



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº 05/2016

Reg. Col. nº 1404/2019

- Acusados:** Almir Guilherme Barbassa
Dilma Vana Rousseff
Fábio Colletti Barbosa
Francisco Roberto de Albuquerque
Guido Mantega
Guilherme de Oliveira Estrella
Ildo Luís Sauer
Jorge Gerdau Johannpeter
Jorge Luiz Zelada
José Sérgio Gabrielli de Azevedo
Luciano Galvão Coutinho
Maria das Graças Silva Foster
Nestor Cuñat Cerveró
Paulo Roberto Costa
Renato de Souza Duque
Sergio Franklin Quintella
Silas Rondeau Cavalcante Silva
- Assunto:** Apurar possível inobservância de deveres fiduciários de administradores da Petrobras na construção da Refinaria Abreu e Lima. Infração aos artigos 153, 154, §2º, “c”, 155, e 163, I, da Lei nº 6.404/1976.
- Diretor Relator:** Henrique Machado

MANIFESTAÇÃO COMPLEMENTAR DE VOTO

1. Iniciado o julgamento do processo em 24 de agosto de 2020, proferi voto pela condenação dos diretores da Petrobras por terem faltado com o dever de diligência na aprovação do PAR¹ e da passagem à fase IV do projeto da RNEST, em razão do comportamento por eles adotado em cada uma destas deliberações, o qual se demonstrou, conforme razões consignadas em meu voto, divorciado dos padrões de diligência esperados às circunstâncias.

¹ As abreviaturas aqui utilizadas seguem o mesmo padrão adotado na elaboração do relatório e 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
www.cvm.gov.br

2. Na mesma linha, firmei convicção pela condenação do conselho de administração da Petrobras por falta de diligência no exame da aprovação pela diretoria da passagem à fase IV e na supervisão dos controles internos da Companhia, pois os conselheiros têm o dever de intervir nas operações sociais sempre que for necessário, respeitando os limites de sua competência.
3. Propus também a condenação dos diretores Paulo Roberto Costa e Renato Duque por terem aprovado etapas do projeto RNEST em troca de vantagens indevidas, em flagrante violação ao dever de lealdade.
4. Por fim, requeri a absolvição da diretora-presidente Graça Foster da acusação de desvio de poder formulada contra ela porquanto os elementos de prova se mostraram insuficientes para demonstrar que ela obstaculizou a investigação interna da Petrobras para satisfazer interesse pessoal, em detrimento dos interesses da Companhia.
5. Com o retorno do processo à pauta, após a devolução de vista do Diretor Gustavo Gonzalez e a manifestação de voto proferida pela Diretora Flávia Perlingeiro, e considerando a relevância deste julgamento como precedente desta Comissão, tenho como oportuno realizar algumas considerações a propósito de alguns dos novos argumentos sufragados pelos votos divergentes.
6. Registro que o faço com o firme propósito de ampliar o debate de elevado espírito público que historicamente esta Comissão promove sobre o assunto, cujo confronto de ideias é necessário para a melhoria do ambiente regulatório e, por consequência, para a evolução e a higidez do mercado de capitais brasileiro.
7. A reflexão principal que gostaria de provocar refere-se à utilização da regra da decisão negocial (“*business judgment rule*”) para afastar a aplicação cogente do rigoroso sistema de deveres fiduciários imposto ao administrador das companhias abertas. Ao enunciar minuciosamente tais deveres, o legislador buscou coibir e dissuadir comportamentos indesejados que pudessem causar prejuízos à coletividade social dada a importância das companhias para o desenvolvimento econômico e a responsabilidade dos administradores na gestão de recursos de terceiros advindos da poupança popular.
8. Assim, compete a esta Comissão debater o uso da regra da decisão negocial em harmonia com os deveres fiduciários estabelecidos em lei, especialmente o dever de diligência, de sorte a equilibrar o exercício do poder gerencial e a prevenção de abusos, sob pena de enfraquecer, em sede de julgamento, o sistema dos deveres fiduciários, em prejuízo do próprio regime jurídico aplicável às sociedades anônimas.
9. Com efeito, ao longo da evolução do entendimento doutrinário e jurisprudencial desta comissão, consagrou-se adequadamente o entendimento de que a análise da aderência de determinada conduta ao padrão de diligência previsto em lei



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

deve ser feita com foco no aspecto procedimental. Em apertada síntese, o que deve ser objeto de exame para aferir o cumprimento do dever de diligência é a forma segundo a qual o administrador se desincumbe de suas atribuições e não o resultado final de suas decisões², porquanto este está sujeito a diversas circunstâncias fora do controle do administrador.

10. Não seria mesmo possível admitir outra interpretação, uma vez que esta é a única que se coaduna com a natureza do dever de diligência. A aferição do cumprimento desse dever requer a verificação, em cada caso concreto, do emprego pelo administrador de esforços necessários e proporcionais para o alcance de determinado resultado. Eventual resultado insatisfatório não demonstra, portanto, falta de diligência.

11. Antes de prosseguir, assevero que não tenho a intenção de minimizar ou mesmo retirar a importância da *business judgment rule* como standard de revisão ou regra para enquadrar as hipóteses em que administradores responderão pessoalmente pelos prejuízos que causarem à sociedade anônima. Ela auxilia a compreensão de que a obrigação de um administrador é empreender os melhores esforços possíveis em sua atividade, de modo a buscar o melhor resultado possível para a companhia, e evita que administradores sejam coagidos a adotar posturas excessivamente conservadoras, em prejuízo do interesse social.

12. Diante da liberdade e discricionariedade que os administradores têm para gerir os negócios sociais, ainda que uma decisão possa causar prejuízo, tal adversidade, por si só, não caracterizará o inadimplemento de sua obrigação desde que o administrador tenha sido diligente no procedimento adotado para a perseguição do melhor interesse da companhia.

13. No entanto, diversas são as críticas relacionadas à formulação da *business judgment rule*, sua recepção pela Lei nº 6.404/76 e a sua correta aplicação pela CVM.

14. A doutrina discute a *business judgment rule* expondo que a sua aplicação é cercada de controvérsia em Delaware, onde existe bastante descontentamento quanto ao tratamento leniente conferido pelas cortes de justiça de Delaware aos administradores, sem mencionar as incertezas quanto à extensão da regra a diretores³. Do mesmo modo,

² Sobre o tema: 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; GONZALEZ, Jesus Quijano. La responsabilidad civil de los administradores de la sociedad anonima: aspectos sustantivos. Universidad de Valladolid, Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Salamanca, 1985, pp. 186/187.

³ “Cumpre refletir ainda, sobre a medida em que os contornos assumidos pela *business judgment rule* nos Estados Unidos devem modular a responsabilidade dos administradores no direito brasileiro. Por óbvio, a lei acionária brasileira não exige que seja aqui aplicada a regra da decisão empresarial nos moldes da atual jurisprudência de Delaware – embora, evidentemente, tampouco impeça que seja ela (ou qualquer outra) utilizada como fonte de inspiração. Há, com efeito, poucos traços mais característicos da cultura



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

há críticas quanto à concepção da regra da decisão negocial como padrão de revisão de conduta dos administradores de companhias⁴.

15. No que se refere à aplicação da regra da decisão negocial pela CVM, importante destacar o debate havido sobre o assunto no âmbito do Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (“CRSFN”). No julgamento do recurso nº 10372.000141/2016-23, de 21 de agosto de 2018, o CRSFN convolou o arquivamento de uma acusação da CVM em multa justamente porque o fundamento da absolvição pelo descumprimento do dever de diligência amparou-se, equivocadamente, na regra da decisão negocial. Cabe, por oportuno, trazer à colação trechos do voto condutor do Conselheiro Relator Carlos Portugal Gouvêa:

Para afastar a violação do dever de diligência pelo acusado, a CVM pautou-se, resumidamente, nos 3 (três) parâmetros que, de acordo com a jurisprudência anterior da própria CVM, comporiam a regra de deferência à decisão negocial importada do direito estrangeiro, quais sejam, que para que a decisão seja conservada e o administrador não seja responsabilizado, deve ser tomada de forma (i) informada, (ii) desinteressada e (iii) refletida. [...]

No entanto, o estudo do conceito originário da *business judgment rule* como surgiu no direito estadunidense, particularmente na jurisprudência do Estado de Delaware, demonstrará claramente o equívoco da presente decisão, pois tal conceito é aplicado no direito

jurídica nacional do que a propensão ao recurso seletivo às soluções de direito estrangeiro. Contudo, importante razões de ordem jurídica, política e econômica aconselham cautela no transplante de soluções jurídicas consolidadas no contexto norte-americano. De um lado, há considerável margem para dúvidas sobre a eficiência do atual regime de responsabilidade civil dos administradores daquele país. Isso porque a jurisprudência societária de Delaware é sabidamente influenciada pelos interesses desse estado em atrair o maior número possível de companhias a fim de incrementar a sua arrecadação. Vigora nos Estados Unidos, como se sabe, um sistema de ‘competição regulatória’ em matéria societária, pois é lícito às companhias escolher livremente o seu estado de constituição e, por conseguinte, o sistema de direito societário aplicável. Embora o regime jurídico de Delaware, decorrente dessa dinâmica, seja mais favorável aos interesses dos acionistas do que o de outros estados, é nítida a sua preocupação em não desagradar demasiadamente os administradores – os quais, afinal, são responsáveis por propor o registro ou a migração para Delaware (assim também determinando, em última análise, a magnitude de suas receitas tributárias)”. Pargendler, Mariana. Responsabilidade Civil dos Administradores e *Business Judgment Rule* no Direito Brasileiro. *Revista dos Tribunais*, v. 953, 2015, p. 53.

⁴ “De uma forma ou de outra, a concepção da regra como um *standard of review* não escapa de críticas. Lori McMillan, usando como exemplo de aplicação dessa visão o caso *Omnicare, Inc. v. NCS Healthcare*, destaca que essa teoria cria duas infelicidades: (i) administradores que atuarem de boa-fé podem utilizar a *business judgment rule* como um escudo contra sua responsabilização pessoal; e (ii) a regra parece apenas rebaixar a régua de responsabilização da mera negligência para um padrão menor, como a negligência grave. O professor Stephen Bainbridge se junta aos críticos e afirma que enxergar a *business judgment rule* como um padrão de revisão faria com que a intervenção judicial deixasse de ser exceção para se tornar a regra. Seria, como ele diz, colocar a carroça na frente do cavalo, pois, caso se admita tal concepção, os juízes, em primeiro lugar, procurarão quebras nos deveres fiduciários para somente depois se absterem de avaliar a decisão tomada”. BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. *A Administração de Companhias e a Business Judgment Rule*. São Paulo: Quartier Latin, 2017. p. 86 e 87.



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

comparado de forma muito mais restritiva do que passou a ser aplicada pela CVM.

Inicialmente, a utilização do conceito da *business judgment rule* no caso presente pela CVM foi feita de forma fracionada, incidindo no primeiro problema mencionado acima. Digo fracionado, pois desconexo do resto do sistema de deveres fiduciários, conforme aplicado pelo direito societário estadunidense. **Em essência, a aplicação da *business judgment rule* pressupõe que os deveres fiduciários de diligência (*duty of care*) e lealdade (*duty of loyalty*) tenham sido observados.** [...]

Outro ponto relevante é que na jurisprudência estadunidense não se identifica a cisão trazida na jurisprudência da CVM entre decisão “informada” e “refletida”, na medida em que a reflexão que precede a decisão é subsumida no conceito de “informed decision”. **Uma interpretação adequada da língua inglesa nos faria necessariamente concluir que o que os juízes do Estado de Delaware buscaram dizer não foi apenas que a decisão deveria ser tomada com base em informações suficientes, mas que a decisão deveria ser tomada de forma também refletida e justificada. Tal critério é demonstrado tanto pela existência de prova de que os administradores tinham informações, quanto de que deliberaram adequadamente sobre a questão.**

Uma análise mais detalhada da jurisprudência estadunidense nos levaria a reconhecer tal sentido amplo do conceito de “*informed decision*”. De acordo com as cortes do Estado de Delaware, uma decisão será informada se for tomada com base em todos os fatos relevantes e disponíveis, no âmbito de um processo decisório cuidadoso e a extensão das informações necessárias é aquela que o administrador “racionalmente acredita ser apropriado naquelas circunstâncias”. Ou seja, não é apenas a informação, mas a própria interpretação da informação que é relevante. Logicamente se espera que, de um processo decisório em que o administrador se muniu de todas as informações relevantes e disponíveis, decorra uma decisão refletida. [...]

16. Como bem ressaltado no mencionado voto, a aplicação da regra negocial decorre do cumprimento dos deveres fiduciários e, não, o inverso. Do contrário, a *business judgment rule* afastaria a capacidade de avaliar o efetivo cumprimento pelos administradores dos deveres fiduciários estabelecidos na Lei nº 6.404/76.

17. A par disso, entendo, conforme jurisprudência desta Comissão⁵, que ao avaliar decisões negociais tomadas por administradores de companhias abertas, deve ser adotada, nos seus estritos limites, a presunção relativa contida na *business judgment rule* de que, ante a inexistência de fatos que demonstrem má fé, fraude, ou conflito de

⁵ 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.



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

interesses 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. **Isto é, tais decisões gozam da presunção relativa de que foram tomadas buscando o melhor interesse social.**

18. No caso dos autos, as provas demonstram inequivocamente que a decisão tomada pelos administradores da Petrobras, injustificadamente, não observou a Sistemática Corporativa, procedimento estabelecido para amparar o processo de tomada de decisão relativamente a projetos de investimentos. Restou sobejamente comprovada a falha procedimental no processo decisório estabelecido para a aprovação do PAR e para a aprovação da passagem à fase IV do projeto RNEST.

19. Além disso, havia diversos sinais de alerta a respeito da inviabilidade econômica do projeto e da pretensa parceria a ser firmada pela Petrobras com a PDVSA, assim como diversas recomendações e sugestões técnicas consignadas em pareceres técnicos. Tudo isso devidamente evidenciado nos autos é prova suficiente para demonstrar a irregularidade do comportamento dos administradores no processo decisório de aprovação do projeto RNEST.

20. No caso da aprovação da passagem à fase IV do projeto, não pode deixar de ser considerado que o assunto havia sido submetido à Diretoria em 03.09.2009 e não foi aprovado não porque havia necessidade de ajustes, mas pelo incontestável fato de que o projeto apresentava um VPL negativo em US\$3,067 bilhões e, em função disso, não poderia ser aprovado.

21. Daí a determinação, ressaltada pela Diretora Flávia Perlingeiro, de “*que várias ações fossem tomadas a fim de melhorar os indicadores econômicos do projeto*”, o que efetivamente foi feito e levado novamente à Diretoria Executiva em 25.11.2009. Ocorre que, tais ações, que elevaram o VPL do empreendimento para um valor marginalmente positivo de US\$0,076 bilhão, em uma análise expedita chegam a atrair o juízo de racionalidade, exposto pelo Diretor Gustavo Gonzalez.

22. Com efeito, não me parece haver qualquer base racional na consideração pela administração, como condição de aprovação do projeto, do valor de mercado que seria perdido para terceiros, em caso de não construção do empreendimento, elemento que contribuiu com US\$0,722 bilhão para o novo VPL. No mesmo sentido, outros condicionantes acrescentados à nova análise, sugerem uma tentativa artificial de fazer com que o VPL do empreendimento “virasse” para um valor positivo, como as desonerações tributárias, inclusão da perpetuidade nos fluxos de caixa futuros e o aumento do Fator de Utilização da refinaria para 96%⁶.

⁶ Conforme informações disponíveis na imprensa, o Fator de Utilização das refinarias da Petrobras alcançou uma média de 83% entre julho e setembro, alta em comparação com os 70% do segundo



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

23. Aprovar um projeto com esses condicionantes, com a devida vênia à bem elaborada argumentação do Diretor Gustavo Gonzalez, não passa por assumir conscientemente riscos empresariais, mas, sim, configura uma completa desconsideração dos flagrantes *red flags* indicando a inviabilidade do projeto

24. Diante de tantos elementos probatórios da culpa grave dos administradores da Petrobras, não deveria prevalecer, de acordo com a ampla jurisprudência desta Comissão, a presunção relativa conferida pela regra de decisão negocial de que aquelas decisões teriam sido tomadas no melhor interesse da Petrobras, pois a infração aos normativos internos da Petrobras e o descuido diante dos diversos sinais de alerta levantam fundadas dúvidas quanto à lisura e boa-fé da decisão tomada pelos administradores.

25. Assim, o emprego da *business judgment rule* para eximir a responsabilidade dos administradores em casos como o presente processo padece de, ao menos, dois problemas. Primeiro, afasta-se dos precedentes da Autarquia sobre o tema, alargando sobremaneira a extensão da regra da decisão negocial, motivo que já foi objeto de reforma pelo órgão recursal. Segundo, reduz, sem aparente fundamento, a rigidez do cumprimento do dever de diligência estabelecida pela lei das sociedades anônimas.

26. A regra deve ser utilizada com os devidos cuidados, de maneira muito mais restritiva, de modo a não responsabilizar o administrador que, mesmo de boa-fé, sem interesse ou conflito, **e ante a inexistência de qualquer falha procedimental no respectivo processo decisório,** ainda assim, toma decisão que causa prejuízo à companhia, conforme destaca a doutrina sobre o assunto⁷:

Ao cabo, a presunção constitui imposição do ônus da prova a quem contesta a decisão negocial. **Enquanto não houver indicativos de que a conduta do administrador se incumbiu de má-fé, falta de diligência ou desrespeito aos interesses sociais, tanto ele quanto a sua decisão manter-se-ão intactos e protegidos pela business judgment rule.** Em outras palavras, o administrador não será responsável e a decisão não será substituída ou invalidada. **Contudo, se o autor demonstrar que algum desses vícios está presente na atuação do réu, a presunção cai.**

[...] Nas situações em que a presunção é derrubada, o ônus da prova é transferido para os administradores réus, que deverão provar que a operação se deu de maneira totalmente justa aos interesses da companhia e de seus acionistas.

trimestre. No terceiro trimestre de 2019, o fator de utilização médio foi de 80%. Fonte: <https://valor.globo.com/empresas/noticia/2020/10/29/petrobras-refinarias-operam-com-utilizacao-acima-de-80percent-diz-ceo.ghtml>, acesso em 3.11.2020.

⁷ BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. A Administração de Companhias e a Business Judgment Rule. São Paulo: Quartier Latin, 2017. p. 91.



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

27. Assim, diante da falha no processo de tomada de decisão, emerge a necessidade de o administrador demonstrar que, apesar disso, ele ainda assim estaria perseguindo o melhor interesse da companhia. Em outras palavras, incumbia aos Acusados demonstrar que tinham boas razões técnicas para descumprirem as regras de governança corporativa e para ignorarem os sinais de alerta contidos nos pareceres. Neste contexto, tornava-se imperiosa a evidenciação de que a decisão foi tomada, a despeito de tudo isso, em consonância com o padrão de diligência exigido pela Lei nº 6.404/1976.

28. No caso vertente, resta incontroverso que os Acusados foram informados que atuavam em desconformidade com a Sistemática Corporativa e que foram informados por diversas áreas da Petrobras dos riscos da decisão de investimento. É de todo razoável pressupor que alertas dessa magnitude causaram reflexão por parte dos administradores e que eles até devem ter discutido o problema nas reuniões, como asseveram as defesas. Entretanto, diante da natureza estratégica do investimento e dos valores bilionários envolvidos, assim como da percuciência dos alertas técnicos, a tomada de decisão deveria ter sido justificada. Ocorre, contudo, que inexistem nos autos qualquer registro das discussões que alegam ter tido e, ainda mais grave, não há evidência de mínimas justificativas para as decisões tomadas.

29. Perceba-se, por evidente, que num contexto como o dos autos apenas uma justificativa válida da decisão permitiria avaliar a existência de “má-fé, fraude e desinteresse”. E, se assim tivesse ocorrido, independentemente do resultado do investimento, a adequação do procedimento formal de decisão teria atraído a presunção de que trata a *business judgment rule*.

30. Para além da prática ordinária das companhias e da permissão de registro sumário das decisões, a ideia de que decisões estratégicas e patrimonialmente relevantes de uma companhia possam contrariar os normativos internos e desconsiderar os riscos apontados por pareceres técnicos sem qualquer justificativa subverte a regra de decisão negocial. Mais do que isso, se traduzida em entendimento dominante, tais normativos e pareceres correm o risco de se tornarem atos pró-forma destinados ao cumprimento estéril de um procedimento burocrático voltado a proteger administradores contra a revisão administrativa e judicial de suas decisões, sempre que contrariarem a ambição legítima ou não da administração.

31. O quadro é ainda mais alarmante em se tratando de uma sociedade de economia mista, com controle acionário concentrado e ingerência estatal nos negócios privados. A Companhia, ainda que sujeita a regime jurídico híbrido, possui deveres de transparência, motivação e prestação de contas que restaram bastante olvidados no presente caso.



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

32. Nesse ponto é impossível não lembrar do mencionado voto do Justice Oliver Wendell Holmes, que, também vencido, assim consignou:

“Great cases like hard cases make bad law. For great cases are called great, not by reason of their importance in shaping the law of the future, but because of some accident of immediate overwhelming interest which appeals to the feelings and distorts the judgment. These immediate interest exercise a kind of hydraulic pressure which makes what previously was clear seem doubtful, and before which even well settled principles of law will bend.”⁸

33. No caso vertente, os administradores aprovaram etapas do projeto RNEST apoiados em documentação que trazia informações que retiravam a credibilidade das premissas aprovadas. Deve-se reconhecer, neste particular, o menor grau de confiança de uma decisão respaldada em documentos divergentes, o que exige maior cuidado dos administradores para justificar a decisão. Reitero, em linha com o Voto que proferi, que a mera ata da reunião informando que determinado assunto foi aprovado, sem expor a razão pela qual tal decisão se deu contrariamente aos documentos técnicos que a suportava, não pode ser suficiente para provar a diligência dos Acusados.

34. Aliás, o fato de a ata ser lavrada sob a forma de sumário, como permitido pela legislação societária, não impossibilita que seja consignada a justificativa da decisão, tampouco obsta que outros documentos possam espelhar as discussões havidas sobre o assunto. Não posso deixar de mencionar que no julgamento do PAS CVM nº 2015/10667⁹, de minha relatoria, o acusado foi absolvido exatamente porque havia farta documentação a respeito dos debates e reflexões ocorridos no âmbito da diretoria, do conselho de administração e do conselho fiscal da Petrobras. Naquela oportunidade, o teor das discussões foi registrado pelos órgãos sociais da Petrobras e devidamente trazido aos autos pela defesa, o que foi preponderante para firmar minha convicção pela absolvição do acusado.

35. A exigência da formalização das decisões de companhias abertas e a impossibilidade de se considerar uma decisão refletida tendo por base alegações não comprovadas pelas defesas não é nenhuma inovação nesta CVM, tendo sido inclusive objeto de registro pelo Presidente Marcelo Barbosa¹⁰, que assim se posicionou sobre o tema:

⁸ Northern Securities Co. v. United States, 193 U.S. 197, 400-411 (1904).

⁹ Julgado em 07.02.2017.

¹⁰ PAS SEI nº 19957.005981/2016-86, j. em 19.11.2019.



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

Antes de concluir, considero importante ressaltar, inclusive para reiterar orientação que aproveita a todos os administradores de companhias abertas, que, justamente porque a análise do cumprimento do dever de diligência recai sobre o processo que levou os administradores a tomarem determinada decisão, é parte deste dever que tais agentes demonstrem que efetivamente atenderam aos cuidados que deles se espera.

É salutar, portanto, que a administração das companhias abertas tenha por política a manutenção de registros suficientes para que se possa evidenciar as tratativas havidas a respeito de temas relevantes bem como os participantes envolvidos, **com a minúcia suficiente para que se permita compreender a evolução dessas discussões, providências consideradas e requeridas, justificativas apresentadas**, dentre outros elementos que permitam à própria companhia e, conforme o caso, a terceiros, averiguar a aderência das práticas de gestão e mesmo a aderência das condutas às exigências legais.

Não ignoro, por óbvio, que diversas informações constantes de discussões havidas no âmbito de órgãos de administração apresentam elevado grau de sensibilidade. Portanto, a preocupação externada no parágrafo anterior deve ser entendida com a devida dose de bom senso, de forma que os registros que venham a ser feitos sejam apenas aqueles razoáveis, observado um juízo de necessidade e conveniência. **No caso sob discussão, temos um exemplo claro de situação em que a insuficiência dos registros dificulta sobremaneira as defesas dos acusados, dentre outras consequências negativas.**

Ademais, **considero que os esforços empreendidos pelos acusados poderiam ter sido maiores quanto à formalização daquilo que alegaram ter considerado para a formação de sua convicção. A este propósito, chamo atenção para os argumentos apresentados pelas defesas de que a deliberação foi refletida, pois foi objeto de avaliação por cerca de um ano; que as negociações que a Companhia travava à época com seus credores no âmbito de sua recuperação judicial foram fundamentais para a decisão tomada; assim como que a alternativa de submeter o conflito à arbitragem foi desconsiderada em razão dos custos envolvidos.**

Esses aspectos claramente poderiam ter conferido maior respaldo à higidez do processo decisório, mas não há nos autos qualquer documento que demonstre que de fato foram levados em conta pelos administradores, razão pela qual não entendo ser possível considerá-los na avaliação da conduta dos acusados. No primeiro caso, por exemplo, desde a eleição dos conselheiros independentes até a efetiva deliberação em 17.11.2014, há um único registro das discussões que tiveram sobre o tema, em 30.04.2014, sem que fosse possível examinar se, após essa data, o assunto teria sido objeto de novas discussões.



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

Com relação aos dois últimos argumentos, tampouco consta, dos documentos que subsidiaram e documentaram a deliberação de 17.11.2014, que a conduta dos credores no curso da recuperação judicial, bem como os custos envolvidos no procedimento arbitral foram avaliados e considerados pelos administradores em seu processo de tomada de decisão.

36. Aliás, como claramente se observa, não se trata de inversão do ônus da prova, mas de sua correta distribuição no âmbito do processo, dado que cabe, de um lado, à acusação provar os fatos constitutivos da pretensão punitiva (materialidade e autoria), atribuição que, como visto, a Acusação se desincumbiu; e, de outro, à defesa, a prova quanto aos eventuais fatos que possam comprovar a ausência de culpa nas condutas apontadas irregulares, o que os Acusados não lograram demonstrar.

37. Diante da presente Acusação, pode-se afirmar que a alegação de inversão do ônus de prova em razão da necessidade de os Acusados comprovarem o quanto alegam é, no mínimo, incoerente com o sistema jurídico e contrária aos precedentes desta Comissão e às provas constantes do presente processo.

Termos que integram as razões do meu Voto.

Rio de Janeiro, 03 de novembro de 2020.

HENRIQUE BALDUINO MACHADO MOREIRA

DIRETOR RELATOR