noutras palavras, a defesa sustentou que a dependência econômica de uma parte em relação à outra deveria ser tal que pudesse *“inclusive, acarretar a descontinuidade da atividade empresariais da parte mais vulnerável”* (pp. 28/29).

<sup>33</sup> A defesa sustentou que esse posicionamento – i.e., de que a existência de um vínculo econômico não é suficiente para impedir o exercício do direito de voto pelas entidades de previdência nas eleições em separado de representantes de minoritários ou preferencialistas – foi mantido pelo Colegiado em casos subsequentes, seja de forma expressa, atestando a irrelevância do vínculo econômico entre a entidade de previdência e a sua patrocinadora, seja de maneira implícita, deixando de discutir tal vínculo econômico.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

*controlador e, a partir disso, impedir esse acionista de participar de uma eleição em separado” (p. 32).*

65. Indo adiante, a defesa refutou a percepção da Acusação de que a participação do BTG na eleição da Sra. V.C.L. teria visado a evitar a recondução do Sr. T.J.C., ex-conselheiro fiscal da Gerdau indicado por outros minoritários, evidenciando que a escolha do Banco fundamentou-se na experiência e capacidade ímpares da conselheira eleita<sup>34</sup>. Na visão da defesa, portanto, essa suposta intenção do Banco cogitada pela Acusação não poderia representar indício apto a justificar a vinculação com a Controladora.

66. Ao aprofundar esse argumento, também amparando-se em precedentes julgados pelo Colegiado<sup>35</sup>, alegou que somente seria possível inferir uma coordenação entre os interesses do acionista que vota na qualidade de minoritário e do controlador se a decisão tomada pelo primeiro fosse considerada “*indiscutivelmente irracional sob a perspectiva do acionista minoritário*” (p. 42).

67. Assim, como o voto proferido pelo BTG “*não embutia qualquer irracionalidade*” (p. 48) – justamente por ter se respaldado na experiência e competência da conselheira –, não seria possível dele inferir qualquer vínculo entre o Banco e a Metalúrgica Gerdau.

68. Por fim, e embora o BTG tenha, na defesa, manifestado sua intenção de, eventualmente, apresentar proposta de termo de compromisso, nenhuma proposta foi apresentada até a presente data.

### VII. Distribuição do processo

69. Em reunião do Colegiado realizada em 08.01.2019, fui sorteado relator deste processo.

<sup>34</sup> A defesa descreveu o currículo da conselheira, expondo os detalhes de sua trajetória profissional e acadêmica, e destacou que: (i) em 2018, o BTG voltou a indicá-la para cargo suplente no conselho fiscal de companhia aberta em que investe na qualidade de acionista minoritário; e (ii) a Sra. V.C.L. teria sido eleita pelos acionistas minoritários em 4 das 6 companhias de que integrou ou integra o conselho fiscal.

<sup>35</sup> A defesa fez referência, entre outros precedentes, ao PAS CVM nº RJ2012/4062, j. em 17.12.2013, no qual o Colegiado constatou a coordenação entre o acionista minoritário e o controlador a partir do conteúdo do voto proferido pelo primeiro, o qual seria “*totalmente inexplicável*”. Conforme o racional exposto pelo Colegiado neste caso, o comportamento do acionista minoritário somente poderia ser explicado “*em razão de uma atuação coordenada*” com o acionista controlador.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

É o relatório.

Rio de Janeiro, 26 de novembro de 2019.

**Marcelo Barbosa**

Presidente Relator