



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 Q02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP 70712-900 – Brasil – Tel: (61) 3327-2030/2031
www.gov.br/cvm

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº RJ2018/7872

(Processo CVM SEI nº 19957.010505/2018-49)

Reg. Col. 1455/19

Acusados: Alexandre Silveira Dias
Arnaldo Curiati
Cláudio Chonchol Bahbout
José Seripieri Filho
Nilton Molina
Raul Rosenthal Ladeira de Matos
Wilson Olivieri

Assunto: Apurar eventual responsabilidade de administradores por infrações ao art. 152, *caput*; art. 154, *caput*; e art. 156, §1º, da Lei nº 6.404/1976

Relatora: Diretora Flávia Perlingeiro

Voto: Diretor Alexandre Costa Rangel

Manifestação de Voto

I. Introdução

1. Neste Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2018/7872 (“Processo”)¹, a Superintendência de Relações com Empresas (“SEP” ou “Área Técnica”) formulou termo de acusação² (“Acusação”) em face das seguintes pessoas:

(i) Alexandre Silveira Dias (“Alexandre Dias”), Arnaldo Curiati (“Arnaldo Curiati”),

¹ Os termos iniciados em letra maiúscula utilizados neste voto, que não estiverem aqui definidos, têm o significado que lhes foi atribuído no relatório da Diretora Relatora (“Relatório”).

² Docs. SEI 0640252 e 0659008.



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 Q02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP 70712-900 – Brasil – Tel: (61) 3327-2030/2031
www.gov.br/cvm

Cláudio Chonchol Bahbout (“Cláudio Bahbout”), Nilton Molina (“Nilton Molina”), Raul Rosenthal Ladeira de Matos (“Raul Rosenthal”) e Wilson Olivieri (“Wilson Olivieri”), na qualidade de membros do conselho de administração da Qualicorp Consultoria e Corretora de Seguros S.A. (“Companhia”), em violação ao (a) art. 154, *caput*, da Lei nº 6.404/1976³, por terem aprovado a celebração do Contrato em condições não equitativas, “*representando benefício a José Seripieri em desfavor da Qualicorp*”; e (b) art. 152, *caput*⁴; c/c art. 154, *caput*, da Lei nº 6.404/1976, por terem aprovado o Contrato prevendo o pagamento de benefício financeiro superior ao montante global de remuneração dos administradores aprovado na AGO de 27.04.2018; e

- (ii) José Seripieri Filho (“José Seripieri” e, quando em conjunto com os membros do conselho de administração, “Acusados” ou “Defendentes”), por infração ao art. 156, §1º, da Lei nº 6.404/1976⁵, por ter celebrado o Contrato, em condições não equitativas, em desfavor da Companhia.

2. Acompanho a conclusão da Diretora Relatora pela absolvição dos Defendentes⁶ e concordo com os fundamentos utilizados para afastar (i) as alegações preliminares⁷; (ii) a imputação formulada pela Área Técnica, em face dos membros do conselho de administração da Companhia, de violação ao art. 152, *caput*; c/c art. 154, *caput*, da Lei nº 6.404/1976⁸; e (iii) a

³ “Art. 154. O administrador deve exercer as atribuições que a lei e o estatuto lhe conferem para lograr os fins e no interesse da companhia, satisfeitas as exigências do bem público e da função social da empresa.”

⁴ “Art. 152. A assembleia-geral fixará o montante global ou individual da remuneração dos administradores, inclusive benefícios de qualquer natureza e verbas de representação, tendo em conta suas responsabilidades, o tempo dedicado às suas funções, sua competência e reputação profissional e o valor dos seus serviços no mercado.”

⁵ “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 o dever de informar o seu impedimento e fazer consignar, em ata de reunião do conselho de administração ou da diretoria, a natureza e extensão do seu interesse. § 1º Ainda que observado o disposto neste artigo, o administrador somente pode contratar com a companhia em condições razoáveis ou equitativas, idênticas às que prevalecem no mercado ou em que a companhia contrataria com terceiros. § 2º O negócio contratado com infração do disposto no § 1º é anulável, e o administrador interessado será obrigado a transferir para a companhia as vantagens que dele tiver auferido.” (grifos meus).

⁶ Parágrafo 153 do voto da Diretora Relatora.

⁷ Parágrafos 6 a 19 do voto da Diretora Relatora, que tratam das alegações dos Defendentes de inépcia da Acusação, *non bis in idem*, perda de objeto e ausência de justa causa.

⁸ Parágrafos 141 a 152 do voto da Diretora Relatora.



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 Q02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP 70712-900 – Brasil – Tel: (61) 3327-2030/2031
www.gov.br/cvm

acusação apresentada em face de José Seripieri por infração ao art. 156, §1º, da Lei nº 6.404/1976.

3. Minha divergência restringe-se aos fundamentos adotados pela Diretora Relatora para justificar as absolvições dos membros do conselho de administração da acusação de violação ao art. 154, *caput*, da Lei nº 6.404/1976, em virtude da aprovação do Contrato em supostas condições não equitativas.

4. Nada obstante, ao final, tecerei breves considerações complementares acerca de peculiaridades que vislumbro importantes sobre a acusação de violação ao art. 156, §1º, da Lei nº 6.404/1976, formulada em face de José Seripieri.

5. É o que passo a expor a seguir.

II. Mérito

6. Divido esta seção do mérito em duas partes:

(i) na primeira, compartilho considerações sobre os requisitos necessários para que, de acordo com o arcabouço legal brasileiro, as tomadas de decisão não ensejem responsabilizações dos administradores, ressaltando a importância de que o regime de proteção das decisões negociais continue a ser aplicável também no contexto de acusações que digam respeito a eventual descumprimento do art. 154, *caput*, da Lei nº 6.404/1976; e

(ii) na segunda, referente ao art. 156, §1º, da Lei nº 6.404/1976, apresento observações adicionais acerca da acusação de violação ao comando em questão, explicando meu entendimento sobre a forma como o dispositivo deve ser interpretado quando o administrador se declara impedido e não participa da deliberação pela Companhia.

A aplicação das regras de proteção de decisão comercial a acusações de violação ao art. 154, caput, da Lei nº 6.404/1976; business judgment rule; e as possibilidades de responsabilização de administradores

7. Como explicado com maior profundidade abaixo, esta minha divergência está amparada na Lei nº 6.404/1976, no histórico de manifestações que têm prevalecido em julgamentos pelo



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 Q02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP 70712-900 – Brasil – Tel: (61) 3327-2030/2031
www.gov.br/cvm

Colegiado⁹⁻¹⁰⁻¹¹, bem como em jurisprudência e doutrina, nacionais e estrangeiras¹², que

⁹ No PAS CVM n° RJ2016/5733, julgado em 03.12.2019, Diretora Relatora Flávia Perlingeiro (Caso Gerdau), prevaleceu a aplicação do *business judgment rule*, especificamente com relação à acusação de violação ao art. 154, *caput*, da Lei n° 6.404/1976. Segundo o Diretor Carlos Rebello, “reitero o cuidado que se impõe na revisão de decisões negociais, não somente em reconhecimento às limitações do julgador em matéria de gestão social, como também em razão dos efeitos negativos que podem decorrer da imposição de um regime de responsabilização especialmente gravoso ao administrador que, de boa fé e agindo no interesse social, comete erros. Toda a lógica que orientou a jurisprudência norte americana a respeito dos padrões de revisão a serem adotados no exame da conduta dos administradores – fonte importante de orientação em discussões sobre o tema – busca prestigiar a discricionariedade dos administradores que, atuando nos limites da lei e do estatuto social, assumem riscos em busca do melhor interesse social e, ao fazê-lo, estão, inclusive, sujeitos às incertezas do negócio”. No mesmo sentido, nas palavras do Diretor Henrique Machado, “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 diante da inexistência de qualquer falha procedimental no respectivo processo decisório, as decisões de um administrador devem, em princípio, ser consideradas regulares. Por essas razões, acompanhou o voto do Diretor Carlos Rebello de absolvição dos membros do conselho de administração da Gerdau, da acusação de infração ao art. 154 da Lei n° 6.404/76”.

¹⁰ No PAS CVM n° RJ2013/11703, julgado em 31.07.2018, Diretor Relator Gustavo Borba (Caso HRT), o Diretor Gustavo Gonzalez pontuou que “[j]á o artigo 154 exige que o administrador adote não “apenas uma conduta formalmente de acordo com os preceitos da LSA, mas, sim, materialmente em linha com os seus preceitos”. Por tal motivo, o exame de desvio de poder não se esgota em uma análise acerca da independência e do interesse do administrador. Com efeito, para que o artigo 154 cumpra com a sua finalidade, a revisão em casos de suspeita de desvio requer um olhar diferente e uma consulta mais abrangente, que busque apurar se atos praticados pelos administradores, ainda que formalmente corretos, buscavam de fato atingir fins ilegais, contrários à ordem pública ou aos interesses da companhia. Essa abrangência deve, contudo, ser delimitada com temperança, sob pena de se transformar uma obrigação de meio em uma de resultado. O caput do artigo 154 não dá ao julgador um poder indiscriminado para rever as decisões dos administradores. Em especial, não autoriza sindicância se a decisão tomada era a “melhor” ou mesmo a “mais adequada” dentre as possíveis. O exame acerca do exercício desviado do poder-função atribuído aos administradores não constitui, destarte, um juízo de razoabilidade ou de adequação. O que se exige é um exame das justificativas apresentadas para aquela decisão e de eventuais indícios de que o administrador exerceu os poderes que lhe foram atribuídos em função para satisfazer interesses outros que não os da companhia. (...) É fácil perceber a importância que a prova indiciária (que não se confunde com indícios isolados) tem em casos que buscam apurar o desvio de poder, dado a natureza insidiosa do ilícito. Cretella Jr. assinala, contudo, que os indícios devem ser manejados com cautela, resguardando as medidas administrativas de “abusos que, a qualquer pretexto, poderiam verificar-se por parte dos administrados ou de terceiros interessados. Do contrário, todos os atos editados pelos agentes administrativos correriam o risco de serem impugnados por espírito de chicana política”. Com essa ressalva, Cretella Jr. destaca, a partir das experiências francesa e italiana, os principais sintomas (ou indícios) do desvio de poder no direito administrativo, dentre os quais destaco, como exemplos: (i) contradição do ato com atos posteriores ou anteriores; (ii) motivação exagerada, contraditória ou insuficiente; (iii) alteração dos fatos; (iv) ilogicidade manifesta; (v) disparidade de tratamento; e (vi) precipitação com que o ato foi editado. Feitas as adaptações necessárias, parece-me que tais indícios podem também ser utilizados no âmbito do direito societário.” (grifos meus).

¹¹ No PAS CVM n° RJ2007/4476, julgado em 12.03.2008, Diretor Relator Eli Loria (Caso Bellows), o Diretor Marcos Pinto, acompanhado pela maioria, manifestou-se no seguinte sentido: “O art. 154 da lei determina que o administrador deve exercer suas funções “para os fins e no interesse da companhia”. E, na minha opinião, as provas contidas nos autos não permitem concluir que a conduta da acusada não foi pautada pelo interesse social. (...) Não custa lembrar – pois os controladores costumam esquecer – que a *business judgment rule*, acatada em diversos



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 Q02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP 70712-900 – Brasil – Tel: (61) 3327-2030/2031
www.gov.br/cvm

consagram as regras da *business judgment rule* como padrão de revisão aplicável para a análise da regularidade das tomadas de decisões negociais por parte de administradores de sociedades anônimas. Observadas as ressalvas de praxe sobre o cuidado e rigor com que institutos e construções de direito comparado podem ser utilizados no Brasil, trata-se aqui, primordialmente, de uma defesa da relevância do regime, vigente no ordenamento jurídico nacional, de proteção das decisões negociais tomadas por administradores de companhias abertas no mercado de valores mobiliários.

8. A *business judgment rule* funciona como um mecanismo de presunções aplicáveis às decisões negociais, desde que atendidos determinados critérios e observados certos parâmetros. Trata-se de uma construção plenamente válida e compatível, de forma literal e sistemática, com o regime jurídico de responsabilidade dos administradores previsto na Lei nº 6.404/1976¹³.

precedentes desta autarquia, também vale para os administradores independentes ou eleitos pelos acionistas minoritários. Digo mais: ela vale com mais força para eles.”

¹² A propagação ao redor do mundo de conceitos intrínsecos às regras de *business judgment rule*, regime jurídico nascido nos Estados Unidos da América, mais especificamente no estado de Delaware, atinge também o direito alemão de regulação do mercado de valores mobiliários. Confira-se: “*Standard of care and fault. A member of the management body is liable for breaches of duties based on the standard of care set out in section 43(1) dGmbHG, section 93(1) dAktG, section 25(1) öGmbHG, section 84(1) öAktG. The ‘prudent’ business man or manager referred to in these provisions orients himself – again inspired by the function of a ‘mandatary’ (...) – on the standard for managing the assets of a third party, i.e. an independent, fiduciary safeguarding of third-party property interests. In the event the company suffers damage as a result of conduct of the manager within the scope of his responsibility, the breach of a duty and the fault of the manager will be subject to rebuttable presumption. Of course, the members of the management body have a degree of entrepreneurial discretion which is why not every incorrect decision or every mistake must be viewed as a breach of the standard of care (‘business judgment rule’; cf. section 93(1) second sentence AktG). However, the exemption from liability on the part of the manager within the scope of business judgment to which he is entitled presumes that a business decision is based on a careful investigation of the bases for the decision. This requires that he exhaust all available sources of information, factual and legal, regarding the specific decision to be made and carefully weigh the advantages and disadvantages of the available options based on such information and take identifiable risks into account. As a result, within the scope of business judgment, only plainly indefensible management decisions give rise to an obligation for damages, e.g. an irresponsible assumption of risk.*” (grifos meus) (ROTH, Günter H; KINDLER, Peter. *The Spirit of Corporate Law: Core Principles of Corporate Law in Continental Europe*. Munich; Oxford: Hart Publishing, 2013. pp. 101).

¹³ “(...) não se quer defender que a menção à *business judgment rule* ou a decisões estrangeiras deve ser evitada nos julgamentos ocorridos no Brasil. A referência à regra facilita a transmissão do entendimento de que administradores não devem ser julgados com base no resultado e no mérito de seus atos. Além disso, a utilização do direito comparado é útil naqueles temas em que os estrangeiros já possuem ampla experiência e serve de apoio ao julgador brasileiro em suas reflexões sobre a melhor forma de lidar com o caso concreto. (...) em casos que tratam da responsabilidade de administradores, a discussão a ser travada deve ser restrita ao texto da legislação nacional, tal como debatida e aprovada nos termos do processo legislativo. (...) Quanto à frente de alegações de infração ao art. 154 da Lei das S.A., deverá verificar se o administrador deixou de, nas palavras do dispositivo,



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 Q02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP 70712-900 – Brasil – Tel: (61) 3327-2030/2031
www.gov.br/cvm

9. Em suma, as decisões desinteressadas, refletidas e informadas – se tomadas de forma independente, com diligência e de boa-fé – gozam da presunção de regularidade e aderência aos deveres impostos aos administradores¹⁴.

10. Um dos mais relevantes objetivos desse entendimento consiste em proteger os atos regulares de gestão que busquem, de forma legítima, a consecução dos objetos sociais das respectivas companhias, agentes relevantes que são para geração de riqueza, empregos e pagamento de impostos. É com isso em mente que o sistema legal de responsabilidade de administradores existente na Lei nº 6.404/1976 – conforme a regra da *business judgment rule* – impede que decisões desinteressadas, refletidas e informadas deem margem à responsabilização indevida dos administradores, em virtude, por exemplo, de eventuais insucessos empresariais no curso regular das atividades desenvolvidas pela companhia.

11. Possíveis flexibilizações desse regime de proteção das decisões negociais, em última análise, podem gerar externalidades negativas sensíveis¹⁵, tais como (i) o afastamento de

“exercer as atribuições que a lei e o estatuto lhe conferem para lograr os fins e no interesse da companhia, satisfeitas as exigências do bem público e da função social da empresa. (...) Fato é que, com a aplicação da legislação brasileira, resguardar-se-á o administrador que atuar diligentemente, no interesse da companhia e de boa-fé. Em razão das normas de atribuição do ônus da prova no processo cível e no processo administrativo sancionador, a regra é que nenhuma responsabilidade lhe será imputada até que o autor da ação ou a área técnica da CVM, conforme o caso, comprove irregularidades em sua atuação. É extremamente similar ao que ocorre com a aplicação da business judgment rule pelas cortes norte-americanas. Não há, portanto, necessidade de se discutir a incidência dessa regra às particularidades de casos concretos aqui julgados. Isso pode trazer mais incertezas do que segurança (afinal, deveria o administrador brasileiro acompanhar o que dizem os tribunais de Delaware?). Incumbe aos julgadores, sim, aplicar o estruturado regime de responsabilidade de administradores de sociedades anônimas previsto no ordenamento jurídico nacional”. (grifos meus) (FILHO, Caio Machado; BRIGAGÃO, Pedro. A (des)necessidade de aplicação da business judgment rule no direito brasileiro. In: *Novos Temas de Direito e Corporate Finance*. Orgs. BARBOSA, Henrique; Botrel, Sérgio. São Paulo: Quartier Latin, 2019. pp. 619-620).

¹⁴ “Conclui-se, com isso, que não poderá ser responsabilizado o administrador que tiver agido diligentemente (artigo 153 da Lei das S.A.), dentro de suas atribuições e poderes (artigo 154), de boa-fé e com lealdade à companhia (artigo 155), no interesse da companhia (artigos 154, 155 e 156) e sem desprezar os demais dispositivos do ordenamento jurídico. O principal fundamento desse raciocínio, registre-se, é o fato de que as obrigações contraídas por diretores e conselheiros são de meio, e não de resultado: eles não respondem somente por causarem prejuízos, mas sim por causarem prejuízos em razão da má execução de suas funções.” (BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. A administração de companhias e a business judgment rule. São Paulo: Quartier Latin, 2017. p. 53).

¹⁵ “Authority and accountability are in constant tension. Seeking to hold directors accountable for their decisions necessarily reduces the efficiency of corporate decision making. Conversely, deference to the board’s authority necessarily entails a risk of opportunism and even plain carelessness. Choosing the appropriate balance between authority and accountability is the central problem of business judgment jurisprudence. (...) The thesis of this article



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 Q02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP 70712-900 – Brasil – Tel: (61) 3327-2030/2031
www.gov.br/cvm

administradores competentes de um mercado de trabalho que pressupõe elevada diligência e capacidade técnica, a partir do fundado receio de que seus atos regulares de gestão possam vir a ser posteriormente questionados, com o efeito reverso de atração de aventureiros ou profissionais menos diligentes; (ii) uma influência indevida no comportamento dos administradores, que poderiam passar a evitar a tomada de decisões que envolvam algum risco¹⁶, ainda que tais decisões tenham seguido todas as regras aplicáveis e que tenham sido tomadas de boa-fé, no melhor interesse da companhia¹⁷; e (iii) o incremento dos custos dos seguros de responsabilidade de administradores, arcados pelas próprias companhias, o que, indiretamente, acaba penalizando toda a sua base de acionistas.

12. Um ponto importante para o presente caso consiste em frisar que o regime de presunções

is that, except to verify that the relevant preconditions for review are not met, courts should simply abstain from reviewing operational decisions. (...) Operational decisions are a species of what economists refer to as repeat transactions. Where parties expect to have repeated transactions, the risk of self-dealing by one party is constrained by the threat that the other party will punish the cheating party in future transactions. To be sure, shareholder discipline is not a very important check on directorial self-dealing. Yet, as we have seen, it is just one of an array of extrajudicial constraints that, in totality, give directors to exercise reasonable care in decision making. True, these constraining forces do not eliminate the possibility of director error. The directors will still err from time to time. It is precisely this sort of error, however, that this Article has argued courts traditionally—and appropriately—abstain from reviewing.” (grifos meus) (BAINBRIDGE, Stephen Mark. The Business Judgment Rule as Abstention Doctrine (2004). 57 Vanderbilt Law Review 83 (2004), UCLA, School of Law, Law and Econ. Research Paper n° 03-18, disponível em <https://ssrn.com/abstract=429260>, acesso em 13.12.2021).

¹⁶ Nos termos da exposição de motivos da Lei n° 6.404/1976: “Os artigos 154 a 161 definem, em enumeração minuciosa, e até pedagógica, os deveres e responsabilidades dos administradores. É Seção da maior importância no Projeto porque procura fixar os padrões de comportamento dos administradores, cuja observância constitui a verdadeira defesa da minoria e torna efetiva a imprescindível responsabilidade social do empresário. (...) As normas desses artigos são, em sua maior parte, meros desdobramentos e exemplificações do padrão de comportamento dos administradores definido pela lei em vigor - o do “homem ativo e probo na administração dos seus próprios negócios” (§7º do art. 116 do Decreto-lei n° 2.627) e, em substância, são as que vigoram, há muito tempo, nas legislações de outros povos; formuladas, como se encontram, tendo presente a realidade nacional, deverão orientar os administradores honestos, sem entorpecê-los na ação, com excessos utópicos. Servirão, ainda, para caracterizar e coibir abusos.” (grifos meus).

¹⁷ “(...) a responsabilização dos administradores por danos causados no exercício de suas atribuições encontra dificuldades práticas importantes: como pode o juiz, presumivelmente sem qualquer expertise empresarial, avaliar o mérito das decisões gerenciais, contando ainda com o viés da passagem do tempo? A responsabilidade dos administradores por erros ou más decisões não teria por efeito inibir a assunção de risco empresarial, via de regra benéfica aos acionistas e ao funcionamento do sistema capitalista como um todo? Seria possível atrair os melhores talentos para a administração das companhias, responsabilizando-os pelos erros cometidos, quando os acertos se revertem preponderantemente em benefício alheio?” (grifos meus) (PARGENDLER, Mariana. Responsabilidade Civil dos Administradores e Business Judgment Rule no Direito Brasileiro. Revista dos Tribunais. vol. 953, 2015, p. 5).



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 Q02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP 70712-900 – Brasil – Tel: (61) 3327-2030/2031
www.gov.br/cvm

estabelecido pela *business judgment rule* não se aplica de forma irrestrita e absoluta. Como dito acima, existem diversos critérios e parâmetros que, se não atendidos, derrubam a proteção das decisões negociais tomadas pelos administradores, permitindo uma avaliação de mérito sobre as ações ou omissões dos administradores, acompanhada, conforme o caso, das respectivas responsabilizações. Com efeito, em algumas situações específicas, os termos da regra da *business judgment rule* não serão aplicáveis e caberá adentrar, de algum modo, na análise da decisão em si¹⁸ – por exemplo, se for constatado que **(i)** se está diante de uma decisão incompreensível, contraditória ou manifestamente irracional; **(ii)** algum procedimento societário ou arranjo de governança previamente estabelecido não foi observado; **(iii)** há elementos consistentes que sinalizem que atos fraudulentos, ilegais ou simulados tenham sido praticados com o intuito de conferir aparente regularidade formal a uma decisão que, em substância, se revela contrária às obrigações dos administradores e aos interesses da companhia.

13. Caso qualquer dos exemplos acima seja verificado em um caso concreto, a partir daí, os atos de gestão deixam de usufruir da presunção de regularidade e não apenas podem, como devem ser apurados com alguma profundidade, inclusive de mérito, para checar se os deveres e obrigações impostos aos administradores foram plenamente atendidos.

14. Passo agora ao caso concreto, objeto do Processo.

15. A Diretora Relatora, em seu voto, manifestou-se no sentido de que “*a alegada infração*

¹⁸ “*First, without the [business judgment] Rule, the raw power of equity could conceivably require all challenged Board decisions to undergo an entire fairness review. The Rule is the tool used by a court to restrain itself from implementing such a review. This is the most important function of the Rule. Second, as a result of equity needing to be restrained, there is no room in the Rule formulation for fairness; fairness and fiduciary duties must be mutually exclusive. Third, there are three policy drivers that underlie the use of the Rule. Protecting the Board’s statutory authority to run the company without the fear of its members being held liable for honest mistakes of judgment; respect for the private ordering of corporate governance arrangements which almost always grants extensive authority to the Board to make decisions on behalf of the corporation; and the recognition by the courts that they are not business experts, making deference to Board authority a necessity. Fourth, the Rule is an abstention doctrine not just in terms of precluding duty of care claims, but also by requiring the courts to abstain from an entire fairness review if there is no evidence of a breach in fiduciary duties or taint surrounding a Board decision. Fifth, stockholder wealth maximization (SWM) is the legal obligation of the Board and the Rule serves to support that purpose. The requirement of SWM enters into corporate law through a Board’s fiduciary duties as applied under the Rule, not statutory law. In essence, SWM is an equitable concept.*” (grifos meus) (SHARFMAN, Bernard S.; SHARFMAN, Bernard S.. The Importance of the Business Judgment Rule. 14 New York University Journal of Law and Business 27 (Fall 2017), disponível em <https://ssrn.com/abstract=2888052>, acesso em 13.12.2021).



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 Q02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP 70712-900 – Brasil – Tel: (61) 3327-2030/2031
www.gov.br/cvm

ao art. 154 não deve ser analisada, neste caso, sob o crivo do teste de entere fairness, tampouco sob a ótica da business judgment rule, cabendo sim avaliar, no mérito, o racional adotado e, assim, a finalidade pretendida com a decisão para aferir se visava “lograr os fins e interesses da companhia”, como preceitua o art. 154, caput, da LSA” (grifos meus).

16. Tenho opinião diversa, com a devida vênia.

17. Alinhado com precedente mais recente da Autarquia sobre o assunto¹⁹, entendo que a proteção das decisões negociais dos administradores aplica-se, também, a imputações de violação ao art. 154, *caput*, da Lei nº 6.404/1976, de modo que, quando se está diante de uma decisão negocial, desinteressada, refletida e informada, não cabe qualquer análise de mérito sobre o racional adotado pelos acusados²⁰.

18. O dispositivo em questão pode abarcar, perfeitamente, acusações de desvio de poder ou violação dos interesses da companhia, que busquem questionar ações ou omissões de administradores que carregam, de forma preponderante, aspectos inequívocos de decisões negociais – como verificado neste Processo, aliás. São atos de gestão carregados de elementos valorativos, percepções de conveniência e oportunidade comercial, avaliações de risco e retorno, vantagens e desvantagens, cujo mérito apenas os administradores têm condições de avaliar, respeitadas as regras legais e estatutárias aplicáveis.

¹⁹ PAS CVM nº RJ2016/5733, julgado em 03.12.2019, conforme nota de rodapé nº 9, acima.

²⁰ “(...) como já dito, a função dos administradores de sociedades anônimas configura uma obrigação de meio, e isso não se altera com o standard de conduta positivado no caput do art. 154 da Lei das S.A. Não é porque os administradores devem observar os interesses sociais quando da tomada de decisões negociais que eles se obrigam à obtenção de um resultado. Eles comprometem-se, na verdade, com o cumprimento de seus deveres legais, o que é muito diferente. Consequentemente, a avaliação da conduta de um diretor ou um conselheiro sob a ótica do referido dispositivo não implica a reavaliação do mérito de sua decisão. Isto é, o fato de o julgador entender, a posteriori, que outra decisão, diferente daquela que foi tomada, teria atendido melhor aos interesses da companhia não deve levar, automaticamente, ao entendimento de que o caput do art. 154 foi violado. (...) Uma decisão simplesmente ruim, do ponto de vista negocial, não constitui indício de desvio de finalidade. Decisões infelizes são comuns na rotina das sociedades anônimas, na medida em que administradores são impelidos a tomar riscos e a agir em cenários de incerteza e imprevisibilidade. É da própria essência de sua atividade. Tais decisões, portanto, não são capazes, por si só, de inspirar qualquer dúvida quanto à sua higidez ou aos interesses verdadeiramente perseguidos pelos administradores, e não indicam o cometimento de alguma irregularidade. (...) Por outro lado, pode ocorrer de uma decisão negocial se mostrar, no seu mérito, ininteligível ou irregular, carente de fundamento ou lógica econômica”. (grifos meus) (LOPES, Marília; BRIGAGÃO, Pedro. O Mérito de Decisões Negociais como Prova de Violação do art. 154 caput da Lei das S.A. In: Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários. São Paulo: Almedina, 2021, no prelo, pp. 306-307).



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 Q02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP 70712-900 – Brasil – Tel: (61) 3327-2030/2031
www.gov.br/cvm

19. Caso a acusação não apresente qualquer elemento probatório consistente que demonstre (i) alguma falha na higidez do processo decisório; (ii) algum tipo de fraude ou má-fé – que poderia, por hipótese, tentar travestir de aparente conformidade um processo de decisão eivado de irregularidades, ao cabo destinado a não atender os interesses sociais; ou (iii) que a decisão não foi tomada de forma desinteressada, refletida e informada, entendo que os atos negociais dos administradores das sociedades anônimas, inclusive quando apontados como possíveis violadores do art. 154, §1º, da Lei nº 6.404/1976, permanecem protegidos pelo regime jurídico de presunção de regularidade da *business judgment rule*²¹.

20. O presente caso, a meu ver, enquadra-se com precisão na abordagem proposta acima.

21. Em resumo, a análise das possíveis irregularidades descritas na Acusação passa por avaliar se as decisões tomadas por conselheiros de administração – especificamente quando negociaram e se manifestaram favoravelmente à celebração do Contrato pela Companhia com José Seripieri – poderiam representar uma infração aos deveres dos administradores de exercerem suas atribuições, nas palavras do art. 154, *caput*, da lei do anonimato, “*para lograr os fins e no interesse da companhia*”.

22. Nesse sentido, é importante assentar que as ações dos acusados mencionadas na Acusação, além de serem decisões negociais, seguiram os procedimentos societários, legais e de governança aplicáveis, observando as regras estabelecidas no estatuto social da Companhia. A competência de aprovação do Contrato era do conselho de administração, cujos membros efetivamente negociaram e deliberaram sobre o assunto. Ausente à época dos fatos – tanto na lei, quanto no estatuto social – qualquer outra instância de aprovação, não há que se falar que o tema

²¹ “Dessa maneira, o mérito de uma decisão negocial somente poderá ser utilizado como prova de infração ao caput do art. 154 se for inexplicável, do ponto de vista econômico, e estiver acompanhado de outros indícios que apontam nessa mesma direção (por exemplo, o administrador auferir ganhos pessoais com a decisão; a pessoa por ela beneficiada ter relações próximas com o administrador; a burla dos controles internos da companhia; a ausência de um processo decisório; evidências de interferência do controlador nas decisões tomadas). Com efeito, vale esclarecer que a análise do mérito da decisão negocial à luz do comando do caput do art. 154 – insista-se nessa distinção – não deverá envolver um juízo de razoabilidade. Não poderá o julgador examinar se a decisão tomada no calor dos acontecimentos foi, de fato, a mais adequada ou a que melhor atendia aos interesses sociais, sob pena de se transfigurar a obrigação de meio, conferida pela lei aos administradores, em uma obrigação de resultado.” (op. cit., pp. 315).



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 Q02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP 70712-900 – Brasil – Tel: (61) 3327-2030/2031
www.gov.br/cvm

deveria ter sido deliberado em qualquer outra esfera. Muito menos, como pontuado pela Acusação, em assembleia geral de acionistas²², que já havia aprovado, de forma soberana, as atribuições e competências do conselho de administração, por meio das regras estatutárias então vigentes. Também por esse motivo, a derrubada do regime de proteção das decisões negociais não poderia ocorrer em decorrência de atos *ultra vires*, pois as instâncias competentes e com poderes para tratar do Contrato foram respeitadas.

23. Além disso, não consta dos autos qualquer sinalização, nem prova, no sentido de que a celebração do Contrato tenha contado com qualquer participação ou envolvimento por parte de José Seripieri pelo lado da Companhia, seja como administrador, seja como acionista. Em sentido diametralmente oposto, o referido acusado posicionou-se com clareza exclusivamente como contraparte da Companhia nas negociações relativas ao Contrato, abstendo-se de se manifestar nas oportunidades em que o tema foi discutido e deliberado em reuniões do conselho de administração, dando cumprimento ao comando do *caput* do art. 156 da Lei nº 6.404/1976. Também chama atenção que os membros do conselho de administração que deliberaram favoravelmente ao Contrato sequer foram indicados por José Seripieri²³, não tendo sido sustentado pela Acusação qualquer tipo de vínculo ou relacionamento porventura existente entre os membros do conselho de administração e José Seripieri – hipótese que poderia, em tese, desde que em conjunto com outras provas, insinuar alguma forma de interferência indevida ou irregularidade no exercício das atribuições dos administradores “*para lograr os fins e no interesse da companhia*”, nas palavras da lei.

24. Ainda, a Companhia envolveu diversos assessores externos especialistas nos temas; os termos e condições do referido instrumento foram objeto de intensas negociações, que se arrastaram por quase 8 meses; o assunto foi discutido em mais de uma dezena de reuniões do

²² De todo modo, cabe a referência ao fato de que, posteriormente, os termos e condições do Contrato foram corroborados em assembleia geral extraordinária de acionistas da Companhia realizada em janeiro de 2021.

²³ Ainda que tivessem sido eleitos com o voto favorável de José Seripieri em assembleia geral de acionistas, esse fato, por si só, não seria capaz de demonstrar qualquer tipo de influência ou interferência, considerando que o §1º do art. 154 da lei da anonimato dispõe que “[o] administrador eleito por grupo ou classe de acionistas tem, para com a companhia, os mesmos deveres que os demais, não podendo, ainda que para defesa do interesse dos que o elegeram, faltar a esses deveres”.



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 Q02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP 70712-900 – Brasil – Tel: (61) 3327-2030/2031
www.gov.br/cvm

conselho de administração; e, como dito, a contraparte do Contrato não participava das referidas reuniões.

25. Diante da deliberação do Contrato em reunião do conselho de administração²⁴, os referidos acusados tinham a possibilidade de aprovar, rejeitar ou se abster a respeito. Uma decisão claramente subjetiva, relacionada às percepções dos administradores acerca do que lhes parecia ser a melhor decisão “*para lograr os fins e no interesse da companhia*”.

26. Está comprovado nos autos, como resumido acima, que os procedimentos legais e estatutários foram seguidos e que, em complemento, foram adotadas diversas diligências para validação dos termos, condições, prazos e valores do Contrato, sendo irretocável a higidez do processo decisório no caso concreto. Mas não apenas isso. Não identifiquei, no Processo, elementos probatórios que sugiram fraude, má-fé ou alguma modalidade de decisão irracional.

27. Por tais motivos, não vislumbro fundamento que autorize a Autarquia a avançar no mérito de uma decisão negocial para decidir se um determinado ato de gestão regular se deu “*para lograr os fins e no interesse da companhia*” – considerando que (i) esse ato de gestão (a) foi extensamente discutido, negociado e amparado na opinião de especialistas externos; (b) não contou com a participação da contraparte nas instâncias decisórias da Companhia; (c) seguiu todas as etapas societárias e de governança exigidas pelo estatuto social e pela lei; e (ii) não foi apresentada qualquer evidência que pudesse sinalizar algum tipo de má-fé, fraude ou simulação.

28. Indo além, como poderíamos entrar no terreno pantanoso de opinar em qualquer grau sobre o mérito de uma decisão negocial (regular e sem vícios aparentes), para fins de apuração de aderência ao art. 154, *caput*, da Lei nº 6.404/1976, e fazer qualquer juízo de valor sobre (i) o valor do Contrato, de R\$ 150 milhões; (ii) o prazo de vigência das obrigações assumidas por José Seripieri, de 6 anos; (iii) o escopo do Contrato, que incluía cláusulas de *non-competere*, *lock-up* e *non-solicitation*; (iv) os parâmetros utilizados pelas consultorias especializadas de renome, como McKinsey, Spencer Stuart e Mercer, para definição do valor da indenização a ser paga à contraparte da Companhia no Contrato; e (v) a utilização, como referência de cálculo para fins

²⁴ Conclave iniciado em 12.09.2018, suspenso no mesmo dia, e concluído em 25.09.2018.



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 Q02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP 70712-900 – Brasil – Tel: (61) 3327-2030/2031
www.gov.br/cvm

do Contrato, da remuneração anual de José Seripieri como diretor presidente?

29. De que forma minimamente razoável teríamos condições técnicas e até mesmo legais de concluir que os atos dos membros do conselho de administração – que culminaram na celebração do Contrato com tais características específicas – não teriam sido praticados para lograr os objetivos e no interesse da Companhia, como prescreve o art. 154, *caput*, da lei?

30. Será que, se a indenização prevista no Contrato a ser paga a José Seripieri tivesse sido maior, ainda assim chegaríamos à conclusão de que as atribuições dos membros do conselho de administração foram exercidas para atingir os fins e no interesse da Companhia? E se as obrigações assumidas pela contraparte da Companhia tivessem sido mais restritas, com um rol menor de cláusulas restritivas de direitos impostas a José Seripieri? Se o prazo de não competição tivesse sido mais curto? Se o parâmetro adotado para fins de cálculo da indenização não fosse a remuneração anual contratada pela Companhia com José Seripieri, mas um valor ainda maior, que poderia ser equivalente, por exemplo, ao somatório da remuneração de todos os administradores da Companhia em um determinado período?

31. Entendo que não cabe à Autarquia responder a tais perguntas. Esse é o perigo, a meu ver, de deixar de lado o regime jurídico da *business judgment rule* quando se fala da aplicação do art. 154, *caput*, da Lei nº 6.404/1976 a decisões negociais hígdas, que não ostentem qualquer sinal de irregularidade, má-fé ou conteúdo manifestamente incompreensível ou teratológico. São muitas as variáveis subjetivas e negociais, todas elas sujeitas a uma dinâmica própria de mercado e dos interesses das partes em uma negociação privada legítima, no contexto de um processo estruturado de alocação de riscos, conduzido entre agentes capazes e devidamente assessorados.

32. Volto ao meu ponto central para concluir esta divergência: ausentes quaisquer provas de falhas de procedimento, má-fé ou desvios de conduta que derrubem o regime jurídico de proteção das decisões negociais dos administradores de companhias abertas no Brasil, os atos regulares de gestão continuam a usufruir da presunção de regularidade e conformidade com os ditames legais, inclusive no que diz respeito ao art. 154, *caput*, da Lei nº 6.404/1976.

33. Ante o exposto, considerando que os atos dos administradores da Companhia objeto da



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 Q02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP 70712-900 – Brasil – Tel: (61) 3327-2030/2031
www.gov.br/cvm

Acusação neste caso consubstancia uma decisão eminentemente negocial – e não se verificando qualquer fragilidade na higidez do processo decisório, fraude, má-fé, simulação ou prova no sentido de que a decisão não teria sido desinteressada, refletida ou informada –, entendo que o regime de presunções de regularidade existente em nosso ordenamento jurídico, alinhado com as construções da *business judgment rule*, aplica-se integralmente ao caso e, com base nesse fundamento, voto pela absolvição dos acusados.

Considerações sobre o art. 156, §1º, da Lei nº 6.404/1976, nas hipóteses em que o administrador se declara impedido e não participa da deliberação; ônus da prova para demonstração da equitatividade

34. O meu segundo ponto refere-se à acusação de violação ao art. 156, §1º, da Lei nº 6.404/1976, formulada em face de José Seripieri – acionista fundador e administrador da Companhia que se absteve de participar das negociações e deliberações relativas ao Contrato, nos termos do art. 156, *caput*, da Lei nº 6.404/1976.

35. Concordo com os fundamentos adotados pela Diretora Relatora, que culminaram na absolvição do acusado, no sentido de que (i) “*não restou demonstrada irregularidade na conduta do acusado, não apenas porque ele não participou de nenhuma das reuniões do CA em que foram discutidos pela Companhia os termos do Contrato, mas, notadamente, em razão de não ter restado evidenciado que o processo decisório conduzido em relação à aprovação do Contrato pelo CA da Qualicorp se deu sob influência de José Seripieri ou para beneficiá-lo, em detrimento do interesse social*”; e (ii) “[*e*]m relação aos aspectos materiais apontados pela SEP, faço referência às considerações já tecidas em relação à amplitude das obrigações contratuais assumidas por José Seripieri, nos termos em que pactuadas”.

36. Apesar disso, tenho algumas observações complementares a fazer, que me parecem oportunas.

37. A estrutura da Acusação parece adotar a premissa de que caberia a José Seripieri o ônus de provar que o Contrato se deu em condições equitativas – ainda que o acusado tenha se declarado impedido; ainda que ausente qualquer prova de que o acusado, por vias transversas,



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 Q02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP 70712-900 – Brasil – Tel: (61) 3327-2030/2031
www.gov.br/cvm

tenha comprometido a higidez do processo decisório conduzido pela Companhia; e ainda que o procedimento inscrito no art. 156, *caput*, tenha sido observado na íntegra.

38. A esse respeito, é importante repisar que José Seripieri não participou da negociação do Contrato como administrador (nem como acionista) da Companhia. Os autos confirmam que o acusado ocupou, em sentido diverso, exclusivamente o polo oposto ao da Companhia, no âmbito de uma negociação privada entre dois agentes capazes. Cada parte do Contrato buscou, de forma legítima, maximizar os respectivos direitos e aspectos positivos que poderiam ser extraídos da operação conduzida de acordo com o princípio da boa-fé objetiva; bem como minimizar as esperadas obrigações e contrapartidas que poderiam ser assumidas.

39. O acusado, ao considerar que possuía um interesse conflitante com o da Companhia nas tratativas relacionadas ao Contrato – como determina o art. 156, *caput*, da lei – atendeu à vedação que o impedia de intervir na operação e nas deliberações que os demais administradores tomassem a respeito, abstando-se de atuar pela Companhia em qualquer questão relacionada ao Contrato.

40. Diante dessa abstenção e das demais circunstâncias fáticas do caso, não recai sobre o referido administrador – que se declarou impedido e não participou da tomada de decisão pela Companhia – o ônus de provar que o Contrato, conforme redação legal do art. 156, §1º²⁵, foi celebrado “*em condições razoáveis ou equitativas, idênticas às que prevalecem no mercado ou em que a companhia contrataria com terceiros*”. Esse ônus cabe ao terceiro que entenda, por qualquer motivo, que os termos do comando legal transcrito acima tenham sido descumpridos (seja alguma área técnica do regulador do mercado de valores mobiliários; a Companhia; ou qualquer terceiro interessado).

²⁵ “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 a natureza e extensão do seu interesse. § 1º Ainda que observado o disposto neste artigo, o administrador somente pode contratar com a companhia em condições razoáveis ou equitativas, idênticas às que prevalecem no mercado ou em que a companhia contrataria com terceiros. § 2º O negócio contratado com infração do disposto no § 1º é anulável, e o administrador interessado será obrigado a transferir para a companhia as vantagens que dele tiver auferido.” (grifos meus).



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 Q02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP 70712-900 – Brasil – Tel: (61) 3327-2030/2031
www.gov.br/cvm

41. O acusado optou por se posicionar, exclusivamente, como contraparte da Companhia no Contrato, de forma não apenas transparente, mas também bastante assertiva²⁶. A partir desse momento, não parece razoável e nem lógico que se desloque para tal administrador, que não atuou em nome da Companhia nas discussões sobre o Contrato, o ônus da prova que assegure que as condições contratadas foram equitativas e idênticas àquelas que teriam sido celebradas pela Companhia com terceiros²⁷.

42. Como exigir do administrador que não atuou pela Companhia que seja ele o responsável por demonstrar que o negócio seguiu bases idênticas àquelas que teriam sido celebradas – pela sua contraparte – com terceiros? Considerando que não houve interferência indevida ou má-fé na condução do processo decisório da Companhia, temos que o referido administrador não acompanhou o assunto pela Companhia; ou seja, nas discussões relativas ao Contrato, ele estava de fora da estrutura social, do outro lado da negociação. Como impor ao acusado – que não esteve envolvido na negociação pela Companhia – a obrigação e o ônus de comprovar que o resultado final de uma negociação independente, longa e intensa observou condições equitativas, sob a ótica de sua contraparte? Além disso, não é razoável exigir do administrador, que se absteve de atuar pela Companhia, a obrigação de se autoimpor algum balizador ou limite às suas pretensões e possibilidades negociais. No contexto de uma negociação legítima, o alinhamento de vontades entre partes independentes foi atingido de forma hígida e procedimentalmente correta, estando ausentes elementos que sugiram a existência de sinais de alerta.

²⁶ Nas palavras da Acusação, “há registros de que as discussões se estenderam por prazo compatível com uma efetiva negociação e não com a mera homologação de um negócio cujos termos estivessem previamente acordados”.

²⁷ “(...) o desrespeito ao procedimento previsto no art. 156 da Lei das S.A. enseja a inversão do ônus da prova. Demonstrada a existência de interesse extrassocial do gestor, a ausência de comunicação e/ou a inexistência de abstenção será prova da culpa, partindo-se do pressuposto de que a decisão tomada pela companhia foi defeituosa, passando a ter, então, o administrador de fazer prova em sentido contrário, ou seja, de que a operação foi razoável, equitativa e útil à companhia, a qual não sofreu qualquer dano – o que serve como incentivo para que seja respeitada a norma procedimental. Por sua vez, ainda que respeitado o procedimento previsto no art. 156 da Lei 6.404/76, pode a operação realizada ser revisada caso não tenha sido razoável, equitativa ou útil à companhia; todavia, nesse caso, o ônus probatório sobre o fato de a operação ser unfair recai sobre quem contesta o ato de gestão. A rigor, e sem precisar entrar na discussão sobre se a responsabilidade dos administradores é contratual ou aquiliana, tal orientação vai ao encontro da interpretação majoritária dada ao art. 158, II, da Lei das S.A., no sentido de que há presunção de culpa (presunção juris tantum) em caso de violação da lei e do estatuto, invertendo-se, então, o ônus da prova.” (grifos meus) (SPINELLI, Luis Felipe. Administração das Sociedades Anônimas: lealdade e conflito de interesses. São Paulo: Almedina, 2020. p. 195).



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 Q02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP 70712-900 – Brasil – Tel: (61) 3327-2030/2031
www.gov.br/cvm

43. Tomemos como exemplo um caso hipotético em que um administrador negocia sua remuneração e eventuais contratos de opção de compra e ações com a companhia, diretamente com o conselho de administração ou por meio de algum comitê específico – assumindo que o administrador não participa da negociação e da decisão pela companhia; e que não haja qualquer sinalização de fraude, má-fé ou desvios de conduta. Nessas circunstâncias, não soaria crível demandar do referido administrador, nos termos do art. 156, §1º, da lei, algum fator limitador ao exercício de sua autonomia privada em uma negociação legítima e de boa-fé, travada entre partes capazes e independentes. Entendo que não deveria ele – uma única pessoa natural negociando os termos e condições de um contrato com uma sociedade anônima de capital aberto – parametrizar a negociação de seus direitos, sacrificar seus interesses ou suavizar as condições propostas que estejam sendo negociadas com a companhia como contraparte. Tenho dificuldade de vislumbrar, em termos realistas, uma situação em que o administrador – que não tem a mesma estrutura patrimonial, equipe e recursos da companhia – tenha efetivas condições de se desincumbir do ônus de assegurar que o resultado das tratativas tenha atingido parâmetros equitativos, razoáveis ou idênticos àqueles que seriam contratados pela sua contraparte com terceiros.

44. Assim, entendo que o administrador que se declara impedido – desde que efetivamente não participe das discussões e deliberações referentes ao negócio conflitado, seguindo o comando do art. 156, *caput* – não se encontra na posição adequada para fazer cumprir a obrigação de assegurar que o negócio se dê **(i)** em bases equitativas; **(ii)** de acordo com padrões de mercado; ou **(iii)** em condições idênticas àquelas que teriam sido contratadas pela sua contraparte com terceiros. Esse ônus de prova, em tais casos, se desloca para quem quer que tenha interesse de discutir a regularidade da decisão negocial. A rigor – caso os trâmites de abstenção e impedimento ocorram em linha com o disposto do *caput* do art. 156 e presumindo a ausência de interferências indevidas sobre a companhia –, entendo que o administrador conflitado ocupará posição bastante similar à do terceiro independente mencionado ao final do §1º do art. 156.

45. A partir daí, por outro lado, caberá aos administradores que negociaram pela companhia uma atenção redobrada em termos de procedimentos e diligência, por estarem atuando, em nome da companhia, com um administrador conflitado. Em outras palavras, nas hipóteses em que o



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 Q02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP 70712-900 – Brasil – Tel: (61) 3327-2030/2031
www.gov.br/cvm

administrador conflitado se declara impedido, o comando legal (art. 156, §1º) tende a gerar consequências, de forma mais racional e sistemática, aos demais administradores que negociaram e aprovaram, em nome da companhia, o negócio objeto de conflito. São tais administradores que, em tese, têm os elementos necessários para garantir que a operação seja equitativa e esteja alinhada com padrões de mercado. São tais administradores que, de fato, participaram e estavam regularmente autorizados a defender os interesses da companhia no âmbito do negócio conflitado. São tais administradores, dessa forma, que poderiam se sujeitar, de forma combinada com o art. 153 da Lei nº 6.404/1976, à obrigação de garantir que a operação atenda às características descritas no §1º do art. 156 da Lei nº 6.404/1976²⁸.

III. Conclusão

46. Ante o exposto, acompanho a conclusão da Diretora Relatora pela absolvição dos Defendentes e concordo com os fundamentos utilizados para afastar **(i)** as alegações preliminares; **(ii)** a imputação formulada pela Área Técnica, em face dos membros do conselho de administração da Companhia, de violação ao art. 152, *caput*; c/c art. 154, *caput*, da Lei nº 6.404/1976; e **(iii)** a acusação apresentada em face de José Seripieri por infração ao art. 156, §1º,

²⁸ “(...) *tem-se certa subjetividade na definição do que é uma ‘contratação razoável ou equitativa’.* O erro do administrador nessa avaliação é perfeitamente escusável desde que ele tenha agido com diligência ou, melhor, tenha empregado o mesmo cuidado e diligência que teria na administração dos próprios negócios. (...) Se o administrador se deu por impedido, ou seja, não participou da formação da vontade da companhia, não vejo como responsabilizá-lo por eventuais danos que porventura tenham sido causados à companhia e que sejam superiores às vantagens que o administrador tenha recebido como contraparte do negócio. Por tais danos, respondem apenas os demais administradores, aqueles responsáveis pela formação de vontade da companhia, e deles se haverá de exigir o padrão de diligência do art. 153; ou seja, eles poderão ser escusados se tiverem agido com diligência, como em qualquer outro negócio. Para que o administrador que se deu por impedido se veja na situação de estar obrigado a indenizar a companhia para além das vantagens que tiver auferido, será necessário demonstrar que ele de alguma forma agiu em conluio com os demais administradores, que os influenciou indevidamente. É claro que o ônus de tal prova recairia sobre quem estivesse pretendendo a indenização. (...) Ao se declarar impedido, o administrador que deixa de agir em nome da companhia e passa, naquele negócio, a apenas atuar em nome próprio, como contraparte, assume o risco de descumprir o §1º do art. 156, ou seja, de ver o negócio anulado se não for realizado em condições razoáveis ou equitativas e de ter que devolver os benefícios que tiver percebido em razão de tal negócio. (...) Mas ao deixar de se declarar impedido o administrador, que, repita-se, não está impedido a priori, passa a ter sobre ele o ônus de garantir – e demonstrar – que o negócio realizado com a companhia será para ela benéfico, sob pena de responder pelos eventuais danos a ela causados, ainda que estes superem os benefícios recebidos por ele, administrador, em decorrência do negócio.” (grifos meus) (CHEDIK, Julian Fonseca Peña. O conflito de interesses do administrador de sociedade anônima: uma sugestão de alteração no enfoque do tema. In: ADAMEK, Marcelo Vieira Von (coord.). *Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos*. São Paulo: Malheiros, 2011. p. 414-417).



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 Q02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP 70712-900 – Brasil – Tel: (61) 3327-2030/2031
www.gov.br/cvm

da Lei nº 6.404/1976.

47. Minha divergência restringe-se aos fundamentos adotados pela Diretora Relatora para justificar as absolvições dos membros do conselho de administração da acusação de violação ao art. 154, *caput*, da Lei nº 6.404/1976, pois **(i)** os atos dos administradores da Companhia objeto da Acusação consubstanciam uma decisão negocial; **(ii)** não se verifica qualquer fragilidade na higidez do processo decisório, fraude, má-fé, simulação ou prova no sentido de que a decisão não teria sido desinteressada, refletida ou informada; e **(iii)** por isso, entendo que o regime de presunções de regularidade existente em nosso ordenamento jurídico, alinhado com as construções da *business judgment rule*, aplica-se integralmente ao caso e, com base nesse fundamento, voto pela absolvição dos acusados.

48. Por fim, com relação ao art. 156, §1º, da lei, entendo que o administrador que se declara impedido – e efetivamente não participa das discussões e deliberações referentes ao negócio conflitado, seguindo o comando do *caput* do art. 156 – não se encontra na posição adequada para fazer cumprir a obrigação de assegurar que o negócio se dê **(i)** em bases equitativas; **(ii)** de acordo com padrões de mercado; ou **(iii)** em condições idênticas àquelas que teriam sido contratadas pela sua contraparte com terceiros. Esse ônus de prova, em tais casos, se desloca para quem quer que tenha interesse de discutir a regularidade da decisão negocial.

É como voto.

Rio de Janeiro, 14 de dezembro de 2021.

Alexandre Costa Rangel

Diretor