

**SESSÃO DE JULGAMENTO DO
PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR**

CVM Nº 21/04

Acusados: Antônio Luiz Rios da Silva
Leandro Martins Alves
Luiz Fernando Gusmão Wellisch
Paolo Enrico Maria Zaghen
Ricardo Alves da Conceição
Vicente de Paulo Diniz

Ementa: **Imputação de descumprimento, por administradores do Banco do Brasil S/A, dos deveres impostos pelos artigos 153 e 154, caput, da Lei nº 6.404/76, ao não agir com o cuidado e a diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração dos seus próprios negócios e no interesse da companhia, satisfeitas as exigências do bem público e da função social da empresa. ABSOLVIÇÃO.**

Decisão: Vistos, relatados e discutidos os autos, o Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários, com base na prova dos autos e na legislação aplicável, por unanimidade de votos, decidiu absolver todos os acusados das acusações que lhes foram imputadas.

Presente o acusado Vicente de Paulo Diniz, que fez uso da palavra para acrescentar informações adicionais à sua defesa.

Presente a advogada Érika Cristina Frageti Santoro, representando todos os acusados.

Presente o procurador-federal Arnaldo Almeida de Amorim, representante da Procuradoria Federal Especializada na CVM.

Participaram do julgamento os diretores Pedro Oliva Marcilio de Sousa, relator, Eli Loria, Maria Helena de Santana, e o presidente da CVM, Marcelo Fernandez Trindade, que presidiu a sessão.

O Presidente encerrou a sessão, informando a que o Colegiado da CVM oferecerá recurso de ofício ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional no tocante às absolvições proferidas.

Rio de Janeiro, 15 de maio de 2007.

Pedro Oliva Marcilio de Sousa

Diretor-Relator

Marcelo Fernandez Trindade

Presidente da Sessão

Relatório

Da Origem

01. Trata-se de Inquérito Administrativo instaurado para apurar a existência de irregularidades relacionadas ao investimento efetuado pelo BB - Banco de Investimentos S.A. ("**BB-BI**"), subsidiária integral do Banco do Brasil S.A. ("**Banco do Brasil**"), em ações preferenciais classe A ("**PNA**") da Pegasus AG Telecom S.A. ("**Companhia**").

Dos Fatos

02. Em 16.08.01, a Corregedoria Geral da União ("**CGU**") enviou correspondência à CVM (fls. 03) informando a instauração do processo 00190.00578/200-65 e solicitando informações sobre a instauração de procedimento interno

nesta Autarquia com o objetivo de apurar irregularidades relacionadas com a operação de compra de ações da Companhia, tendo em vista a possibilidade dessas operações terem ocorrido ilícitamente, em prejuízo ao Tesouro Nacional.

03. O ofício da CGU trazia anexa cópia de uma coluna publicada na imprensa, na qual foi mencionada a operação de compra de ações supervalorizadas da Companhia pelo Banco do Brasil, a despeito da existência de relatório, emitido pela sua divisão de avaliação de empresas, que teria considerado a operação arriscada e o projeto de "pouca atratividade".

04. Diante das informações encaminhadas pela CGU, a Gerência de Fiscalização Externa (" GFE-1") inspecionou o Banco do Brasil e a Companhia, com o objetivo de verificar os processos de tomada de decisão dos investimentos realizados, o que resultou no Relatório de Inspeção CVM/SFI/GFE-1/Nº022/02, de 04.11.02 (fls. 13/37 e 38/321).

05. De posse das informações apuradas pela Superintendência de Fiscalização Externa (" SFI"), a Superintendência de Relações com Empresas (" SEP") concluiu pelo não oferecimento de termo de acusação, tendo encaminhado proposta de abertura de inquérito administrativo com o fim de apurar eventual violação aos arts. 153 e 154 da Lei 6.404/76 pelas pessoas que aprovaram os investimentos na Companhia. Em 28.09.04, a proposta de abertura de inquérito administrativo encaminhada pela SEP foi aprovada.

Dos Trabalhos Realizados

06. Em 12.01.02, a SEP encaminhou o OFÍCIO/CVM/SEP/GEA-2/Nº 27/02 (fls. 03) ao diretor de relações com os investidores do Banco do Brasil, para que encaminhasse os documentos relativos às operações realizadas, bem como prestasse quaisquer informações que lhes fossem atinentes. Em atendimento ao solicitado, o vice-presidente de controle e relações com os investidores forneceu, em correspondência datada de 22.01.02 (fls. 283/284), os seguintes esclarecimentos:

(i) os investimentos teriam ocorrido através de dois aportes realizados pelo BB-BI: o primeiro no valor de R\$3.627.200,00, oriundo de uma participação subscrita em 18.05.00, e o segundo totalizando o montante de R\$18.400.000,00. Ambos teriam sido efetuados entre 02.10.00 e 21.12.00 e, conjuntamente, correspondiam a 2.717.012 ações PNA da Companhia, ou 6,729% de seu capital social;

- i. o primeiro aporte foi aprovado em 16.05.00 pelo comitê de administração da unidade de finanças e contou com expressa anuência do diretor de finanças e mercado de capitais, ambos do Banco do Brasil;
- ii. o segundo e último aporte de capital, que totalizou R\$18.400.000,00, contou com a aprovação tanto da diretoria do Banco do Brasil, quanto dos responsáveis pela administração do BB-BI, tendo sido submetido à análise de outros órgãos do próprio Banco do Brasil, antes de sua efetivação;
- iii. ainda com relação ao segundo aporte, a aprovação tinha como suporte o "*business plan*" elaborado pelo Banco de Investimento JP Morgan, e submetido à análise das empresas de consultoria McKinsey & Company e Cluster; e
- iv. diante dessas ratificações, delegou-se ao comitê de administração da unidade de finanças do Banco do Brasil poderes para que procedesse a negociação de aporte de capital nos valores mencionados, tendo como base os valores para precificação da Companhia entre US\$370 milhões e US\$215 milhões, sendo o valor econômico da Companhia correspondente às ações negociadas de US\$292 milhões referendado por esse comitê em 26.10.00.

07. No dia 11.06.02, em reunião realizada entre inspetores da CVM e o diretor de mercado de capitais e investimentos do BB-BI, Eloi Cogliatti, foram prestadas as seguintes informações sobre as operações realizadas:

(i) a diferença de preço das ações de emissão da Companhia que, no primeiro aporte, era R\$2,86 por ação e, no segundo, R\$12,71 por ação – uma diferença de mais de 444% -, justificava-se, pois o primeiro aporte mostrou-se um bom investimento, sendo a oscilação computada razoável ao mercado de capitais;

- i. a diferença existente entre o valor pago no segundo aporte, com o valor da empresa estimado em US\$292 milhões e a avaliação do capital próprio da empresa, em US\$215 milhões, era justificada, pois, segundo as normas do Banco do Brasil, a diretoria teria alçada para tomar essas decisões ou atribuir alçada ao comitê de investimentos, independente das indicações presentes nos relatórios da área de análise;

- ii. a taxa de retorno do aporte, considerando como valor econômico da Companhia o montante de US\$292 milhões, teria sido calculada em 17,3%, apenas 0,9% abaixo dos 18,2%, calculado pela analista de risco;
- iii. os cálculos estimados pela área de análise não haviam contabilizado os aspectos estratégicos da Companhia para a Telemar e os conseqüentes ganhos indiretos que o Banco do Brasil podia auferir em função dos seus investimentos nesta última; e
- iv. o objetivo da operação com a Companhia seria de especulação, com a compra de uma posição no intuito de vendê-la por um preço bem maior num futuro não muito distante, baseado na expectativa de que a empresa poderia ser comprada, posteriormente, por um preço vantajoso, pela própria Telemar.

Sobre a Companhia

08. No que se refere à Companhia, a inspeção realizada constatou que suas atividades operacionais iniciaram-se em 2000, ano em que ocorreram os primeiros aportes de recursos de seus novos acionistas (R\$3.628.800,00¹ do BB-BI, em 18.05.00, equivalentes a 20% do total das ações subscritas). O primeiro resultado operacional positivo da Companhia deu-se a partir de março 2002 e, segundo a Comissão de Inquérito, *"uma projeção dos resultados para esse ano de 2002, a partir dos números obtidos até aquele momento (março de 2002), indicava a geração de um EBITDA de US\$8.739 mil (fls. 300), bem distante dos US\$40.000 mil previstos pelo Business Plan, de setembro de 2000 (fls. 185/249)"* (fls. 300).

Primeiro Aporte de Capital

09. Quanto ao primeiro aporte de capital realizado, a Comissão de Inquérito destacou inicialmente a existência do Relatório Operacional GETEC 20/2000 (fls. 290/295), que fez a análise técnica do investimento realizado, cujas principais conclusões seguem abaixo:

- i. a avaliação de retorno com base no *Business Plan* apresentado, indicava a perspectiva de rentabilidade de longo prazo, num horizonte de 30 anos, o que refletiria um grande risco para o investimento, uma vez que o segmento dependia de alta tecnologia, cujo tempo de vida útil vem se mostrando cada vez menor; e
- ii. considerando a pouca atratividade do projeto, visto os riscos de concorrência e tecnologia, o investimento do BB-BI poderia ser avaliado do ponto de vista indireto, como um projeto estratégico para Telemar, onde o Banco do Brasil tem uma participação via Brasilveículos e Brasilcap.

10. Em depoimento tomado pela Comissão de Inquérito, a analista Fernanda Guilherme Abranhão Ossaille, responsável pelo relatório, declarou (fls. 39/40) que: *"os únicos dados fornecidos para que fosse feita a avaliação dos investimentos a serem realizados na PEGASUS Telecom S.A. (primeiro aporte) constavam na cópia de uma apresentação da McKinsey Company, que não continha dados suficientes para um aprofundamento da análise"*. Mais adiante, a depoente declarou que apesar do risco *"o investimento do Banco do Brasil-BI poderia ser avaliado como interessante do ponto de vista estratégico, por possuir o Banco do Brasil uma participação indireta na TELEMAR, que seria beneficiada com possíveis resultados auferidos por essa última"*.

11. Em outro depoimento, tomado da analista Marília Oliveira Carmo (fls. 42/43), também responsável pela elaboração do relatório de análise, ressaltou-se que a solicitação de estudo da Companhia, em 11.05.00, foi feita *"tendo como única fonte para análise a apresentação do Plano do Negócio realizada pela McKinsey Company"*.

12. A Nota GEPAR 00/240, de 16.05.00 (fls. 286/288), proveniente do comitê de administração da unidade de finanças do Banco do Brasil, propôs o aporte na Companhia, no montante equivalente a US\$2 milhões, via BB-BI. A Nota avaliava o investimento na Companhia como estratégico para a Telemar, na qual o Banco do Brasil possuía participação relevante. Também estabeleceu como condição para o aporte, a participação efetiva dos demais investidores. Não constou dela as informações desfavoráveis ao investimento contidas no Relatório Operacional GETEC 20/2000.

Segundo Aporte de Capital

13. O Relatório Operacional GETEC 00/46, de 04.10.00 (fls. 306/319), que subsidiou a análise do segundo aporte de capital deu-se a partir das informações do *Business Plan* elaborado pelo Banco de Investimento JP Morgan, datado de 20.06.00, que fez uma projeção dos resultados da empresa até 2005.

14. Nesse Relatório Operacional, foi projetado o fluxo de caixa operacional líquido (líquido de impostos e de investimentos) para até o ano de 2020, encerrando o fluxo com uma perpetuidade do caixa operacional para os anos

posteriores, cujo crescimento foi estipulado em 6% a.a. A taxa de desconto do fluxo operacional – o custo médio ponderado de capital da empresa – foi calculada em 18,2%.

15. Consta, também, uma tabela com diversas avaliações da Companhia, resultantes da variação da taxa de desconto, em torno do custo médio esperado de capital, calculada em 18,2%. A tabela mostra as alternativas de custo do capital (retorno exigido para as ações), de *Weighted Average Cost Of Capital - WACC* (custo médio ponderado de capital) e de valor para acionistas (avaliação da empresa, líquida do capital de terceiros) (fls. 315):

<i>Custo do Capital</i>	<i>WACC</i>	<i>Valor para acionistas (US\$ mil)</i>
20%	16,2%	370.009
23%	17,2%	286.581
25%	18,2%	215.331
28%	19,2%	154.325
30%	20,2%	101.961

16. A Nota FINAN/GEPAG 2000/0427, de 05.10.00, apresentou a proposta, aprovada pelas diretorias do Banco do Brasil e do BB-BI, datada de 17.10.00, de participação do BB-BI no montante de US\$10 milhões no segundo aporte de capital na Companhia. Foram destacados os seguintes itens, da referida Nota, favoráveis ao segundo aporte:

- (i) a Brasilveículos e a Brasilcap detinham 10% do capital total da Telemar (5% cada uma);
- (ii) o aporte de capital proposto foi de US\$90.000,00 e o negócio se revelava estratégico para a Telemar, que iria aportar o montante de US\$60 milhões (66,67% do valor do aporte), podendo-se afirmar a estratégia da Telemar de se antecipar à concorrência, diante da liberação das áreas de atuação a partir de 2003;
- (iii) estudo elaborado pelos Bancos de Investimento JP Morgan e UBS Warburg, contratados pela Companhia, indicava um valor econômico de US\$315 milhões para a Companhia;
- (iv) a taxa mínima de retorno definida para os investimentos do BB-BI era de 12% a.a. e "o valor econômico encontrado nesse nível – US\$370 milhões – corresponde a uma taxa situada acima da taxa mínima de retorno esperada";
- (v) considerando os aspectos estratégicos envolvidos, além da perspectiva de rentabilidade do investimento, foi apresentada a proposta de participação no aporte de capital com a importância equivalente a US\$10 milhões sobre um valor econômico de US\$215 milhões;
- (vi) considerando: (a) a provável necessidade de negociação da participação com valor econômico superior a US\$215 milhões; e (b) a definição de valor econômico para a empresa em nível que assegure taxa de retorno superior ao mínimo definido para os investimentos do BB-BI, foi proposto que a diretoria autorizasse o aporte de US\$10 milhões dentro dos valores estabelecidos pelo intervalo de taxas de desconto entre 16,2% e 18,2%, ou seja, valores de precificação da empresa entre US\$215 milhões e US\$370 milhões.

17. O Relatório Operacional GETEC 00/58, de 25.10.00, complementou o Relatório Operacional GETEC 00/46, de 04.10.00 e atendeu à demanda da diretoria do Banco do Brasil e do BB-BI para que calculasse a taxa de desconto para o valor econômico apresentado. Esse relatório destacou que:

"Com base na carta enviada pela PEGASUS em 25.10.00 em que estabelece um montante de US\$292 milhões para o valor econômico da empresa a partir de proposta firme de um investidor, já em fase de negociação, calculamos a Taxa de Desconto correspondente a esse valor" (17,30%, com valor para os acionistas de US\$292 milhões.000.000,00).

18. A Nota foi concluída apresentado a proposta de participação em aporte de capital na Companhia, com base no valor econômico de US\$ 292 milhões.

Fatos Relevantes Sobre da Aquisição da Companhia

19. Em 11.07.02, a Telemar anunciou ter fechado um contrato com os Bancos de Investimento UBS Warburg e

Goldman, Sachs & Co., para que realizassem uma avaliação econômico-financeira da Companhia, visando eventual aquisição do controle acionário, ou aumento da atual participação no capital social da Companhia (fls. 250).

20. Em 30.10.02, a Telemar e a Tele Norte Leste Participações S.A. ("TNL") divulgaram que as duas empresas concluíram pela recomendação para aprovação e concretização dos seguintes negócios: (i) aquisição, pela Telemar, das ações representativas de 99,999% do capital social da Companhia, e (ii) alienação, pela TNL para a Telemar, da participação atualmente detida no capital social da Companhia, equivalente a 24,44% (fls. 251/252).

21. Ainda no mês de outubro de 2002, a Telemar apresentou proposta de compra da Companhia, propondo-se a pagar pelo total das ações da Companhia, na melhor das hipóteses, o montante de R\$379.804.000,00, tendo em vista que nesse valor estariam embutidos os créditos fiscais que poderiam (ou não) ser recuperados no futuro.

Alienação da Totalidade da Participação Acionária na Companhia

22. O parecer emitido pela DIMEC/GEPAG, em 18.12.02, analisou a proposta da Telemar para a compra das ações de emissão da Companhia detidas pelo BB-BI e apresentou as seguintes possibilidades:

- i. manutenção da participação – o BB-BI permaneceria na condição de minoritário, sem participação no conselho de administração da Companhia;*
- ii. alienação da participação acionária na Companhia, de acordo com a proposta da Telemar, o que resultaria na apuração de um prejuízo contábil de aproximadamente R\$11.600.00,00 na hipótese de sucesso da arbitragem iniciada pelo Banco ABN AMRO (fls. 370, item 3.6.4) ou de aproximadamente R\$8,3 milhões na hipótese de insucesso; e*
- iii. manutenção da participação do BB-BI com opção de venda para exercício futuro junto à Telemar e opção de compra da Telemar para exercício junto ao titular das ações. Previu-se a possibilidade de venda da participação do BB-BI no prazo de 01 ano, pelo valor proposto pela Telemar corrigido pela variação do CDI. Essa alternativa, consubstanciada em um contrato de opção de venda e de compra de ações da Companhia, viabilizaria a venda imediata dos demais sócios que entendem que a opção atenderia à deliberação da assembléia de acionistas da Telemar (aquisição de 99,999% do capital da Companhia). Tal proposta teria como vantagem a exclusão do BB-BI do risco envolvido na decisão arbitral e do pagamento de *Stock Options* no valor de R\$450.000,00, além de garantir o recebimento de valor superior ao acerto do crédito tributário negociado com os demais vendedores da Companhia.*

23. Esse parecer propôs que a DIMEC fosse autorizada a negociar a opção de compra e de venda em condições que possibilitassem a apuração de um resultado acima do custo contábil registrado no BB-BI. Essa proposta de negociação foi aprovada pela diretoria do Banco do Brasil em 18.02.02 (fls. 372). Porém, a proposta de compra feita pela Telemar não possibilitaria alcançar o parâmetro aprovado, pois o resultado da venda seria inferior ao custo contábil.

24. Um segundo parecer da DIMEC/GEPAG, de 26.12.02, propôs a venda das ações de emissão da Companhia possuídas pelo BB-BI para a Construtora Andrade Gutierrez S.A. e LF-TEL S.A., pelo valor de R\$23 milhões, tendo apresentado como benefícios ao BB-BI:

- (i) saída por valor superior ao contábil, com lucro de aproximadamente R\$1 milhão;*
- (ii) exclusão dos riscos relacionados com a permanência do BB-BI como sócio minoritário em uma sociedade anônima de capital fechado; e*
- (iii) exclusão do BB-BI dos riscos relacionados com os valores a receber pendentes de confirmação no caso de adesão à proposta inicial da Telemar (decisão arbitral, pagamento de *Stock Options* e outras contingências).*

25. A diretoria do Banco do Brasil aprovou, em 27.12.02, a proposta de venda referida no parecer da DIMEC/GEPAG de 26.12.02 (fls. 450).

Conclusões da Comissão de Inquérito

26. A Comissão de Inquérito sustentou que os investimentos na Companhia poderiam ter sido viabilizados, principalmente com relação ao segundo aporte, sem a participação do BB-BI, como comprova uma correspondência encaminhada pela Companhia ao BB-BI, informando que estava, à época, finalizando negociações com um investidor portador de uma proposta firme de US\$292 milhões, que permitia à Companhia alcançar o montante de recursos que necessitava, com ou sem a participação do BB-BI.

27. A Comissão de Inquérito ressaltou, ainda, que segundo o texto da Nota FINAN/GEPAG 2000/0427, de 05.10.00, o Banco de Investimento JP Morgan avaliou a Companhia pelo valor de US\$315 milhões, fato que não corresponderia à verdade, pois a empresa avaliadora teria citado o montante como o total de recursos necessários à execução dos projetos da Companhia, e não como o valor da Companhia para os acionistas.

28. No que se refere ao primeiro aporte de capital, ele teria sido realizado em duas etapas. Primeiro, em 18.05.00, teria sido efetivado o aporte, no montante de R\$3.627.200,00, como adiantamento para futuro aumento de capital. A seguir, em 02.10.00, esse adiantamento teria sido utilizado para a subscrição de 1.269.818 novas ações PNA de emissão da Companhia, ao custo unitário aproximado de R\$2,85.

29. O segundo aporte teria sido efetivado em dezembro de 2000, com a subscrição de 1.447.194 ações PNA (também novas), dependendo o BB-BI o valor de R\$18.400.000,00. O custo unitário aproximado das ações do segundo aporte teria sido de R\$12,71. O total de ações adquiridas teria sido de 2.717.012, resultando no montante de R\$22.027.200,00.

30. O relatório destacou que as ações subscritas pelo BB-BI seriam preferenciais tipo A sem direito a voto (ao contrário das subscritas pelo Banco ABN AMRO que seriam preferenciais tipo B com direito a voto, preferência no pagamento em caso de liquidação e poder de veto sobre determinadas decisões).

31. Quanto às premissas de investimento, essas teriam sido utilizadas sem qualquer preocupação com os cuidados específicos que o investimento exigia. O critério da taxa mínima de 12% a.a., por exemplo, teria sido utilizado com intuito casuístico ao não ter considerado o prêmio necessário pelo risco e, de forma equivocada, por não compará-lo com o retorno sobre o capital próprio, mas com o custo médio ponderado de capital, conceito aplicado para calcular o valor das operações da empresa, financiados com capital próprio e de terceiros. Além disso a avaliação trataria de uma análise de retorno em dólares, enquanto a taxa de juros mínima de 12% a.a. trataria de um conceito utilizado para o retorno em moeda nacional.

32. Para a Comissão de Inquérito, não procederiam as declarações do diretor Vicente Diniz, de que tomava suas decisões baseando-se nas notas técnicas aprovadas pelo comitê de investimentos e de que não analisava os documentos gerados por instâncias inferiores, razão pela qual não chegou a ter conhecimento do Relatório Operacional GETEC 20/2000, uma vez que esse documento serviu como suporte para o primeiro aporte de recursos na Companhia, aprovado por ele mediante a Nota GEPAR 00/240.

33. Por sua vez, a diretora do BB-BI, também superintendente do Banco do Brasil, Helaine Tissiani, considerou desnecessário ter constado na Nota GEPAR 00/240 os pontos negativos abordados no Relatório Operacional GETEC 20/2000, visto que este último seguiu anexo à Nota GEPAR. Tal afirmação contrariaria a declaração do diretor Vicente Diniz de que não teria tomado conhecimento do Relatório Operacional GETEC 20/2000.

34. Concluiu o relatório que o fato – se verdadeiro – de o diretor Vicente Diniz não ter lido o Relatório Operacional GETEC 20/2000 e, também, de não constarem os pontos negativos do Relatório Operacional GETEC 20/2000 na Nota GEPAR 00/240, demonstraria, pelo menos, a falta de zelo com que o processo decisório era conduzido.

35. Observou-se, ainda, que na reunião de diretoria do Banco do Brasil, de 17.10.00, a aprovação do segundo aporte na Companhia se teria ocorrido, praticamente, com base na breve explanação do diretor Vicente Diniz e nos despachos favoráveis para o investimento em todos os níveis hierárquicos envolvidos. Porém, o Relatório GEPAG/042/2000, que serviu como sumário do investimento, não conteria todas as informações necessárias à tomada de decisão por parte dos demais membros da diretoria do Banco do Brasil, entre elas, os pontos negativos apontados no Relatório Operacional GETEC 20/2000 e a diferença de mais 444% do valor da ação em comparação ao primeiro aporte (fls. 262, 283/284), o que seria injustificável sob qualquer ótica.

36. As áreas responsáveis pelas análises e precificações das propostas dos investimentos realizados na Companhia seriam subordinadas ao diretor Vicente Diniz.

37. Destacou-se que o valor da alienação da participação acionária detida pelo BB-BI na Companhia, em 30.12.02, pelo preço de R\$23 milhões foi inferior a R\$27.900.000,00, que seria o valor do investimento (R\$22.027.200,00) corrigido pela taxa mínima exigida nas premissas de investimentos do Banco do Brasil de 12% a.a. O prejuízo aferido, levando-se em conta essa taxa mínima, teria sido de R\$4.900.000,00 à época da operação.

38. A consumação desse prejuízo teria ocorrido em virtude da aprovação dos investimentos com base em argumentos frágeis, entre eles, uma avaliação elaborada pelo Banco de Investimento JP Morgan, encomendada pela própria Companhia, além do fato de não terem sido respeitados os seguintes apontamentos dos relatórios das áreas técnicas:

- i. os pontos negativos apresentados no Relatório Operacional GETEC 20/2000 (itens 20 a 22);

- ii. o preço de US\$215.331.000,00, calculado como o valor justo da Companhia, que foi apresentado no Relatório Operacional GETEC 00/46 (itens 24 a 26), corroborado, em depoimento pela analista responsável; e
- iii. o Relatório Operacional GETEC 2001/111, que reavaliou a Companhia em US\$ 210.304.000,00, montante que confirmou a primeira avaliação.

39. *Os depoimentos colhidos indicariam que, nas reuniões da diretoria do Banco do Brasil, cada proposta era apresentada pelo diretor da área responsável, sendo que os demais diretores tinham à disposição os documentos relacionados ao tema, incluindo, no caso do segundo aporte de capital na Companhia, o Relatório Operacional GETEC 00/46. O citado relatório apresentou como preço justo para a empresa o montante de US\$215 milhões, enquanto que o novo aporte de capital foi embasado no "preço justo" de US\$292 milhões.*

40. *Sustentou-se que, na prática, os diretores embasaram sua decisão em uma súmula (no caso, a Nota FINAN/GEPAG 2000/0427), que não lhes conferiu conhecimento suficiente do assunto em discussão, além de conter erros, como o de considerar o montante de US\$315 milhões – recursos necessários à execução dos projetos da Companhia – como sendo o valor justo da Companhia.*

41. *O fato de o Banco do Brasil e o BB-BI justificarem a decisão de adotar o valor de US\$292 milhões por ser inferior ao supostamente justo, de US\$315 milhões, implicaria na responsabilidade dos demais diretores que aprovaram o segundo aporte, eis que não analisaram adequadamente os documentos gerados pelas áreas de análise do Banco do Brasil, faltando com seu dever de diligência.*

42. *O BB-BI, embora seja uma companhia fechada, não possuía autonomia para deliberar de forma definitiva sobre os investimentos na Companhia, que são objeto deste processo, sendo certo que a decisão final sobre a compra das ações da Companhia coube à diretoria do Banco do Brasil, companhia aberta, submetida ao regime da Lei 6.385/76 e responsável perante esta Autarquia pelos atos praticados contra o interesse de seus investidores minoritários e o regular funcionamento do mercado de valores mobiliários.*

43. *Teria ficado comprovado que o primeiro aporte foi submetido ao crivo do diretor de finanças e de mercado de capitais do Banco do Brasil (fls. 286/288), ao passo que o segundo foi objeto de deliberação pelas diretorias do Banco do Brasil e do BB-BI (fls. 297/301).*

44. Em última análise, esses investimentos – subordinados à supervisão e poder decisório da diretoria do Banco do Brasil – teriam acarretado prejuízo para os acionistas do Banco do Brasil, uma vez que a consequência direta desse tipo de operação seria a redução dos dividendos destinados ao Banco do Brasil e, indiretamente, o abalo na confiança de seus investidores quanto à qualidade e diligência da administração na condução dos negócios das empresas diretamente subordinadas na estrutura do conglomerado, bens jurídicos tutelados pelo poder de polícia da CVM, nos termos do art. 4º da Lei 6.385/76.

Responsabilidades

45. Diante da interdependência existente entre a atuação do BB-BI e do Banco do Brasil, a Comissão de Inquérito atribuiu as seguintes responsabilidades:

- i. Vicente de Paulo Diniz, na qualidade de diretor de finanças e de mercado de capitais do Banco do Brasil, por descumprimento dos deveres impostos pelos arts. 153 e 154, *caput*, ambos da Lei 6.404/76, ao não agir com cuidado e diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração dos seus próprios negócios e no interesse da Companhia, satisfeitas as exigências do bem público e da função social da empresa; e
- ii. Paolo Enrico Maria Zaghen; Leandro Martins Alves; Antônio Luiz Rios da Silva; Ricardo Alves da Conceição; e Luiz Fernando Gusmão Wellisch, na qualidade de diretores do Banco do Brasil, por descumprimento dos deveres impostos pelos arts. 153 e 154, *caput*, ambos da Lei 6.404/76, ao não agirem com cuidado e diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração dos seus próprios negócios e também no interesse da Companhia, satisfeitas as exigências do bem público e da função social da empresa.

Manifestação da Procuradoria Federal Especializada

46. Em resposta ao MEMO/SGE/CCP/Nº 482/06, datado de 24.10.06 (fls. 652), a PFE manifestou-se, em 29.11.06, a respeito dos fatos apurados pela Comissão de Inquérito (fls. 655 a 657), afirmando que entendeu não ser caso de remessa dos autos para o Ministério Público, já que seriam insuficientes os elementos que justificassem a materialidade e, conseqüentemente, a responsabilidade penal dos indiciados.

47. Por fim, a Comissão de Inquérito mostrou-se favorável ao envio do relatório para CGU, tendo em vista sua competência para o exercício do controle interno e defesa do patrimônio público², além do fato do presente inquérito administrativo ter começado a partir de iniciativa da própria CGU.

Das Defesas

48. Em 04.04.07, Paolo Enrico Maria Zaghen, Leandro Martins Alves, Antônio Luiz Rios da Silva, Ricardo Alves da Conceição e Luiz Fernando Gusmão Wellisch ("Defendentes"), ofereceram, conjuntamente, sua defesa (fls. 683/732), apontando os seguintes aspectos:

- i. o relatório da Comissão de Inquérito não teria individualizado suas responsabilidades, razão pela qual requereram sua nulidade;
- ii. como não houve dano relacionado às operações da Companhia, não existiria fundamento para sua responsabilização;
- iii. o relatório que ensejou a instauração do processo teria diversas inconsistências: (a) ao contrário do alegado, não teriam participado da decisão referente ao primeiro aporte de capital na Companhia, conforme se referiria a Relatório Operacional GETEC 20/2000 (fls. 608/650); (b) em relação ao segundo aporte de capital, a decisão favorável ao investimento teria tido como fundamento a *"breve explicação do diretor Vicente Diniz"* que *"não continha todas as informações necessárias à tomada de decisão por parte dos demais membros da Diretoria do Banco do Brasil, entre elas, os pontos negativos apontados no Relatório GETEC nº 20/2000 e a abissal diferença de mais de 444% do valor da ação em comparação com o primeiro aporte"* (fls. 699), ocorre que segundo as declarações pessoais prestadas pela funcionária do próprio Banco do Brasil (fls. 39/40), de que teria julgado oportuno o investimento na Companhia, tendo em vista a participação indireta do Banco do Brasil na Telemar;
- iv. o risco do investimento seria inerente à atuação da Companhia, tendo em vista a competitividade que marca o segmento de mercado em que atua. O investimento realizado, através dos dois aportes de capital, seria estratégico ao Banco do Brasil, na medida em que detinha participação acionária na Telemar, diante da observação do seu histórico e as características operacionais da Companhia. O valor econômico das ações *"utilizado como base para a realização do segundo aporte, projetou uma taxa de 17,3% referendada pelos demais investidores (Tele Norte e ABN), taxa essa superior à taxa de juros praticada na economia brasileira"* (fls. 731); e
- v. o BB-BI seria uma instituição financeira privada de expressiva reputação no mercado, especializada em participações societárias de caráter temporário, não tendo ocorrido qualquer violação de suas premissas de investimento quando da realização de investimentos na Companhia. Esses, inclusive, teriam sido aprovados por todas áreas técnicas do BB-BI e do Banco do Brasil.

49. Por esses motivos, não teria sido comprovada pela Comissão de Inquérito a configuração de má-gestão em relação aos investimentos realizados por parte dos Defendentes, inclusive diante dos resultados favoráveis que o BB-BI auferiu nos exercícios em que ocorreram os aportes na Companhia, conforme demonstraria o montante de R\$136.600.000,00 milhões referentes aos 54,21% de lucro do BB-BI no ano de 2001.

50. Os Defendentes sustentam que, tendo agido com a boa-fé e prudência deles esperadas enquanto administradores do Banco Brasil, não poderiam ser responsabilizados por qualquer eventual insucesso decorrente dos investimentos realizados.

51. Em 04.04.07, Vicente de Paulo Diniz ("Defendente"), ofereceu sua defesa (fls. 733/772), sustentando, além dos aspectos apontados pelos demais Defendentes, os seguintes fundamentos:

- i. caberia aos administradores do Banco do Brasil tomar a decisão final a respeito da realização dos investimentos na Companhia, independentemente do parecer manifestado por suas respectivas áreas técnicas *"ao se referirem a uma perspectiva de rentabilidade de longo prazo, em um horizonte de 30 anos, eis que deixaram de observar a premissa básica para o investimento, tratar-se de um AFAC"* (fls. 740);
- ii. enquanto atuou como diretor de finanças e mercado de capitais do Banco do Brasil, o BB-BI demonstrou excelentes resultados, sendo o investimento na Companhia justificável pela possibilidade de sua aquisição por parte da Telemar, conforme também apontado pelos demais Defendentes; e
- iii. a própria área técnica do Banco do Brasil alterou profundamente o valor das ações da Companhia na

realização do segundo aporte, diante dos riscos e oportunidades que o negócio envolvia. Por essas razões e, tendo em vista tanto a anuência de todas áreas técnicas a que foi submetida à avaliação do investimento na Companhia e atendido o procedimento do Banco do Brasil e do BB-BI, não haveria que se falar na ilicitude das operações realizadas.

52. Por essas razões, sustenta que, tendo agido com a boa-fé e prudência deles esperadas enquanto administradores do Banco do Brasil, não poderiam ser responsabilizados pelo insucesso dos investimentos realizados.

É o relatório.

Voto

53. Neste processo, os indiciados eram administradores de uma sociedade de economia mista de capital aberto controlada pela União Federal, o Banco do Brasil. É por este motivo que o processo iniciou-se a partir de uma comunicação feita pela CGU para a CVM.

54. O fato de o Banco do Brasil ser uma sociedade de economia mista controlada pela União Federal o sujeita (bem como a seus administradores) a uma série de regras de controle e à vigilância de órgãos de vigilância e supervisão do patrimônio da União Federal, como a própria CGU, o Tribunal de Contas da União ("TCU") e a Secretária do Tesouro Nacional ("STN"), que analisam as condutas dos entes estatais e paraestatais de acordo com regras e princípios próprios de direito público.

55. Com relação à supervisão pela CVM, entretanto, uma sociedade de economia mista de capital aberto está sujeita às mesmas regras que as demais companhias abertas de capital privado, sem qualquer regime especial de supervisão. Isso porque a Lei 6.385/76 que estabelece as competências e as finalidades da atuação da CVM não previu qualquer competência específica voltada à proteção do patrimônio da União Federal ou, ainda, submeteu as sociedades de economia mista de capital aberto a algum regime próprio de supervisão pela CVM³.

56. As finalidades legais da atuação da CVM são sempre ligadas (i) ao desenvolvimento do mercado de valores mobiliários (incisos I e II do art. 4º da Lei 6.385/76), (ii) ao funcionamento eficiente e regular do mercado de valores mobiliários (incisos III e V, VI e VII do art. 4º da Lei 6.385/76) e (iii) à proteção dos investidores, especialmente acionistas não controladores (inciso IV do art. 4º da Lei 6.385/76).

57. É interessante perceber que, de acordo com a Lei 6.385/76, a atuação da CVM pode ir contra os interesses da União Federal, quando ela atuar como acionista controlador, uma vez que cabe à CVM "*proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra (...) atos ilegais (...) [dos] acionistas controladores*" (art. 4º, IV, b da Lei 6.385/76)⁴. E assim a CVM já atuou (Processo RJ2003/4985, julgado em 08.11.05, no qual a União Federal foi apenada com advertência⁵).

58. Sem prejuízo da segregação de competências entre a CVM e os órgãos de controle do patrimônio da União Federal, o objetivo da CVM pode coincidir com o objetivo desses órgãos, quando as infrações forem dos administradores de sociedades de economia mista de controle federal, contra o patrimônio dos acionistas (aí incluídos não só as minorias, como a própria União Federal) - essa é a tese sustentada pela acusação no caso concreto. Mesmo nesses casos, a atuação da CVM se fará de acordo com as mesmas regras e princípios aplicáveis às companhias abertas de capital privado, por força do que estabelece o art. 239, § único da Lei 6.404/76. A submissão das sociedades de economia mista de capital aberto ao mesmo regime de supervisão imposto às companhias abertas não deriva apenas da Lei 6.385/76, mas da própria Constituição Federal, que, em seu art. 173, §1º, as sujeita "*ao regime jurídico próprio das empresas privadas*".

59. Em razão do que se disse acima, a CVM deve aplicar na análise da conduta dos indiciados – todos administradores de uma sociedade de economia mista de capital aberto controlada pela União Federal – os mesmos padrões de conduta aplicados aos administradores de companhias abertas não estatais. As regras de controle e de conduta aplicáveis à administração direta e indireta federal, por seu turno, deverão ser aplicados pelos órgãos competentes – CGU, TCU, STN -, sem prejuízo da competência própria do Ministério Público Federal para propor ações de responsabilização dos administradores.

60. Neste processo, a principal imputação é a de violação do dever de diligência – art. 153 da Lei 6.404/76. Os termos desse dispositivo enunciam conceitos jurídicos indeterminados, sem especificar critérios para sua aplicação aos casos concretos. Usualmente, as posições doutrinárias sobre esses dispositivos procuram analisar esses conceitos sem, ainda, estabelecer critérios para sua aplicação a casos concretos. Em sua atividade sancionatória, a CVM vem, ao longo do tempo, estabelecendo esses critérios. Entre eles, pode-se citar os seguintes:

(i) se ao administrador for imputado apenas descumprimento do dever de diligência, a CVM não pode entrar no mérito da decisão negocial⁶ (Inquérito Administrativo 09/03⁷, julgado em 25.01.06, Processo 2005/8542, julgado em 29.08.06⁸, que, embora trate de administração de fundos de investimento, analisa situação similar, Processo 2005/1443⁹, julgado em 10.05.06, Processo 2005/0097¹⁰, julgado em 15.03.07, Processo 2004/5392¹¹, julgado em 29.08.06, Processo 2004/3098, julgado em 25.01.05¹², Inquérito Administrativo 03/02¹³, julgado em 12.02.04)¹⁴;

(ii) não há violação ao dever de diligência, quando o administrador toma (ou deixa de tomar) uma decisão, se sua decisão é informada, refletida e desinteressada (Processos 2005/1443¹⁵ e 2005/0097¹⁶, já citados);

(iii) quando a decisão não for desinteressada, aplicam-se as regras do dever de lealdade (arts. 154 e 155), a partir das quais é possível analisar o mérito da decisão negocial (em outras palavras, o ônus da prova da legitimidade e justeza do ato passa a ser de quem agiu sem observância do dever de lealdade) (Processo 2005/1443¹⁷, já citado, esse mesmo conceito foi aplicado no Processo Administrativo Não Sancionador RJ2003/12770¹⁸, decidido em 26.12.03);

(iv) o administrador não pode alegar falta de competência ou conhecimento técnico (Processo 2005/1443¹⁹, já citado);

(v) o administrador não pode alienar-se do processo decisório (Processo 2005/8542²⁰, já citado); e

(vi) decisões tomadas sem boa-fé, ou com o intuito de fraudar a companhia ou os investidores não estão protegidas pela regra da decisão negocial - item "i" acima (Processo 2005/1443²¹ e Inquérito Administrativo 03/02²², já citados – este último sob ângulo contrário: se está em boa-fé, está protegido).

61. Como se pode ver, a revisão da diligência de um administrador, quando não há falta de dever de lealdade, é, essencialmente, uma revisão sobre o processo de tomada de decisão. As razões para assim ser são, dentre outras, as seguintes (muitas das quais mencionadas nos próprios precedente da CVM):

(i) ausência de capacitação técnica dos agentes da administração pública (e do Poder Judiciário) para se substituírem aos administradores na tomada de decisões negociais;

(ii) reconhecimento de que (a) as decisões dos administradores são tomadas com uma quantidade limitada e imperfeita de informações, inclusive com relação ao desenvolvimento futuro dos fatos e às informações não conhecidas ao tempo da tomada da decisão negocial, e (b) o tempo dos administradores é limitado e deve ser por ele alocado para a tomada de diferentes decisões, com isso, a revisão posterior dos atos tomados sob essas condições é sempre feita a partir de uma quantidade não similar de tempo;

(iii) a revisão posterior, com base em mais informações e mais tempo, diminui o incentivo para que os administradores tomem decisões que envolvam riscos, em razão da possibilidade de responsabilização pessoal; e

(iv) as companhias abertas perderão competitividade para atrair administradores capacitados, em razão da possibilidade de responsabilização pessoal, a ser decidida com base em um conjunto de informações e sob situação diversa da que estarão submetidos quando tomarem suas decisões.

61. Todas essas razões levariam a uma menor eficiência das companhias abertas e, conseqüentemente, do mercado de valores mobiliários, o que faria com que fosse frustrada a finalidade legal de estímulo do mercado de valores mobiliários atribuída à atuação da CVM (art. 4º, I e II da Lei 6.385/76).

63. O posicionamento e os fundamentos utilizados pela CVM para a apuração da violação ao dever de diligência estão

em linha com o posicionamento da jurisprudência e da doutrina americana. Algumas decisões norte-americanas são inclusive citadas nas decisões da CVM (ver Inquérito Administrativo 03/02 e Processo 2005/1443, já citados). Aqui, creio ser interessante, ainda, transcrever uma história utilizada pelo Prof. Bernard Black para justificar o tratamento conferido ao dever de diligência:

"Minha história favorita, quando eu explico a regra da decisão negocial em países em transição²³, nos quais advogados e reguladores normalmente acreditam que os administradores de companhias devem ser responsabilizados por más decisões, é assim. Imagine uma companhia cuja decisão estratégica inclua, neste ano, o gasto de 10 bilhões de dólares para construir várias novas fábricas, para vender produtos que eles ainda não desenvolveram, para consumidores que eles ainda não tem. A estratégia terá sucesso apenas se o mercado crescer 30% neste ano, e seus engenheiros resolverem múltiplas dificuldades técnicas e transformarem seus planos para novos produtos em novos produtos de verdade que possam ser produzidos em massa e em tempo. Se a companhia tiver sucesso, eles vão fazer o mesmo no ano seguinte, só que em escala maior. Se eles fracassarem, as fábricas vão ficar subutilizadas e os equipamentos nas fábricas ficarão obsoletos em cinco anos. O diretor presidente da companhia foi citado na imprensa financeira, onde ele descreve essa estratégia (parafrazeando minimamente) como dirigir um carro a 150 quilômetros por hora, em uma estrada montanhosa sinuosa, no escuro, com as luzes desligadas, tentando não bater.

Essa estratégia é certeza de um acidente, cedo ou tarde. Os administradores apenas não sabem quando. Quando o acidente ocorrer, será que nós queremos um juiz [ou a CVM] olhando essa estratégia e a explicação do diretor presidente, e responsabilizando os administradores pelos danos? Se formos considerar os administradores responsáveis por negligência, esse parece ser um caso claro para fazer isso. Ou será que nós queremos autorizar os administradores a tomarem riscos selvagens, com a esperança de que alcancem sucesso selvagem? A regra da decisão negocial permite que administradores tomem riscos, mesmo riscos selvagens.

Tem um detalhe nessa história. A companhia é a Intel, que é uma das mais bem sucedidas companhias do mundo. O diretor presidente que descreveu a sua estratégia de negócios como dirigir em alta velocidade montanha abaixo no escuro é Andrew Grove. Intel, de fato, saiu da estrada no ano passado. Isso era, afinal, apenas uma questão de quando eles iriam errar uma curva, e não se. Mas Intel é, ainda, uma companhia grande e bem sucedida e os investidores de longo prazo estão muito satisfeitos com seus investimentos²⁴.

Eu acredito que juízes não deveriam penalizar administradores que façam erros honestos. Os ganhos obtidos mediante a revisão posterior de decisões dos administradores quando os seus resultados já são conhecidos são muito pequenos, e os custos de esfriar o 'apetite para tomada de risco' são muito grandes. Por isso, eu apoio a abstenção judicial quando administradores não estão diante de conflito de interesses, junto com uma forte responsabilização quando os administradores fazem operações consigo próprio – self dealing transactions. Essa abstenção está refletida na regra da decisão negocial" (Tradução livre. The Core Fiduciary Duties of Outside Directors in Asia Business Law Review 3-16, pgs. 16 e 17. Tradução Livre).

64. Passo agora a analisar o caso concreto, tentando identificar se a decisão foi desinteressada, refletida e informada:

(i) Decisão Desinteressada: Não há, em qualquer passagem da acusação, qualquer menção a conflito de interesses dos administradores ou à intenção deles de fraudarem o Banco do Brasil, seus acionistas ou de beneficiarem terceiros em prejuízo do Banco do Brasil ou, ainda, à atuação deles sem boa fé. Dessa forma, a revisão das decisões negociais feitas pelos indiciados deve seguir os estritos parâmetros aplicáveis à análise do cumprimento do dever de diligência.

(ii) Decisão Informada. A decisão dos indiciados foi tomada a partir de análises produzidas internamente (Relatório Operacional GETEC 20/2000, Nota GEPAR 00/240, Relatório Operacional GETEC 00/46, Nota FINAN/GEPAC 2000/0427, Relatório Operacional GETEC 00/58, Nota FINAN/GEPAC 2000/0512). A decisão também foi precedida de análises produzidas pelo Banco de Investimento JP Morgan e pela empresa de consultoria McKinsey & Company (ambos instituições tradicionais e renomadas). A despeito da impropriedade técnica de uma das informações constantes de um estudo interno do Banco do Brasil – a Nota FINAN/GEPAC 2000/0427 teria confundido o valor da empresa com o

total de recursos necessários para a execução dos projetos da empresa - essa informação não foi essencial à tomada de decisão, uma vez que o valor do preço por ação do segundo aporte conferia valor de US\$292 milhões à Companhia e não US\$315 milhões como teria erroneamente constado dessa nota. Além do mais, esse erro não pode ser atribuído aos indiciados. As decisões parecem, portanto, ter sido tomadas de forma informada.

(iii) Decisão Refletida. A acusação menciona que a decisão foi objeto de reuniões de diretoria (em 18.05.00, para o primeiro aporte, e em 17.10.00, para o segundo aporte – aqui se fala em despacho e não em reunião, o que, na ausência de maiores esclarecimentos pela acusação, parece indicar a mesma coisa) e que para essas decisões foram feitas diversas análises técnicas, submetidas à consideração dos diretores. Quando da análise do segundo aporte, a diretoria solicitou, inclusive, a produção de um relatório adicional (Nota Operacional GETEC 00/58). A aprovação se deu em acordo com o voto do diretor responsável – o indiciado Vicente de Paulo Diniz. A única indicação que poderia ser tida como contrária ao investimento foi do Relatório Operacional GETEC 20/2000, que, ainda assim, considerou que o negócio, embora não pudesse ser considerado atrativo se analisado isoladamente, poderia o ser, se analisado no contexto da participação societária do Banco do Brasil e suas controladas na Telemar²⁵. A conclusão desse relatório operacional sobre a análise individualizada do investimento, no entanto, não foi ratificada pela Nota GEPAR 00/240 (infere-se da acusação de que esta última nota foi produzida por órgão hierarquicamente superior à original). Em razão dos estudos preparados, da sua utilização como material de suporte decisório, da realização de reuniões e estudos complementares, a atuação dos indiciados deve ser tida como refletida²⁶.

65. Por esses motivos, creio não ter havido violação ao dever de diligência pelos indiciados com relação às decisões questionadas pela Comissão de Inquérito.

66. Embora já tenha concluído pela não violação do dever de diligência, acho importante analisar alguns pontos da acusação. Em primeiro lugar, é importante notar que a análise do processo decisório – que é o que se faz quando se está revendo a observância do dever de diligência – também foi feita pela Comissão de Inquérito, mas não sob a ótica substancial, como feito acima, mas sob uma visão prioritariamente formalista. Ainda assim, conforme consta do item 37 da acusação (que transcreve o item 72 do REI/CVM/SFI/GFE-1/22/02 – o "Relatório de Inspeção 22") todas as regras e procedimentos internos para a tomada de decisão foram seguidas de forma apropriada.

67. Não satisfeitos com a obediência dos procedimentos internos, os inspetores teriam concluído que foi utilizado um "*conjunto de procedimentos que não utilizaram os critérios de prudência indicados para a tomada de decisões que devem nortear investimentos de longo prazo e, principalmente, em um setor de alto risco, como o setor de telecomunicações*". Parece-me, aqui, que todos os limites foram ultrapassados pelo Relatório de Inspeção 22. Em primeiro lugar, a própria acusação menciona que, anteriormente à aprovação das operações, a administração do Banco do Brasil aprimorou os controles internos do processo decisório no BB-BI, em razão de recomendação de sua auditoria interna²⁷. Em segundo lugar, não cabe a CVM dizer como o procedimento decisório de uma empresa deve ser feito, pois cada companhia tem uma estrutura e uma configuração distinta e seus administradores e acionistas podem estar sujeitos a diferentes tipos de risco. Além do mais, é impossível reproduzir *a posteriori* as exatas condições do processo de tomada de decisão e, tendo elas sido tomadas de forma desinteressada e em boa-fé, não podem os administradores serem acusados com base em uma situação ideal de conhecimento total das informações e onde o tempo não é escasso.

68. Assim, tendo em vista o estabelecimento recente de um novo conjunto de regras visando o controle do processo decisório pela administração do Banco do Brasil, é de se presumir, inclusive, que a diretoria do Banco do Brasil – também componente da administração do BB-BI – estava atenta ao aprimoramento dos controles internos não só das operações analisadas, mas do processo decisório negocial como um todo.

69. A parte da acusação que mais se aproxima dos precedentes do Colegiado para a análise do dever de diligência são os itens 77 e 79, assim transcritos:

"77. Destaque-se, ainda, que, conforme depoimentos colhidos, nas reuniões da Diretoria do Banco do Brasil, cada proposta era apresentada pelo diretor da área responsável, sendo que os demais diretores tinham à disposição os documentos relacionados ao tema, incluindo no caso (segundo aporte de capital na PEGASUS), o Relatório da GETEC Nº 00/46. o citado Relatório da GETEC apresentou como preço justo para a empresa o montante de US\$ 215 milhões, enquanto que o

novo aporte de capital foi embasado no "preço justo" de US\$ 292 milhões.

79. O Banco do Brasil e o BB-BI justificaram a decisão de adotar o valor de US\$ 292 milhões por ser inferior ao supostamente justo, de US\$ 315 milhões. Assim, os demais diretores que aprovaram o segundo aporte são responsáveis pelo fato de não terem analisado adequadamente os documentos gerados pelas áreas de análise do Banco do Brasil, faltando com seu dever de diligência".

70. As conclusões da Comissão de Inquérito, entretanto, são equivocadas, não só porque a decisão dos administradores do Banco do Brasil não está em desacordo com os documentos das áreas técnicas²⁸, mas porque o dever de diligência autoriza, inclusive, que os administradores deixem de analisar um determinado negócio, se for pouco relevante, para se dedicar a outros ou para melhor gerenciar o tempo dedicado à administração da companhia, como, aliás, já se decidiu nos Processos 2005/0097 e 2005/1443, já citados. Neste último, diz-se:

"Mesmo que deixe de analisar um negócio, a decisão negocial que a ele levou pode ser considerada refletida, caso, informadamente, tenha o administrador decidido não analisar esse negócio".

71. No caso concreto, a relação entre o valor das operações e o patrimônio total do banco era diminuta (R\$3.627.200 do primeiro aporte, para um patrimônio líquido de R\$7.316.388.000 ou aproximadamente 0,05% e com relação ao segundo aporte, no valor de R\$18.400.000, para um patrimônio líquido de R\$7.528.220.000, ou aproximadamente 0,24%). Mesmo se compararmos com o resultado do exercício, o impacto de eventual perda total não era relevante, se compararmos com o resultado do ano de 2000 (aproximadamente 0,43% para o primeiro aporte e 2,18% para o segundo aporte). Assim, não há violação do art. 153 da Lei 6.404/76 pelo simples fato de os administradores do Banco do Brasil não terem utilizado todo o tempo necessário para o conhecimento detalhado do conhecimento das aportes de capital da Companhia, tendo privilegiado outras decisões mais relevantes.

72. A Comissão de Inquérito também analisou o mérito das decisões de investimentos, mesmo sem apurar a ausência de independência do administradores (*i.e.*, sem mencionar que a decisão era desinteressada), o que contraria os precedentes da CVM (processos listados no item 60 "I" acima). Mesmo assim creio que alguns equívocos foram cometidos na revisão do mérito. Falo, em primeiro lugar da afirmação de que teria havido prejuízo para o Banco do Brasil. Prejuízo não houve pois se investiu R\$22.027.200 e o negócio foi vendido por R\$23.000.000 (item 75 da acusação).

73. Para a Comissão de Inquérito, o prejuízo decorreria do não alcance do retorno esperado 12% a.a., diferença de R\$4.900.000. Essa afirmação não está tecnicamente correta, pois houve lucro e não prejuízo. O que não se conseguiu foi o resultado esperado – o que faz parte do risco de qualquer investimento em participação societária. Mesmo que prejuízo houvesse, entretanto, ausente indicação de benefício pessoal ou intenção de beneficiar terceiros, como é o caso deste processo, não se pode responsabilizar os administradores (aliás, se houvesse benefício pessoal ou intenção de beneficiar terceiros, mesmo que não houvesse prejuízo ou mesmo que o negócio fosse favorável para a companhia os administradores poderiam ser responsabilizados, ver Processos 2005/0097 e 2005/1443, já citados).

74. Um outro equívoco técnico da acusação é a afirmação de que o valor da Companhia na Nota GETEC 00/46 seria de apenas US\$215 milhões. Na verdade, como em todas as avaliações de fluxo de caixa, o valor nunca é exato, mas, dado o grau de subjetividade da avaliação, apresenta-se uma faixa de preço (a própria CVM aceita faixas de preço quando aprova ofertas públicas a preço justo em ofertas públicas de aquisição de ações ou, mesmo, nos estudos de viabilidade utilizados quando da abertura de capital de companhias). A faixa de preço no caso do investimento na Companhia aparece na tabela com os diferentes custo de capital e apresenta uma variação de valor que vai de US\$101.961 mil a US\$370.009 mil (a variação apresentada é maior do que a aceita pela CVM para as ofertas públicas de aquisição por preço justo, o que, no entanto, parece ser justificado em razão dos diferentes propósitos)²⁹.

75. Há, ainda, um fato amplamente favorável ao segundo aporte de capital – aquele que, para a acusação, teria sido feito por preço que representava *"a abissal diferença de mais de 444% do valor da ação em comparação ao primeiro aporte"*. Falo da proposta firme de um terceiro investidor privado e não ligado ao controlador – Banco ABN AMRO – para realizar o aporte integral pelo mesmo valor final do investimento realizado pelo BB-BI (item 28 da acusação).

76. O irônico desse fato é que a acusação resolveu entrar no mérito da decisão do BB-BI para dizer que, tendo em vista essa proposta, o BB-BI não precisaria fazer o aporte, já que havia essa oferta firme (itens 43, "f" e 63 da acusação). Será, no entanto, que essa proposta não é uma confirmação externa e desinteressada, de que, com base na informação disponível naquele momento o investimento na Companhia àquele preço não só era adequado, como interessante? Será que a proposta do Banco ABN AMRO, que veio efetivamente a se concretizar em investimento, embora não integralmente, não serve para legitimar o negócio?

77. O que mais choca na análise do mérito do negócio feito na acusação é a afirmação de que o Relatório GETEC 2001/111 foi desconsiderado quando da aprovação dos investimentos (item 76 da acusação), isso porque esse relatório foi produzido no dia 05.10.01 (fls. 80 a 91), posteriormente, portanto, à aprovação do segundo e último aporte. Além disso, também não é correto dizer que o valor da Companhia foi apontado como sendo de US\$210.304 mil. Apresentou-se, tal qual na Nota GETEC 00/46, um intervalo de valor que, neste último caso, varia de US\$110.404 mil a US\$433.688 mil (fls.90).

78. Há, no entanto, uma falha ainda mais grave. Falo do investimento pela TNL na Companhia nesse segundo aporte de capital (item 39 da acusação). Esse investimento correspondeu a 66,67% do segundo aporte (Nota FINAN/GEPA 2000/0427, transcrita no item 27 da acusação). Se o segundo aporte era uma má decisão negocial, segundo entendeu a Comissão de Inquérito, a administração da TNL também deveria ter sido objeto de investigação, uma vez que ela era uma companhia aberta com controladores comuns aos da Companhia e esse investimento teria beneficiado alguns desses controladores, conforme expressamente reconheceu o item 41 da acusação. Ou seja, para os administradores da TNL essa decisão talvez pudesse não ser considerada desinteressada (a depender da relação deles com seus controladores). Assim, de acordo com os precedentes já mencionados, a Comissão de Inquérito estaria, quanto aos administradores da TNL, autorizada a entrar no mérito da decisão negocial.

79. Feita a análise quanto ao dever de diligência – art. 153 – passo à segunda imputação: a violação do *caput* do art. 154. Embora os parágrafos do art. 154 tratem de questões que podem ser inseridas dentro do dever de lealdade *lato sensu*, o *caput* do art. 154 apenas vincula a atuação dos administradores, ao estilo do que faz o parágrafo único do art. 117 com relação ao acionista controlador, não só ao interesse da companhia, mas, também, às exigências do bem público e da função social da empresa. Dito isto, noto que não há, na acusação, explicação sobre como esse dispositivo foi violado ou vinculação de um determinado fato ao dispositivo violado, o que dificulta a atuação da defesa e do julgador. De qualquer forma, pelos mesmos motivos e argumentos utilizados na análise da violação ao dever de diligência, não consigo perceber atuação dos administradores contrária aos interesses do Banco do Brasil. Assim, tendo em vista que não há, mesmo que de forma indireta, menção à atuação em contrariedade ao bem público ou à função social da empresa, devo votar pela absolvição dos indiciados quanto à segunda imputação.

80. Por fim, gostaria de fazer uma observação sobre a menção pela acusação de contradições entre os depoimentos de alguns diretores e de analistas e, mesmo de documentos. Falo especificamente do conhecimento do tal Relatório GETEC 20/2000. Tendo em vista que esse relatório era um relatório de suporte ao relatório principal, que não continua nenhum ponto definitivo quanto ao negócio (ver item 64, "ii" acima) é compreensível que alguns dos diretores não se recordassem dele quando do depoimento perante a CVM, que ocorreu 5 anos depois dos fatos.

É o voto.

Rio de Janeiro, 15 de maio de 2007.

Pedro Oliva Marcilio de Sousa

Diretor Relator

1 Apesar de esse valor estar no Relatório de Inspeção nesse trecho, ele diverge do valor referente ao primeiro aporte apresentado em todos os outros momentos, que é de R\$3.627.200,00. Essa diferença, no entanto, não é relevante para análise desse processo.

2 Conforme prevê o art. 17, da Lei 10.683/03, "À Controladoria-Geral da União compete assistir direta e imediatamente ao Presidente da República no desempenho de suas atribuições, quanto aos assuntos e providências que, no âmbito do Poder Executivo, sejam atinentes à defesa do patrimônio público, ao controle interno, à auditoria pública, às atividades de ouvidoria-geral e ao incremento da transparência da gestão no âmbito da Administração Pública Federal".

3 Há, é verdade, um regime especial na legislação societária – arts. 235 a 240 da Lei 6.404/76, que se refere à sua constituição, ao objeto social, à eleição de conselheiros de administração e fiscal pelas minorias e aos deveres do acionista controlador e dos administradores. Quanto ao acionista controlador da sociedade de economia mista, o art. 238 expressamente o sujeita aos mesmos "deveres e responsabilidades do acionista controlador [de companhias comuns] (artigos 116 e 117), mas poderá orientar as atividades da companhia de modo a atender ao interesse público que justificou a sua criação". Já quanto aos administradores, que é o que interesse para a solução deste processo, o art. 239, parágrafo único estabelece, sem qualquer exceção, que eles estão sujeitos aos mesmos deveres e responsabilidades dos administradores de companhias abertas. Não há, portanto, fundamento jurídico para que se aplique qualquer regime diferenciado na análise deste processo.

4 Ainda com relação à finalidade de atuação da CVM, é interessante notar que a sua atuação como incentivadora do desenvolvimento do mercado de valores mobiliários deve, nos termos do inciso II do art. 4º "estimular as aplicações permanentes em ações capital social de companhias abertas sob controle de capitais privados nacionais." (grifos inexistentes no original).

5 No Processo 11/96, julgado em 29.06.05 (item 40), a CVM também reconheceu expressamente a capacidade de apenar entes federativos, embora, no caso concreto, tenha decidido absolver o Estado do Rio de Janeiro.

6 Essa é a chamada "business judgement rule" tão desenvolvida na prática norte-americana, traduzida nesta decisão como "regra da decisão negocial".

7 Cf. item 20 do voto do Diretor-Relator: "Conforme já salientado, a administração pode e deve aplicar os recursos do caixa da sociedade sem a necessidade de que tal mister esteja explicitado no objeto social, por se tratar de ato de gestão, inerente aos órgãos de administração, não devendo a CVM se preocupar nessa dicotomização".

8 Cf. item 50 do voto do Diretor-Relator: "...a averiguação da falta de diligência não se dá a partir do mérito da decisão, mas do processo que levou a ela".

9 Cf. itens 29 e 30 do voto do Diretor-Relator: "Na ausência de decisões prévias ou de reflexões sobre o assunto no Brasil, a jurisprudência norte-americana pode servir como um bom subsídio, especialmente porque lá se procura extrair conceitos e regras a partir de casos concretos. Os casos de lá são muito parecidos com os daqui. O desfecho, no entanto, é diferente, muito mais em razão dos atores envolvidos (acionistas, Poder Judiciário e órgão regulador) do que das regras aplicáveis. 30. O dever de diligência já foi objeto de várias decisões judiciais. Nelas, o Poder Judiciário americano tem-se recusado a entrar no mérito das decisões da administração".

10 Cf. item 43 do voto do Diretor-Relator: "Em minha análise, não considere essa motivação, nem entendo que isso tenha feito falta, para chegar às conclusões que proponho. Mas, mais que isso, creio que considerações sobre o mérito de decisões de negócio, em geral, extrapolam o papel do regulador, em sua tarefa de revisão da legalidade dos atos dos administradores de companhia aberta. O regulador deve evitar que sua eventual avaliação seja fator que influencie a análise sobre a legalidade da atuação dos administradores, pois pode observar as decisões tomadas por eles em condições de certa forma mais favoráveis, e sem dúvida bastante distintas das que enfrenta o gestor na hora de fazer escolhas".

11 Cf. item 55 do voto do Diretor-Relator: "Para evitar que essa não revisão do mérito das decisões negociais permita aos administradores tomar decisões em desacordo com o interesse da sociedade, passou-se a rever o processo de tomada de decisão, voltando-se, basicamente, à análise da diligência na

tomada de decisão e a lealdade com que os administradores se portam (ou, em outros termos, o desinteresse dos administradores na decisão tomada)".

12 Cf. voto do Presidente: "Entendo que não cabe à CVM questionar a decisão da administração, tomada no interesse da Companhia, que por força de lei cumpre à própria administração da Companhia. Nestas hipóteses, caberá a CVM tão somente verificar se o preço de emissão das ações objeto do aumento de capital proposto está claramente justificado em conformidade com o que dispõe a Lei n.º 6.404/76, em especial o seu artigo 170, visando a evitar que ocorra a diluição injustificada da participação dos acionistas da Companhia".

13 Cf. voto vencedor: "Assim, segundo penso, os administradores e os acionistas têm discricionariedade para gerir o caixa da companhia e tomar as decisões que entenderem mais apropriadas ao interesse da companhia. E, nesse sentido, vezes há onde o caixa disponível não é suficiente para fazer face a todas as obrigações da companhia - inclusive com o estado, trabalhadores, credores e acionistas - e nessas hipóteses, dentre as decisões imperfeitas ou possíveis, a administração deverá decidir, discricionariamente, no tocante ao gerenciamento de caixa e o fluxo, a prioridade de pagamentos. A CVM, a meu ver, não deve se imiscuir nessa discricionariedade e, a bem dizer, nem tem este poder".

14 Em sentido contrário, os Inquéritos Administrativos 02/07, julgado em 22.11.04, 06/01, julgado em 09.12.04, e 17/01, julgado em 16.10.03.

15 Cf. item 31: "Em razão da regra da decisão negociada, o Poder Judiciário americano preocupa-se apenas com o processo que levou à decisão e não com o seu mérito. Para utilizar a regra da decisão negociada, o administrador deve seguir os seguintes princípios: (i) **Decisão informada**: A decisão informada é aquela na qual os administradores basearam-se nas informações razoavelmente necessárias para tomá-la. Podem os administradores, nesses casos, utilizar, como informações, análises e memorandos dos diretores e outros funcionários, bem como de terceiros contratados. Não é necessária a contratação de um banco de investimento para a avaliação de uma operação; (ii) **Decisão refletida**: A decisão refletida é aquela tomada depois da análise das diferentes alternativas ou possíveis conseqüências ou, ainda, em cotejo com a documentação que fundamenta o negócio. Mesmo que deixe de analisar um negócio, a decisão negociada que a ele levou pode ser considerada refletida, caso, informadamente, tenha o administrador decidido não analisar esse negócio; e (iii) **Decisão desinteressada**: A decisão desinteressada é aquela que não resulta em benefício pecuniário ao administrador. Esse conceito vem sendo expandido para incluir benefícios que não sejam diretos para o administrador ou para instituições e empresas ligadas a ele. Quando o administrador tem interesse na decisão, aplicam-se os standards do dever de lealdade (duty of loyalty)".

16 Cf. item 18: "Uma das formas pelas quais se analisa se o administrador foi ou não diligente é verificando se a decisão negociada foi ou não informada. As atas das reuniões do conselho da Companhia em que foram aprovadas aquisições de títulos de emissão das controladoras indiretas não trazem nenhum vestígio de que tenha havido uma análise diligente a respeito de qualquer das operações".

17 Cf. item 34 do voto do Diretor-Relator: "O padrão de exigência muda completamente, entretanto, quando o administrador é parte interessada na decisão. Nesse caso, deixamos de lado o art. 153 e aplicamos o art. 155 (ou o 154, ou, ainda, o 156, como veremos nos próximos tópicos)".

18 Cf. voto do Presidente Luiz Leonardo Cantidiano, citando Fabio Konder Comparato.

19 Cf. item 32 do voto do Diretor-Relator: "Existem, no entanto, situações em que, além de operações em que se tenha interesse, o Poder Judiciário não aceita a aplicação da regra da decisão negociada. Por exemplo, não se aceita a completa alienação das decisões negociais, alegando-se falta de competência ou de conhecimento".

20 Cf. item 52 do voto do Diretor-Relator: "Nos trechos acima transcritos, o Indiciado confessou que não exerceu qualquer ponderação, censura, reparo, revisão, análise ou julgamento sobre as decisões de realizar as operações discutidas neste processo e, o que é pior, confirmou sua total alienação ao processo, ao imputar a decisão de compra dos ativos a terceiro não contratado (ou habilitado) para a função. Enfim, confessou a falta de diligência e, portanto, eu já poderia concluir aqui pela sua condenação, especialmente porque essa alienação ao processo decisório não é desmentida nas defesas, nem nelas se traz argumentos para relativizar a falta da diligência assumida explicitamente na resposta acima transcrita".

21 Cf. item 32 do voto do Diretor-Relator: "Também não são protegidas pela regra da decisão negociada as decisões tomadas visando a fraudar a companhia, ou seus acionistas, ou aqueles que não tenham sido tomadas em boa fé".

22 Cf. voto vencedor: "E vai além, ainda, a Lei nº 6.404/76, que numa 'tropicalização' da business judgment rule permite inclusive que se exclua a responsabilidade dos administradores, quando se verificar que estes mesmo violando a lei agiram de boa-fé e no interesse da companhia, conforme diz expressamente o parágrafo 6º do art. 159".

23 "Países em transição" era a expressão utilizada para denominar os países do leste europeu e a União Soviética em sua transição do regime comunista para o capitalista. O Prof. Bernard Black foi muito ativo no assessoramento desses países para o estabelecimento da legislação societária e do mercado de capitais.

24 A Intel recuperou-se desse deslize, para, em 2005, novamente sair da estrada. Aparentemente, já se recuperou de novo e os seus investidores de longo prazo parecem estar ainda satisfeitos.

25 Esse relatório, datado de 15.05.00, foi produzido por Marília do Carmo (Gerente de Divisão) e Fernanda G.A. Ossaille (Analista Sênior) (fls 295). Posteriormente, em 05.10.00, essas mesmas funcionárias produziram novo relatório (Relatório Operacional 00/46), que não continha a restrição mencionada (fls. 316).

26 No Processo 09/97, julgado em 13.12.06, administradores foram condenados por falta de diligência em razão da aprovação de operações em desacordo com a recomendação das áreas técnicas. O fundamento da condenação não é a aprovação em desacordo, mas a falta de fundamentação da decisão, em comparação com a forte recomendação contrária das áreas técnicas (ou seja, pelas provas produzidas, a decisão não se mostra refletida). Não há, portanto, como aplicá-lo ao caso concreto, a não ser para absolver os administradores.

27 A aprovação desses novos controles e parâmetros se deu em 10.05.00. Eles estão consubstanciados no documento chamado Premissas de Investimento e de Desinvestimento do BB-BI (cf. itens 14 a 16 da acusação). Esse documento já estava em vigor quando da aprovação do primeiro investimento (aprovado em 16.05.00).

28 Ver também voto de relator 25 dessa decisão.

29 A Nota G5TEC-0046 da, analisando, sobre a tabela: "Apresentamos abaixo um intervalo de preço variando a taxa de desconto em torno de 18,2%" (os valores da tabela variam de US\$101.961 mil a US\$370.009 mil).

Voto proferido pelo Diretor Eli Loria na Sessão de Julgamento do dia 15 de maio de 2007.

Senhor presidente, eu acompanho o voto do diretor-relator.

Eli Loria

Diretor

Voto proferido pela Diretora Maria Helena de Santana na Sessão de Julgamento do dia 15 de maio de 2007.

Eu também acompanho o voto do relator, senhor presidente.

Maria Helena de Santana

Diretora

Voto proferido pelo presidente da CVM, Marcelo Fernandez Trindade, na Sessão de Julgamento do dia 15 de maio de 2007.

Eu também acompanho o voto do Diretor Relator, observando, em relação ao que foi dito da tribuna sobre os AFACs, que, a não ser que o AFAC contenha cláusula que preveja o não pagamento, estabelecendo que o aumento de capital será a única utilização possível dos recursos mutuados, ele nada mais é do que um mútuo que contempla uma opção de investimento. Portanto, a análise que se faz em primeiro lugar é de crédito, fazendo-se subsidiariamente uma análise de investimento.

Assim, ou o AFAC é um mútuo que pode ser utilizado, de acordo com a faculdade do mutuante, para aumento de capital (hipótese em que a análise que será feita inclui uma análise de crédito como outra qualquer), ou o AFAC não permite a alternativa de pagamento em dinheiro. Ele, portanto, é uma faculdade de integralização de futuro aumento de capital. E, neste caso, os deveres dos administradores que a ele aplicam são os mesmos que se aplicam à decisão de uma análise de investimento em aumento de capital.

Feitas essas observações, acompanho o voto do relator e informo aos acusados ora absolvidos que a CVM interporá recurso de ofício no tocante às absolvições proclamadas ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional.

Marcelo Fernandez Trindade

Presidente