



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

### PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM 19957.004415/2016-57

Reg. Col. nº 1616/19

- Acusados:**
- |   |  |
|---|--|
| 1. Zeinal Abedin Mahomed Bava             | 19. Bruno Gonçalves Siqueira   |
| 2. Bayard de Paoli Gontijo                | 20. Marcos Rocha de Araújo   |
| 3. Luís Miguel da Fonseca Pacheco de Melo | 21. Carlos Augusto Borges  |
| 4. Fernando Magalhães Portella            | 22. José Valdir Ribeiro dos Reis                                     |
| 5. Shakhaf Wine                           | 23. Andrade Gutierrez S.A.   |
| 6. Otávio Marques de Azevedo              | 24. Jereissati Telecom S.A. (atual Vertere Participações S.A.)       |
| 7. José Mauro Mettrau Carneiro da Cunha   | 25. Portugal Telecom SGPS S.A. (atualmente Pharol S.A.)              |
| 8. Fernando Marques dos Santos            | 26. BNDES Participações S.A. – BNDESPAR                              |
| 9. Alexandre Jereissati Legey             | 27. Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil (PREVI) |
| 10. Armando Galhardo Nunes Guerra Junior  | 28. Fundação dos Economistas Federais (FUNCEF)                       |
| 11. Rafael Cardoso Cordeiro               | 29. Fundação Petrobras de Seguridade Social (PETROS)                 |
| 12. Sérgio Franklin Quintella             | 30. Fundação Atlântico de Seguridade Social                          |
| 13. Renato Torres de Faria                |  |
| 14. Pedro Jereissati                      |  |
| 15. Carlos Jereissati                     |  |
| 16. Cristiano Yasbek Pereira              |  |
| 17. Carlos Fernando Costa                 |  |
| 18. Marcelo Almeida de Souza              |  |

**Assunto:** Apurar eventuais irregularidades no âmbito de operação de reestruturação societária, em infração aos arts. 116, parágrafo único, 117, 153, 154, 155, inciso II, da Lei nº 6.404/1976

**Relator:** Diretor Alexandre Costa Rangel

**Voto:** Diretor João Accioly



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

### Voto

#### I. ESCOPO

1. Ante o minucioso e bem lançado voto proferido pelo Diretor Relator Alexandre Rangel, apresento considerações adicionais sobre as acusações de sobre abuso do poder de controle referentes à estrutura de controle, e divirjo das condenações dos acusados Portugal Telecom S.A. (atualmente Pharol S.A.), Fernando Portella, Shakhaf Wine, Otavio Azevedo e Bayard Gontijo.

#### II. ABUSO PELA ESTRUTURA DE CONTROLE

2. Como bem exposto no Voto do Relator, a estrutura societária objeto da acusação “*tem amparo na lei, na jurisprudência administrativa e na doutrina, sendo de uso comum no ambiente societário das companhias abertas. Por tais motivos, a Estrutura de Controle da Oi não pode ser considerada como um modo de exercício abusivo do poder de controle, assim como não há que se falar em desvio de poder na mera atuação de administradores em consonância com tais arranjos contratuais e societários*” (§88).

3. Apesar de suficientemente enfrentada no Voto do Relator quanto ao caso concreto, essa “tese” de Acusação é de tal modo equivocada que precisa ser objeto de maior atenção, em termos mais gerais.

4. De início, é surpreendente a imputação legal. O fato que a Acusação alega para qualificar como infração é descrito, basicamente, da seguinte forma:

*“as decisões eram na prática tomadas, não nas reuniões de conselho de administração da Oi, mas sim nas reuniões prévias ou nas Reuniões Conjuntas, ou seja pelos Grupos Jereissati e Andrade Gutierrez, contando às vezes com a participação do Grupo Portugal Telecom”* (§253)

*“a subordinação foi identificada como uma situação permanente e se mostrou presente em diversos momentos”* (§254).

5. Daí, segue com exemplos de episódios em que teria havido a tal subordinação. Se em cada exemplo a Acusação tivesse demonstrado a ocorrência de abuso, e formulado acusação a quem tomou efetivamente as decisões, teria agido certo. Poderia, então, criticar a ineficiência da estrutura de governança, por ser pouco apta a impedir *atos concretos* abusivos.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

6. Os exemplos foram suficientemente tratados no Voto do Relator. O problema que ainda penso merecer destaque é que o foco da Acusação não é sobre o que ela poderia entender como atos de privilegiar o interesse de determinados controladores em prejuízo dos não controladores, e sim sobre a forma em que as deliberações eram tomadas.

7. Daí, qual imputação legal que é feita? Uma suposta “violação ao art. 117” da Lei das S.A. Não é possível saber a qual dispositivo se refere. A rigor, nem mesmo é correto falar em “violar” o art. 117, já que ele não prescreve dever ou conduta ao controlador, a não ser a de *responder pelos danos* que causar por atos praticados com abuso de poder<sup>1</sup>, e dá exemplos de modalidades de exercício abusivo no §1º. O que é *violado*, quando se incide em alguma das hipóteses do §1º do art. 117, é o *dever* previsto no art. 116, § único, que descreve a finalidade e os limites do poder de controle.

8. Em todo caso, não havendo a indicação, supondo tratar-se do caput, está-se diante de um exemplo cristalino de petição de princípio. A Acusação qualifica como abusiva a estrutura de controle em que os controladores concentram em si a tomada de decisões, com base aparentemente na peculiar opinião de que seria um abuso vincular a manifestação de vontade alheia, nos termos do que tenha sido voluntariamente estabelecido – sendo que restringir a vontade futura das partes é o efeito que em última análise decorre de qualquer contrato (do contrário não se chamaria de “obrigação” o que nele se prevê).. Daí, como a Acusação já estabeleceu que é abusiva, conclui que incide o caput, por se referir a “atos praticados com abuso de poder”.

9. No fim das contas, é uma insatisfação com a forma que a companhia se organizou. A esse respeito, reproduzo trechos de voto em que tratei da mesma matéria:

Essa insatisfação parece advir de não se ter levado em conta a lógica econômica inerente a disposições estruturantes de governança, das vantagens recíprocas que, *ex ante*, motivam a criação de sistemas que alteram a mecânica de padrões mais usuais ou previstos como *default* na lei.

---

<sup>1</sup> Ou seja, com relação ao texto da lei, as únicas formas de realmente *violar* o caput do art. 117 seriam ou o descumprimento de uma execução indenizatória, na dimensão de responsabilidade civil, ou o descumprimento de sanções administrativas da CVM que tenham sido aplicadas por abuso no poder de controle / descumprimento do dever de lealdade do parágrafo único do art. 116.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

Essa desconsideração da dimensão econômica leva à criação de teses extremistas e posicionamentos acadêmicos que idealizam um conceito muito restrito e até ingênuo de “governança”, numa visão contrária à flexibilidade contratual, chegando ao ponto de propor interpretações que distorcem e mesmo ignoram a lei e a realidade dos negócios a ponto de recomendar a violação de acordos voluntários, informados e profundamente negociados. Retirar eficácia de contratos leva a resultados *ex post* desvantajosos e imprevisíveis, e portanto indesejáveis para expansão e funcionamento eficiente do mercado de capitais, sendo portanto incompatíveis com o mandato legal da CVM previsto na Lei nº 6.385/76.

O que faltou na análise da Acusação, e que falta aos entendimentos teóricos em que ela se baseia, é a consideração das vantagens econômicas transacionadas. É claro que a vinculação de um conselheiro, analisada isoladamente, é um custo, uma perda de poder por parte do conselheiro e de quem o indicou; mas não se pode considerar um custo sem lhe computar as contrapartidas. São essas contrapartidas que determinam a adoção voluntária de tais cláusulas por alguns investidores em determinadas circunstâncias. No caso concreto dos autos, por exemplo, a própria indicação de conselheiros (...) é uma clara contrapartida. Outra contrapartida foi o direito de veto a determinadas matérias. E é claro que tais direitos foram parte do custo incorrido para atrair tais investidores. O único objetivo do acordo não era “dar direito aos minoritários”, e sim convencê-los a *virem a ser* investidores.

Em nada uma engenharia da governança implica por si só abuso, assim como outras estruturas não significam ausência dele. Muda-se a estrutura, mantêm-se os deveres *nas decisões*. Reporto-me à conclusão do artigo de minha coautoria já mencionado

*A fórmula de vinculação plena da administração ao deliberado em acordo de acionistas mantém íntegros os controles contra abusos praticados por quem tem o poder de decidir. Controladores têm deveres equivalentes aos dos administradores. Ambos devem decidir em prol “da companhia”, isto é, à coletividade dos acionistas; apenas mudam os dispositivos legais aplicáveis e as medidas cabíveis. Sejam as disposições do art. 154, §1º, sejam as dos arts. 115, 116, p.u., e 117, §1º, a identificação de quem é o responsável pela violação de tais deveres não prejudica os mecanismos disponíveis a quem for prejudicado por eventuais abusos. Uma determinada estrutura de governança não é melhor ou pior que outra em abstrato, sem verificação de sua adequação a uma realidade fática específica, que os agentes têm condições de verificar em cada circunstância particular e fortes incentivos para acertar. O que se quer aqui ressaltar é que em qualquer delas, há problemas semelhantes e remédios também semelhantes<sup>2</sup>.*

---

2 PAS 19957.011341/2018-77, Rel. Pres. Marcelo Barbosa, julgado em 12.07.2022. Referência bibliográfica ao artigo na própria Manifestação de Voto.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

10. Pela completa identidade da tese, poderia reproduzir por inteiro aqui o referido voto que pareceria ter sido escrito especificamente para este processo. Assim, apenas remeto ao lá escrevi.
11. Em suma, não deveria haver razão para se ficar debatendo contra a constatação de que acionistas podem estruturar-se de forma a manter mais diretamente o comando do que é seu. Se houve a organização de modo a que alguns grupos exerçam na prática o mando, esses grupos atraem para si a prerrogativa de agir, e junto com ela os deveres inerentes à condição de fiduciários da coletividade de investidores.
12. Ter amplos poderes e poder exercê-los diretamente não é um problema em si. Conforme o caso, há vantagens de redução do custo de tomada de decisão, melhora do alinhamento de interesses, entre as inúmeras outras que levam investidores a *escolher* tais formas ao invés de outras mais similares a modelos teóricos, mais antigos, ou mais usuais.
13. E é claro que se a estrutura for usada para cometer abusos, a própria Acusação mostra nas demais acusações neste processo, qual deve ser a consequência: responsabilizar quem os cometeu, mas pelo que tiverem cometido de ilegal. Como foi feito, é como se acusasse um motorista por cometer um atropelamento e ao mesmo tempo o crime de possuir o carro.
14. Concluo este trecho com a reflexão de que o erro por trás dessa acusação vai bem além de uma falha na interpretação da lei. Esse erro parece ter duas faces: numa, reside uma concepção equivocada do que são as companhias. É uma falha epistemológica. Alguém parte do modelo teórico de sua preferência sobre o que *deveria* ser uma companhia, e esbarra em alguma que não atende ao modelo; ao invés de concluir que sua teoria estava incompleta, prefere aferrar-se a ela e concluir que o erro não é seu, e sim das milhares de pessoas que escolhem uma forma de organização diferente, sujeitando seus patrimônios a sua escolha. Na outra face do erro, reside a concepção de achar que o comportamento humano deve ser tolhido quando há *a possibilidade* de usá-lo de maneira indevida, e que *ser capaz de errar* pode ser confundido com erro.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

### III. DIVERGÊNCIAS

15. Trato dos acusados sobre os quais divirjo em quatro subseções: (a) Considerações Gerais; (b) Portugal Telecom; (c) Fernando Portella, Shakhaf Wine, Otavio Azevedo; e (d) Bayard Gontijo.

#### III.a. Considerações gerais.

16. As conclusões a que o Relator chega sobre a reprovabilidade da conduta dos dois grupos de acusados acima apoiam-se nas seguintes premissas:

- (i) **A exposição da Portugal Telecom à ESI**, pela aplicação financeira de €750 milhões; e
- (ii) **O poder do CFO da Portugal Telecom poderia movimentar esses valores, sem autorização prévia** do comitê de auditoria e do conselho de administração.

17. Em linha com a Acusação, o voto do Relator considera esses dois pontos **fatores de risco** para a integridade dos ativos a serem vertidos na Oi, no aumento de capital inserido na Operação Societária, pois:

- (iii) A exposição financeira seria **excessiva**, por concentração na ESI;
- (iv) A alçada do CFO representaria **falta de controles adequados** para a gestão dos excedentes de tesouraria.

18. Tais “riscos” terminaram por se concretizar, na transferência dos valores para o Investimento Rio Forte, posteriormente inadimplido.

19. Minha divergência central quanto aos entendimentos do Relator não é jurídica, mas de avaliação dos fatos. Nesse sentido, embora trate mais detidamente na subseção respectiva, concordo que a Portugal Telecom deve sim ter sua conduta avaliada sob o critério do dever de lealdade, e que os Conselheiros teriam sim o dever de alertar a Oi sobre riscos conhecidos.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

20. Eis o que entendo de maneira diversa sobre os fatos. Mesmo que consideremos que os acusados tinham consciência dos enunciados (i) e (ii) acima (aplicação financeira e governança), **não havia razão para considera-los fatores de risco** à época das operações qualquer, como nos enunciados (iii) e (iv).

21. Parece-me irreal supor que tais fatores pudessem chamar a atenção como riscos. Como evidência, aponto que os auditores independentes, o comitê de auditoria da sociedade, e mesmo o órgão regulador português, não os identificaram. É preciso ter em mente o que era o Banco Espírito Santo, que chegou a ser o maior banco privado de Portugal. Uma aplicação financeira no Grupo Espírito Santo pareceria a qualquer um em Portugal algo tão “arriscado” quanto uma aplicação financeira no Bradesco pareceria a brasileiros.

22. Tratar como risco uma das causas de um evento complexo, por mais que tenha sido determinante, é extremamente delicado. Em alguns casos isso é até possível. As aplicações da Portugal Telecom poderiam estar todas “diversificadas” entre alguns fundos de investimento de perfil extremamente agressivo, e julgar essa política como arriscada depois do fato não dependeria de viés de retrovisor. Seria análogo a como olhar para um acidente de trânsito já ocorrido e dizer que o motorista foi negligente por estar enviando mensagens de texto enquanto dirigia. Já a exposição ao Grupo Espírito Santo, não questionada por auditores independentes, comitê de auditoria ou mesmo o órgão regulador português, me parece estar mais para o rompimento de um cabo no sistema de freios, num carro novo com revisões frequentes. Causou o evento? Sim. Se tivesse sido corrigido, teria evitado o evento? Sim. Era possível corrigir? Sim. Mas a pergunta-chave é: havia razão para desconfiar do mau funcionamento?

23. A história mostra como são traumáticas as crises bancárias, e isso está diretamente ligado à confiabilidade transmitida pelo sistema bancário. Se fossem previsíveis, não gerariam as crises, que vêm justamente da noção de segurança e confiabilidade que transmitem, mesmo quando não seja tão merecida – daí os relatos dos Defendentes no sentido de que aquelas aplicações eram como dinheiro, disponibilidade de caixa.

24. Foi só após o estouro do escândalo Rio Forte e as várias auditorias que se seguiram, algumas anexadas aos autos, como a da PwC e da própria Portugal Telecom, que passou a fazer sentido ver como “excessiva”, ou mesmo elevada, a exposição financeira ao Grupo Espírito



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

Santo. Foi só nessa ocasião, também, que se fez o juízo de ausência de controles adequados para a gestão de tesouraria da sociedade.

25. Somente após essas auditorias, a CMVM determinou à Portugal Telecom que procedesse à publicação de um comunicado ao mercado esclarecendo os erros constantes das Notas 24 e 45.1.3 das demonstrações financeiras de 31.12.2013, ou, em outras palavras, informando que a aplicação financeira de € 750 milhões divulgada na primeira nota consistia em títulos emitidos pela ESI, e que a sociedade não praticava a política de diversificação de investimentos erroneamente informada na segunda nota.

26. As deficiências informacionais dessas notas não foram identificadas pelos auditores independentes daquelas demonstrações, e não vejo como exigir que o tivessem sido pelos acusados, que, ademais, pelo que está nos autos, não sofreram qualquer sanção do órgão regulador português por deixarem de identificar e denunciar tais erros à administração da Portugal Telecom.

### **III.b. Considerações específicas Portugal Telecom:**

27. A conduta da Portugal Telecom que a Acusação questiona é a omissão em reportar a realização e a renovação, com os problemas dos títulos de emissão do Grupo Espírito Santo / Rio Forte no âmbito do aumento de capital da Oi, em fevereiro e abril de 2014, respectivamente.

28. Diz o Relator:

*“A defesa também argumenta que a omissão em informar os acionistas sobre os riscos envolvidos no Investimento Rio Forte teria se dado por falha no dever de diligência de seus administradores. A omissão não poderia ser considerada abuso de poder de controle, pois representaria carta branca para acusações, capaz de condenar o controlador por qualquer ato”.*

*Acusação reconhece que a Portugal Telecom, enquanto instituição, sequer teve conhecimento da existência do Investimento Rio Forte, que teria sido ocultado da sociedade e de todas as instituições atuando no aumento de capital e na Oferta Pública Global, por alguns de seus administradores.*





## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

29. O Relator afasta a argumentação da Portugal Telecom sob o argumento de que ela teria sido responsável pelas falhas que ocasionaram o Investimento Rio Forte ao manter a governança falha. Diz o §289 de seu voto:

*“a conclusão a que cheguei, já consignada anteriormente neste voto, é que essa estrutura de governança, que permitiu que o Investimento Rio Forte fosse realizado, estava institucionalizada na Portugal Telecom muitos anos antes da realização do Investimento Rio Forte, sem qualquer contestação por parte de seus órgãos sociais, ao menos segundo os autos.*

*Não podem ser aceitas, assim, as alegações de que a própria sociedade não teria qualquer responsabilidade quanto às falhas havidas na prestação de informações sobre os títulos, quando da Oferta Pública Global”*

30. Essa argumentação, porém, me parece muito similar àquela feita pela Acusação, que o próprio Relator corretamente afasta, que constitui a acusação por abuso no poder de controle por criação e manutenção de estrutura apta ao cometimento de abusos. Se não podemos responsabilizar alguém por manter uma estrutura permissiva de abusos, mas somente pelos abusos concretamente verificados, a mesma lógica deve ser seguida neste ponto.

31. A própria Acusação reconhece que a Portugal Telecom desconhecia os investimentos nos títulos da Rio Forte. Não por outra razão, a própria Acusação se refere à “fraude na Portugal Telecom”, aplicando à mesma lógica à empresa portuguesa que aplica na acusação da Estrutura de Controle. Nesse ponto, me parece ter tido mais coerência que o Voto do Relator, que rejeitou uma e implicitamente acatou a outra.

32. Com efeito, o voto reconhece, como a Acusação, que a Portugal Telecom tenha sido prejudicada, e que o Grupo Espírito Santo deliberadamente omitiu os riscos de seus ativos a seus investidores. Se a Portugal Telecom foi vítima, ela não pode ser considerada desleal. Uma coisa é se falar em falta de diligência como modalidade de culpa. mas não em falta de lealdade, conceito diretamente ligado à intenção de obter benefícios apenas voltados à coletividade de investidores. Ser incapaz de evitar ser vítima de fraude não pode ser confundido com deslealdade, em qualquer acepção da palavra – especialmente na que ela adquire em âmbito do direito societário.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

33. É difícil falar em intenções de uma pessoa jurídica, mas é simples a constatação de que não havia possibilidade de ganho para a Portugal Telecom que decorresse de perdas impostas aos demais acionistas, nos termos do seu dever de lealdade. Deste modo, entendo que a Portugal Telecom não pode ser considerada omissa por não reportar o que não tinha condições de saber; e mesmo que se considere que esse desconhecimento decorresse da lassidão de sua estrutura de governança, tratou-se de fraude – nas palavras da própria Acusação.

### **III.c. Fernando Portella, Shakhaf Wine, Otavio Azevedo**

34. Em síntese, o ilustre Relator concluiu que os conselheiros aqui referidos se omitiram em alertar a Oi e seus administradores dos potenciais riscos trazidos pela elevada exposição financeira da Portugal Telecom ao GES/ESI, previamente à integralização de seus ativos no aumento de capital da Companhia.

35. Por não terem alertado a Oi dos riscos mencionados nas considerações gerais acima, Fernando Portella, Shakhaf Wine e Otavio Azevedo teriam faltado com seu dever de diligência para com a Companhia. Teriam tido oportunidades para isso nas reuniões realizadas em 19.02.2014.

36. Como exposto também na parte geral, as deficiências informacionais não foram identificadas pelos auditores independentes, e não vejo como exigir que o tivessem sido pelos acusados, que, ademais, pelo que está nos autos, não sofreram qualquer sanção do órgão regulador português por deixarem de identificar e denunciar tais erros à administração da Portugal Telecom.

37. Desse modo, ainda que se atribua aos acusados o conhecimento das aplicações financeiras e da alçada do diretor financeiro da Portugal Telecom, não há como dizer que conheciam qualquer risco. Concordo com o entendimento jurídico do Relator de que eles teriam o dever de informar riscos que conhecessem, mas não há como lhes imputar omissão em informar o que não sabiam e nem poderiam saber

38. Por essas razões, voto pela absolvição de Fernando Portella, Shakhaf Wine e Otavio Azevedo da acusação de infração ao art. 153, da Lei das S.A.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

### III.d. Bayard Gontijo

39. A mesma lógica referida acima, sobre os conselheiros da Oi que também eram administradores da Portugal Telecom, aplica-se em certa medida a Bayard Gontijo, diretor financeiro da Oi. Refiro-me à total imprevisibilidade dos eventos que levaram à quebra do Banco Espírito Santo e conseqüente derretimento do valor dos investimentos na Rio Forte.

40. Uma diferença a ser reconhecida é que Gontijo tinha um dever maior de diligência quanto a investigar problemas de natureza financeira. Nesse sentido, há nos autos prova de que a questão da governança da Portugal Telecom já lhe tinha sido trazida à atenção, mostrando que o que é tratado pela Acusação como “risco” passou ao menos perto de ser identificada como tal.

41. Com esse dever maior de investigar a fundo os aspectos financeiros da Operação Societária, talvez para um diretor financeiro a concentração num só grupo bancário já pudesse ser considerada um sinal de alerta, mesmo supondo a solidez do grupo. O desafio aqui é, novamente, o de abstrair o viés de retrovisor.

42. Parece-me, assim, que é mais nítida a inexigibilidade de conduta diversa dos conselheiros do tópico anterior; quanto a Bayard Gontijo, é certo que o evento da quebra do Grupo Espírito Santo lhe era tão imprevisível quanto a qualquer outro, mas certos parâmetros de cautela são próprios e exigíveis de um profissional com sua incumbência. A licitude de sua conduta, portanto, é um pouco menos nítida que a dos demais.

43. Dito isso, reconhecendo que não chego a uma convicção tão clara sobre esse acusado, certo é que a dúvida opera em favor do réu, pelo que voto também pela absolvição de Bayard Gontijo quanto à acusação que lhe é formulada de violação do art. 153, da Lei das S.A.

Rio de Janeiro, 31 de maio de 2023.

João Accioly

Diretor