



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

### PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR SEI Nº 19957.004309/2016-73

Reg. Col. nº 0463/2016

**Acusados:** André Pires de Oliveira Dias  
Harley Lorentz Scardoelli  
Claudio Gerdau Johannpeter  
André Bier Gerdau Johannpeter  
Richard Chagas Gerdau Johannpeter  
Expedito Luz  
Affonso Celso Pastore  
Oscar de Paula Bernardes Neto  
INDAC – Indústria Administração e Comércio Ltda.  
Metalúrgica Gerdau S.A.

**Assunto:** Apurar eventuais irregularidades em operação de aquisição de participações minoritárias em empresas controladas pela Gerdau S.A., em suposto descumprimento dos arts. 116, parágrafo único, 154 c/c 245, 156 e 157, §4º, todos da Lei nº 6.404/1976, e arts. 3º e 5º da Instrução CVM nº 358/2002.

**Diretora Relatora:** Flávia Perlingeiro

### MANIFESTAÇÃO DE VOTO

Senhor Presidente e demais Diretores,

1. Em que se pese o profundo trabalho de análise do conjunto fático-probatório e as razões lançadas no voto<sup>1</sup> da Diretora Relatora Flávia Perlingeiro, acompanho a divergência instaurada na manifestação de voto do Diretor Carlos Rebello.

2. No presente caso, segundo a Acusação, ao aprovarem a aquisição das Participações Itaú por valor muito superior àquele pago pelas Participações Arcelor, os membros do conselho de administração não teriam atuado buscando o melhor interesse da Companhia, mas pautados pela existência de obrigação prévia entre o Itaú e a INDAC, garantida, ainda, pela Metalúrgica Gerdau, a qual envolvia justamente o exercício de Opção de Venda das referidas participações.

---

<sup>1</sup> Os termos iniciados em letra maiúscula referenciados na presente manifestação de voto e que não estiverem nele definidos têm o significado que lhes foi atribuído no voto da Diretora Relatora Flávia Perlingeiro.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

Assim, sustenta a área técnica que a aprovação da Aquisição Itaú teria por objetivo desonerar as suas Controladoras da obrigação assumida perante o Itaú. A Acusação propõe, portanto, a revisão do mérito da decisão negocial tomada pelo conselho de administração da Gerdau por entender que aquela teria sido adotada em contrariedade a diversos dispositivos da lei societária.

3. Ocorre que, após terem sido afastadas as acusações de favorecimento indevido à sociedade controladora (art. 245<sup>2</sup>), atuação em conflito de interesses (art. 156<sup>3</sup>) e exercício abusivo do poder de controle (art. 116, p.u.<sup>4</sup>), entendo ter remanescido controvérsia exclusivamente quanto ao erro ou ao acerto da decisão negocial. Tal controvérsia, entretanto, é estranha à verificação do desvio de finalidade de que trata o art. 154 da Lei nº 6.404/76, sendo necessário receber com distanciamento o longo escrutínio realizado sobre a correção do preço praticado na operação.

4. Com efeito, o mencionado art. 154, ao estabelecer que os administradores devem exercer suas atribuições para lograr os fins e no interesse da companhia, explícita de forma aparentemente singela um dos princípios fundamentais da lei societária, a prevalência do interesse da companhia. Em relação à atuação dos administradores, o dispositivo consagra, nesses termos, o interesse da companhia como pressuposto e, concomitantemente, um orientador de suas atividades<sup>5</sup>.

5. Tal princípio fundamental evidentemente não poderia passar ao largo das atividades de supervisão desta Comissão de Valores Mobiliários. Ao contrário, nos termos do artigo 11<sup>6</sup> da

---

<sup>2</sup> Art. 245. Os administradores não podem, em prejuízo da companhia, favorecer sociedade coligada, controladora ou controlada, cumprindo-lhes zelar para que as operações entre as sociedades, se houver, observem condições estritamente comutativas, ou com pagamento compensatório adequado; e respondem perante a companhia pelas perdas e danos resultantes de atos praticados com infração ao disposto neste artigo.

<sup>3</sup> Art. 156. É vedado ao administrador intervir em qualquer operação social em que tiver interesse conflitante com o da companhia, bem como na deliberação que a respeito tomarem os demais administradores, cumprindo-lhe cientificá-los do seu impedimento e fazer consignar, em ata de reunião do conselho de administração ou da diretoria, a natureza e extensão do seu interesse.

<sup>4</sup> Art. 116. Entende-se por acionista controlador a pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que: (...)

Parágrafo único. O acionista controlador deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, e tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender.

<sup>5</sup> “O interesse social e o cumprimento do objeto social limitam a liberdade e a discricionariedade do administrador, à medida que todos os atos, decisões e escolhas do administrador devem estar voltados primordialmente para o atendimento do objeto e do interesse social, embora deva ainda observar a função social da empresa e as exigências do bem público” (CAMPOS, Luiz Antonio Sampaio. Deveres e Responsabilidades. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Direito das Companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 1111-1112).

<sup>6</sup> Art. 11. A Comissão de Valores Mobiliários poderá impor aos infratores das normas desta Lei, da Lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (Lei de Sociedades por Ações), de suas resoluções e de outras normas legais cujo cumprimento lhe caiba fiscalizar as seguintes penalidades, isoladas ou cumulativamente: (Redação dada pela Lei nº 13.506, de 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

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

Lei nº 6.385/76 e do art. 1º, I, “c”, da Instrução CVM nº 491/2011<sup>7</sup>, compete-lhe a fiscalização dos atos dos administradores, caracterizando o desvio de conduta como infração de natureza grave.

6. Nesse mister, é necessário ter presente que a revisão do mérito de decisões negociais é tarefa especialmente árdua para o regulador do mercado de capitais, seja pela dificuldade de obter e avaliar todas as informações e circunstâncias presentes à época da decisão, seja pela absoluta subjetividade de que se reveste o juízo, em cada caso, quanto à aderência de determinada decisão ao interesse da companhia. Mais do que isso, deve o regulador conter-se e abster-se da tentação de substituir os administradores e realizar, *a posteriori*, julgamento de mérito sobre qual teria sido a melhor decisão para a companhia.

7. Em outras palavras, como sustenta o Diretor Carlos Rebello, “*a avaliação deve ser pautada por um juízo de racionalidade – e não de razoabilidade –, de modo a verificar se os fundamentos expostos pelos administradores para a decisão tomada conseguem justificar, racionalmente, as condições pactuadas. Nesse sentido, o juízo de racionalidade acerca das condições contratadas no âmbito das Aquisições não deve ser conduzido abstratamente, mas sim a partir das circunstâncias concretas e das particularidades relacionadas à negociação em análise*”.

8. Entendo, conforme jurisprudência desta Comissão<sup>8</sup>, que ao avaliar decisões negociais tomadas por administradores de companhias abertas, deve ser adotado o padrão de revisão da *business judgment rule* segundo a qual, ante a inexistência de pressupostos que demonstrem má-fé, fraude, interesse ou conflito do administrador, e ante a inexistência de qualquer falha procedimental no respectivo processo decisório, as decisões de um administrador devem, em princípio, ser consideradas regulares<sup>9</sup>. Isto é, tais decisões gozam da presunção de que foram tomadas buscando o melhor interesse social.

9. Sobre o tema, assim me manifestei no julgamento do PAS CVM nº RJ2014/6517, de 25 de junho de 2019:

---

<sup>7</sup> Art. 1º Consideram-se infração grave, ensejando a aplicação das penalidades previstas nos incisos III a VIII do art. 11 da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, as seguintes hipóteses:

I – descumprimento dos seguintes comandos da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976: (...)

c) art. 154, caput e §§ 1º e 2º;

<sup>8</sup> PAS CVM nº 03/02, Rel. Norma Jonssen Parente, j. em 12.02.2004; PAS CVM nº RJ2008/9574, Rel. Ana Novaes, j. em 27.11.2012; e PAS CVM nº RJ2005/1443, Rel. Pedro Oliva Marcilio, j. em 10.05.2006.

<sup>9</sup> Na mesma linha, é o voto do Diretor Gustavo Gonzalez no PAS CVM nº RJ2013/11703, de 05 de setembro de 2017, segundo o qual: “*Ao se aplicar a business judgment rule, restringe-se a esfera de atuação do julgador, a quem caberá analisar tão somente se o comportamento do administrador ao longo do processo decisório demonstra que ele atuou de maneira informada, refletida e desinteressada, ainda que, posteriormente, considerando os resultados obtidos, venha a se verificar que a decisão tomada não foi a mais benéfica para a 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

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

Tipicamente, a diligência de determinada conduta é examinada sob o aspecto negocial ou fiscalizatório. 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 companhia, 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.

10. No caso dos autos, tenho que a defesa logrou demonstrar a regularidade do comportamento dos administradores no processo decisório, que atuaram de forma desinteressada, refletida e informada. A operação em questão foi aprovada por unanimidade, com o voto afirmativo de 3 membros formalmente independentes, sem relação com os acionistas controladores da Gerdau S.A. Aliás, não foram apontadas razões para concluir que teriam incentivos para agir em benefício das Controladoras e em detrimento da Companhia<sup>10</sup>. Ao contrário, como assevera a defesa, além de sua independência, eles possuíam participações acionárias na Gerdau, a demonstrar sua exposição aos resultados da Companhia e, em consequência, o alinhamento de seus interesses econômicos.

11. Também o procedimento de deliberação e análise das Aquisições demonstra o cuidado com que o tema foi tratado pelo conselho de administração e, portanto, sugere que seus membros atuaram buscando o melhor interesse da Companhia. Nesse sentido, restou demonstrado que a aprovação da operação demandou inúmeras reuniões e discussões sobre suas alternativas e implicações.

12. A esse respeito, a defesa se reporta i) à cronologia dos eventos que culminaram na aprovação<sup>11</sup> da Aquisição Itaú, com referência a pelo menos 3 ocasiões de discussão com o conselho (25/06, 29/06 e na própria RCA de 13/07) e ii) às evidências de que o assunto vinha sendo periodicamente reportado e acompanhado pelos membros do conselho. Ainda mais importante, é o fato de que o aspecto controvertido da operação, a aquisição das Participações Itaú

---

<sup>10</sup> “É perfeitamente possível e, mesmo recomendável, que ele [juiz] exija mais provas para se convencer de que os administradores quebraram seus deveres fiduciários em determinadas hipóteses em que a presunção de que eles não o fariam é mais forte” (BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. A administração de Companhias e a Business Judgment Rule. São Paulo: Quartier Latin, 2017. p. 188). Também nesse sentido convém destacar manifestação de voto apresentada pelo então Diretor Marcos Pinto no julgamento do PAS RJ2007/4476, realizado em 12.3.2008. Naquela oportunidade, ao avaliar a acusação de infração ao art. 154 da Lei nº 6.404/76, o Diretor destacou que os elementos constantes dos autos não seriam suficientes para levantar dúvida acerca da intenção da administradora acusada e acrescentou que “a *business judgment rule* (...) também vale para os administradores independentes ou eleitos pelos acionistas minoritários. Digo mais: ela vale com mais força para eles”.

<sup>11</sup> Fls. 217/220.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

por valor muito superior àquele pago pelas Participações Arcelor, foi especificamente referido em apresentações realizadas ao conselho de administração<sup>12</sup>.

13. Por essas razões, que adiciono ao voto do Diretor Carlos Rebello, divirjo da Diretora Relatora Flávia Perlingeiro e também **voto** pela **absolvição** de Claudio Gerdau, André Gerdau, Richard Gerdau, Oscar Bernardes, Affonso Pastore e Expedito Luz da acusação de infração ao disposto no art. 154 da Lei nº 6.404/76.

14. Quanto às demais acusações, acompanho as conclusões expostas pela Relatora, bem como as penalidades por ela sugeridas em relação a André Pires e Harley Scardoelli.

É como voto.

Rio de Janeiro, 3 de dezembro de 2019.

**HENRIQUE BALDUINO MACHADO MOREIRA**  
DIRETOR

---

<sup>12</sup> Fls. 504/512 e 521/529.