

**SESSÃO DE JULGAMENTO DO
PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR**

CVM Nº 25/03

Acusados:

Aldo Luiz Mendes
Antônio Carlos Borges Camanho
Carlos Francisco Ribeiro Jereissati
Celso Fernandes Quintella
Eloir Cogliatti
Fersen Lamas Lambranh
Geraldo Pereira de Araújo
José Augusto da Gama Figueira
José Fernandes Pauletti
Júlio César Pinto
Luiz Eduardo Falco Pires Corrêa
Luiz Eduardo Franco de Abreu
Marcos Grodetzky
Maurício Borges Lemos
Roberto Timotheo da Costa
Roberto Zurli Machado
Ronaldo labrudi dos Santos Pereira
Tele Norte Leste Participações S.A – TNL

Ementa:

Não convocação de Assembléia Geral Extraordinária da Telemar para tratar da compra da Oi. Absolvição.

O administrador de companhia aberta deve empregar no exercício de suas funções o cuidado e a diligência que todo homem probo costuma empregar na administração de seus próprios negócios. Dever de diligência, dever de agir no interesse da companhia e dever de lealdade. Advertência e Absolvição.

Celebração de negócio entre controladora e controlada, com administradores em comum. Violação ao dever de evitar conflito de interesses. Absolvição.

Divulgação genérica por meio de Fato Relevante sobre a operação de compra e venda da Oi. Informações mais detalhadas restritas ao conhecimento dos acionistas por meio de disponibilização de documentos em "data room". Violação ao dever de informar. Absolvição.

Preço superior ao justo pago pela Telemar para aquisição da Oi, baseado em laudo de avaliação superestimado. Abuso do poder de controle. 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 maioria de votos, decidiu:**

1) **absolver** todos os acusados das acusações de infração (i) ao art. 256, caput, incisos I e II, "b", e §§ 1º e 2º, c/c arts. 123 e 142, IV, todos da Lei das S.A.; (ii) aos arts. 154, caput e 155, II da Lei das S.A.; (iii) ao art. 156, caput, da Lei das S.A.; e (iv) ao art. 157, § 4º da Lei das S.A c/c art. 3º, caput e §§ 1º, 2º e 4º da Instrução CVM n.º 358/02.

2) **absolver** a TNL da acusação de infração ao art. 116, parágrafo único, c/c art. 117 da Lei das S.A.;

3) aplicar aos seguintes administradores da Telemar, por infração ao art. 153 da Lei das S.A, a pena de **advertência**, prevista no inciso I do art. 11 da Lei n.º 6.385/76: **Ronaldo labrudi dos Santos Pereira, Marcos Grodetzky**, membros do Conselho de Administração e Diretores; **Julio César Pinto e Geraldo Pereira de Araújo**, Diretores; José Fernandes Pauletti, José Augusto da Gama Figueira e Antonio Carlos Borges Camanho membros do Conselho de Administração..

4) **absolver** os demais acusados Fersen Lamas Lambranh, Carlos Fracisco Ribeiro Jereissati, Celso Fernandes Quintella, Aldo Luiz Mendes, Eloir Cogliatti, Roberto Zurli Machado e Luiz Eduardo Falco Pires Corrêa da acusação de infração ao art. 153 da Lei das S.A.; BEM COMO José Fernandes Pauletti, Julio César Pinto, Marcos Grodetzky e Ronald labrudi dos Santos Pereira, estes, absolvidos somente na qualidade de administradores da TNL.

Os acusados punidos terão um prazo de 30 (trinta) dias, a contar do recebimento de comunicação da CVM, para interpor recurso, com efeito suspensivo, ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional, nos termos do parágrafo único do artigo 14 da Resolução nº 454/77, do Conselho Monetário Nacional, prazo esse, ao qual, de acordo com a orientação fixada pelo CRSFN, poderá ser aplicado o disposto no art. 191 do Código de Processo Civil, que concede prazo em dobro para recorrer quando litisconsórcios tiverem diferentes procuradores.

A CVM oferecerá recurso de ofício ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional de sua decisão no tocante às absolvições proferidas.

Proferiram defesas orais os advogados *Paulo Cezar Aragão*, representante dos acusados Carlos Francisco Ribeiro Jereissati, Fersen Lamas Lambranh, Marcos Grodetzky, Ronaldo labrudi dos Santos Pereira e Tele Norte Leste Participações S.A – TNL; *Luiz Alberto Colonna Rosman*, representando os acusados Geraldo Pereira de Araújo, José Fernandes Pauletti, Luiz Eduardo Falco Pires Corrêa e Luiz Eduardo Franco de Abreu; *Maria Isabel do Prado Bocater*, representante dos acusados Maurício Borges Lemos, Roberto Timotheo da Costa e Roberto Zurli Machado; *Paulo de Moraes Penalva Santos*, representante de Antonio Carlos Borges Camanho; e *Nelson Laks Eizirik*, representando os acusados Aldo Luiz Mendes, Celso Fernandes Quintella, Eloir Cogliatti, José Augusto da Gama Figueira e Júlio César Pinto.

Presente o procurador Clovis Silva de Souza, representante da Procuradoria Federal Especializada da CVM.

Participaram do julgamento os diretores Eli Loria, relator, Carlos Alberto Rebello Sobrinho, diretor-substituto e a presidente da CVM, Maria Helena dos Santos Fernandes de Santana, que presidiu a sessão.

Declararam-se impedidos de participar da sessão de julgamento os diretores Durval Soledade, Sergio Weguelin e Marcos Barbosa Pinto.

Rio de Janeiro, 25 de março de 2008.

Eli Loria

Diretor-Relator

Maria Helena dos Santos Fernandes de Santana

Presidente da Sessão de Julgamento

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº 25/03

Indiciados: José Fernandes Pauletti

Ronaldo Iabrudi dos Santos Pereira

Antônio Carlos Borges Camanho

Marcos Grodetzky

José Augusto da Gama Figueira

Fersen Lamas Lambranh

Carlos Francisco Ribeiro Jereissati

Celso Fernandes Quintella

Aldo Luiz Mendes

Eloir Cogliatti

Roberto Zurli Machado

Julio César Pinto

Geraldo Araújo

Luiz Eduardo Falco Pires Corrêa

Luiz Eduardo Franco de Abreu

Maurício Borges Lemos

Roberto Timótheo da Costa

Tele Norte Leste Participações S.A. - TNL

Diretor Relator: Eli Loria

Relatório

Trata-se de Inquérito Administrativo instaurado com a finalidade de apurar eventual ocorrência de irregularidades na alienação do controle acionário da TNL PCS S.A. ("OI"), para a TELEMAR NORTE LESTE S.A. ("TELEMAR"), pela TELE NORTE LESTE PARTICIPAÇÕES S.A. ("TNL"), controladora de ambas as companhias, bem como a possível utilização de informações privilegiadas relativas a essa alienação em operações realizadas na BOVESPA.

I. Dos fatos.

A TNL era controladora da TELEMAR (detendo cerca de 97% do capital social votante e 80% do capital social total) e da OI (detendo 99,99% do capital social votante e do capital social total) e decidiu concentrar as operações relativas à telefonia em uma só companhia.

Assim, a TNL alienou a totalidade das ações de sua titularidade emitidas pela OI para a TELEMAR por R\$1,00, valor do Patrimônio Líquido "a preços de mercado", optando por uma organização societária verticalizada, ao revés da estrutura triangular observada anteriormente.

A fim de viabilizar a operação, foram realizadas reuniões das diretorias da TELEMAR e da TNL, em 15/05/03 (fls. 2476/2477), e de seus Conselhos de Administração, em 28/05/03 (fls. 2473/2475), nas quais foram aprovados o laudo de avaliação e o estudo de viabilidade econômica, bem como as propostas das diretorias, sendo estas autorizadas a tomarem as providências necessárias.

Também em 28/05/03 foi publicado Fato Relevante (fls.45/46) anunciando ao mercado a operação de compra e venda da OI.

Em 08/09/03, a Superintendência de Relações com Empresas ("SEP") remeteu à Superintendência Geral ("SGE") o Processo CVM nº RJ2003/7967, por intermédio do qual foi proposta a instauração do presente Inquérito Administrativo (fls. 04).

No dia seguinte, a SGE apreciou e aprovou a proposta da SEP de instauração do inquérito (fls. 02) e, em 16/10/03, emitiu a PORTARIA/CVM/SGE/Nº 145/03 (fls. 01) designando a Comissão de Inquérito responsável por sua condução, posteriormente modificada pela PORTARIA/CVM/SGE/Nº 087/04, de 29/06/04 (fls. 695).

Com relação aos fatos relacionados ao Inquérito Administrativo, a investigação voltou-se, principalmente, para a averiguação das questões referentes ao valor justo da OI, através do exame da consistência das avaliações realizadas pela Ernst & Young Auditores Independentes S/C ("Ernest & Young") através da Century Business Consultant ("Century") (empresa subcontratada pela Ernst & Young), e pelo J.P. Morgan Securities Inc. ("J.P. Morgan").

Em seu Relatório (fls. 2695/2825), datado de 28/12/06, a Comissão de Inquérito entendeu que o laudo de avaliação elaborado teria superestimado o valor da OI e, portanto, a operação deveria ter sido aprovada em Assembléia Geral da TELEMAR, uma vez que passaria a se enquadrar em hipótese prevista pelo art. 256 da Lei nº 6.404 ("Lei das S.A.").

A Comissão também apontou irregularidades na forma como foram disponibilizadas as informações acerca da operação, bem como suposta violação por parte dos administradores da TNL e da TELEMAR de seus deveres fiduciários, além de exercício abusivo de poder de controle pela TNL.

Os acusados foram devidamente intimados (fls. 2831/2872), sendo o prazo para apresentação das defesas prorrogado para 31/05/07, por despacho do Superintendente de Fiscalização Externa, datado de 16/04/07 (fls. 2878).

O Diretor-Relator foi sorteado em Reunião do Colegiado realizada em 28/06/07 (fls.3662).

II. Do Inquérito Administrativo .

II.1 Do Fato Relevante.

Em 28/05/03, a TNL e a TELEMAR publicaram Fato Relevante (fls. 45/46), anunciando a compra e venda da OI e mencionando, ainda, o fato de ter sido feita avaliação do Patrimônio Líquido a preço de mercado, pela Ernst & Young, para a data de 31/03/03, em consonância com o art. 256, II, "b" ¹ da Lei das S.A.

A operação foi concretizada em 28/05/03, por R\$1,00, com base em três informações:

- i. conforme a avaliação realizada pela Ernst & Young, o Patrimônio Líquido da OI, a preços de mercado, era de R\$437.561.587,63 negativos, com base na posição de 31/03/03 (fls. 201/206);
 - (ii) o resultado da OI no mês de abril de 2003, que foi de R\$124,8 milhões negativos, tomando-se como base o Balanço Patrimonial Especial levantado no final do referido mês (fls. 419/420), especialmente preparado para a operação, e da posição patrimonial contábil de 31/03/03, constante no laudo de avaliação (fls. 205); e,
 - (iii) o capital da OI foi aumentado em R\$ 562,3 milhões (fls. 207), mediante a "*conversão de parte do crédito devido pela TNL contra a OI*", conforme disposto na letra "d" do Fato Relevante, de forma a definir um Patrimônio Líquido "*a preços de mercado*" de, exatamente, R\$ 1,00, valor simbólico fixado para a negociação.

Assim, com base nos três itens acima apontados, concretizou-se a compra e venda sem a realização de Assembléia Geral na TELEMAR, entendendo a companhia que a operação não se subsumia às hipóteses previstas nos dois incisos do art. 256 da Lei das S.A. (tendo em vista o valor de R\$ 1,00 pago na operação).

De acordo com a letra "f" do Fato Relevante, o J.P. Morgan apresentou, nessa mesma operação de compra e venda, uma avaliação econômica da OI a partir do "método de fluxo de caixa descontado" cujo resultado foi utilizado pelos Conselhos de Administração da TELEMAR e da TNL como argumento adicional para reforçar a avaliação do Patrimônio Líquido a preços de mercado preparada pela Ernst & Young.

II.2 Da Possível Utilização de *Insider Information*.

O MEMO/SEP/GEA-2/nº 0148/2003 (fls. 6/10), no que diz respeito à investigação sobre indícios de utilização indevida de *insider information*, baseou-se no trabalho da Superintendência de Relações com Mercado e Intermediários ("SMI") e da Gerência de Acompanhamento de Mercado – 2 ("GMA-2"), Relatório de Análise nº 030/2003, de 01/07/03, integrante do Processo CVM nº SP2003/0278 (fls. 1.232/1.304), e destacou que a SMI concluiu que não se poderia falar em utilização de 'informação privilegiada', pelo menos até aquele ponto da investigação.

II.3 Das Avaliações.

Em referência às avaliações elaboradas pelo J.P. Morgan e pela Ernst & Young, a Comissão procedeu as análises visando atender às recomendações emanadas pela Procuradoria Federal Especializada ("PFE"), por intermédio do MEMO/PFE-CVM/GJU-2/Nº285/03 (item 30, letra "b" - fls. 375/377), e na proposta de inquérito, consubstanciada no MEMO/SEP/GEA-2/nº 0148/03, de 27/08/03 (item 32, letra "a" - fls. 6/10).

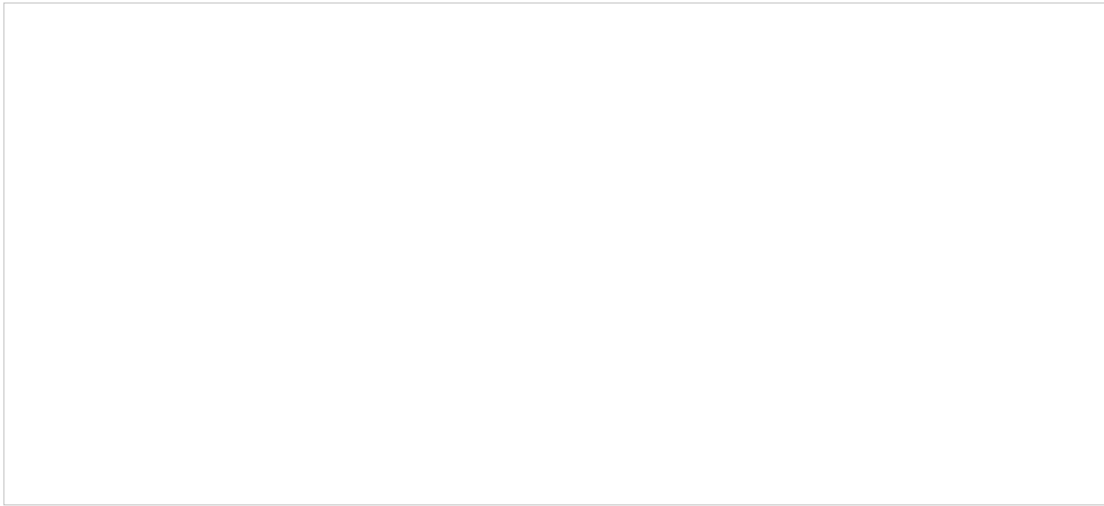
II.3.1 Da avaliação realizada pelo J. P. Morgan .

De acordo com a avaliação econômica da OI, elaborada pelo J.P. Morgan com base no método do fluxo de caixa descontado, o chamado "valor da firma", ou seja, o valor presente dos resultados de suas operações ativas², estaria compreendido no intervalo entre R\$ 4.054 milhões e R\$ 5.200 milhões (US\$1.209 milhões a US\$1.551 milhões, pela taxa de câmbio vigente à época de R\$3,3531/US\$).

Segundo a Comissão de Inquérito, a divulgação das informações sobre a avaliação econômica da OI, de autoria do J.P. Morgan (fls. 478/494), apresentaria restrições ou esclarecimentos insuficientes em pelo menos cinco ocasiões:

- (i) a carta de avaliação, principal documento divulgado, só teria apresentado, em termos de informações quantitativas, o intervalo encontrado – entre R\$4.054 milhões e R\$5.200 milhões – não demonstrando os critérios e dados utilizados nos trabalhos de projeção. Também não constaria da carta o resultado de R\$4.575 milhões, decorrente da aplicação da taxa de desconto (Custo Médio Ponderado de Capital – "CmePC") de 15,6% ao ano, considerada pela instituição como justa (fls. 209/211 e fls. 471);
- (ii) os acionistas, no *data room*, só teriam tido acesso à carta de avaliação e a nenhuma outra informação sobre essa avaliação econômica, de acordo com interpretação realizada pela Comissão de Inquérito da lista de documentos disponibilizados (item 278 do Relatório);
- (iii) quando a Comissão solicitou o detalhamento dos critérios e projeções (fls. 385/386), as informações enviadas não possibilitaram uma análise completa da projeção do fluxo de caixa (fls. 466/472), tendo em vista que, na tabela às fls. 471, constavam dados referentes somente a cinco dos dez anos da projeção (2003, 2004, 2005, 2007 e 2012);
- (iv) os administradores da TNL/TELEMAR, quando questionados sobre a diferença, em torno de 70%, entre os EBITDAs ("*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*") projetados no plano de negócios da OI e os EBITDAs disponíveis na projeção do J.P. Morgan (fls. 471), não teriam respondido de forma satisfatória, deixando de esclarecer e justificar tal diferença. A projeção do plano de negócios da OI foi utilizada pela Ernst & Young em seus trabalhos de avaliação; e
- (v) quando o trabalho do J.P. Morgan é citado nas atas das reuniões dos Conselhos de Administração e das Diretorias da TNL e da TELEMAR, teriam sido feitas referências a conclusões que a carta do J.P. Morgan efetivamente não mencionou, como, por exemplo, a existência de benefícios para todas as empresas do grupo e a geração de sinergias, decorrentes da operação, sendo que no texto da carta é enfatizado que a avaliação não considerou tais aspectos (fls. 596/598 e 2.175/2.176). Quando questionados sobre tais referências, os administradores teriam negado que os textos das quatro atas tivessem atribuído estas colocações ao documento elaborado pelo J.P. Morgan (item 286 do Relatório).

Este resultado da avaliação do J.P. Morgan teria sido significativamente superior a todas as avaliações públicas elaboradas por diversas instituições financeiras internacionais, divulgados antes ou logo após a operação. Nesse ínterim, segue, abaixo, gráfico contendo o resultado de diversas avaliações publicadas por instituições não vinculadas



Tais avaliações públicas mencionavam, inclusive, que a TELEMAR havia pago uma soma expressiva pela OI e que a TNL seria a grande beneficiária da operação (item 19, letra "d", do Relatório).

A Comissão de Inquérito apontou também que, contra o resultado encontrado pelo J.P. Morgan, pesa a diferença entre os resultados esperados de EBITDAs estimados por ele e utilizados na avaliação (fls. 471, 2ª linha da tabela "Fluxo de Caixa Projetado") e os EBITDAs que constavam no plano de negócios da própria OI, datados de setembro de 2002 (fls. 1.409), aproximadamente 6 meses antes da análise do J.P. Morgan.

Em três dos exercícios projetados, os EBITDAs da projeção feita pelo J. P. Morgan seriam em torno de 70% superiores aos respectivos EBITDAs constantes do plano de negócios da própria OI (tabela 30, itens 253 a 258 do Relatório).

Com base no fluxo de EBITDA projetado no plano de negócios da OI, a Comissão, aplicando a taxa de desconto de 15,6% a.a., projetada pelo J.P. Morgan como CMePC da OI, estimou o valor atual das operações da OI em R\$ 3.072 milhões, sem levar em conta os gastos com investimentos, entre 2003 e 2012, e o imposto de renda, que impactariam negativamente esse valor.

Em síntese, a Comissão entendeu que o intervalo de valor da OI encontrado pelo J.P. Morgan teria se situado acima dos valores que as demais instituições financeiras que se pronunciaram publicamente estimaram como sendo um valor justo para OI, bem como pelo resultado alcançado na reanálise procedida pela Comissão a partir da projeção de resultados elaborada pela própria OI (fls. 2767/2768).

II.3.2 Da avaliação feita pela Ernst & Young e da reanálise realizada pela Comissão de Inquérito .

II.3.2.1 Superestimação dos equipamentos imobilizados .

A reanálise procedida pela Comissão de Inquérito da avaliação do Ativo Imobilizado como parte da avaliação do patrimônio líquido da OI, a preços de mercado, apresentada pela Ernst & Young, foi concentrada em três grupos de ativos responsáveis por 94% do ajuste total (R\$483.237 mil em relação ao total de R\$513.437 mil, conforme itens 48 a 52 e fls. 205) do valor contábil para o valor a mercado: (i) *Sistemas de Processamento de Dados*, (ii) *Equipamentos de Comutação* e (iii) *Equipamentos de Transmissão*.

As avaliações a mercado de todos os subgrupos do Ativo Imobilizado teriam sido realizadas por Carlos Cardoso, empregado da Century (itens 54, 55, 59, 137, letras "c", "d" e "e", 138, letras "a", "b" e "e" do Relatório).

Após cotejar as informações obtidas diretamente da contabilidade da OI avaliada com os critérios utilizados pela Century, a Comissão constatou que na composição dos Valores de Aquisição da amostra obtida teriam sido apropriados gastos relacionados com instalação, montagem, testes, pessoal, entre outros, além de despesas financeiras, fato que implicaria em dupla contagem e, por consequência, em superavaliação do valor a mercado destes bens, conforme amplamente abordado na sessão III.E.2.a, itens 108 a 112 do Relatório.

A Comissão apontou, em seu Relatório, trecho das declarações de Carlos Cardoso segundo as quais este teria admitido não ter efetuado uma análise prévia do conteúdo das informações contábeis por ele utilizadas (item 137, letras "b" e "c"), bem como a possibilidade de ocorrência da superavaliação (item 137, letra "d"), a mensuração inexata de outros valores (item 137, letra "h") e a ocorrência de apresentações de critérios de reajuste incoerentes (itens 131,

132 e letra "g" do item 137).

A Comissão concluiu que (sessão III.G do Relatório) o resultado apresentado no laudo da Ernst & Young seria superior àquele estimado pela própria Comissão em, pelo menos, R\$348.318 mil (itens 149, 159 e 163 do Relatório).

II.3.2.2 Avaliação a mercado da dívida financeira da OI .

Em resposta ao OFÍCIO/CVM/SFI/GFE-1/Nº047/04 (fls. 611/613), a TNL/TELEMAR apresentou esclarecimentos acerca dos procedimentos adotados na avaliação a mercado dos *Empréstimos e Financiamentos*. Nessa resposta, consta que a posição do conjunto de instrumentos financeiros de captação da OI, em 31/03/03, era de R\$2.900.935 mil, em valores contábeis, e R\$3.095.288 mil, a valores de mercado, registrando uma diferença de R\$194.353 mil entre os dois valores.

A Comissão entendeu que, em casos como o ora tratado, o valor de mercado da dívida não refletiria apenas um possível caso de liquidação antecipada de dívida, tampouco necessitaria provir de uma renegociação da dívida, como argumenta a empresa (item 175, letra "c", do Relatório), da mesma forma que o valor atual dos ativos não dependeria da hipótese da venda de todos os ativos operacionais a mercado, naquela ocasião, para serem, em ambos os casos, os valores adequados para compor uma avaliação do patrimônio líquido a preços de mercado.

O mesmo movimento de taxa de juros que impacta o cálculo do "valor da firma", por compor a taxa de desconto incidente sobre o fluxo de resultados operacionais esperados, também deveria ser levado em conta para calcular o valor de mercado da dívida – valor atual das obrigações contratuais, de pagamentos futuros de juros e amortização, perante a instituição financeira.

Portanto, a avaliação do patrimônio líquido a mercado deveria contemplar a avaliação dos valores de mercado dos ativos e passivos, à época da avaliação, seguindo as diretrizes mais adequadas (expostas no Parecer da SNC/GNC, às fls. 1.414/1.419) para que, do confronto dos montantes a mercado de todo o acervo da OI, fosse apropriadamente determinado o valor do patrimônio líquido a preço de mercado.

Assim, concluiu a Comissão de Inquérito que o Laudo de Avaliação do Patrimônio Líquido a Valor de Mercado, de 31/03/03, produzido pela Ernst & Young, subestimou o passivo *Empréstimos e Financiamentos* em R\$194.353 mil, posto que deveria registrar o seu valor de mercado, de R\$3.095.288 mil, e não seu valor contábil, entendimento este ratificado pelo Parecer da CVM/SNC/GNC, conforme tratado nos itens 167, incisos I, II e III, e 177 do Relatório.

II.3.2.3 Valor da concessão de telefonia.

A Ernst & Young considerou como valor de mercado da concessão de telefonia móvel o valor líquido registrado na contabilidade da OI, de R\$1.103 milhões, em 31/03/03 (fls. 678). O argumento para tal procedimento, em um primeiro momento, apresentado por Carlos Cardoso, tanto na reunião de 11/05/04 (fls. 512 e 513), quanto em seu depoimento, em 18/07/06 (fls. 1.384 a 1.386, item 199 do Relatório), baseou-se apenas nas disposições da Deliberação CVM nº 183/95 ("Deliberação 183/95"), que veda a avaliação de bens intangíveis.

Em seu depoimento, Carlos Cardoso mencionou que o valor dos bens intangíveis só seria alterado caso ficasse evidente que o valor pago pelo bem não pudesse ser recuperável através das operações da empresa, como disposto no item 44 da Deliberação 183/95³.

Por outro lado, Paulo Machado, empregado da Ernst & Young, em seu depoimento prestado em 02/08/06, acostado às fls. 1401 a 1404, apesar de negar inicialmente a existência de papéis de trabalho a respeito da avaliação da concessão, em seguida, respondendo a pergunta relacionada ao mesmo assunto, mencionou a elaboração, pela Ernst & Young, de uma análise financeira que seguiria as orientações do item 44 da Deliberação 183/95. O resultado dessa análise teria confirmado a capacidade de recuperação dos investimentos a partir dos resultados operacionais esperados.

A Comissão destacou que tanto Paulo Machado, quanto Carlos Cardoso apresentaram suas argumentações a respeito da avaliação a mercado dos ativos, notadamente dos intangíveis, apoiando-se nos critérios previstos no Pronunciamento sobre Reavaliação de Ativos emitido pelo Instituto Brasileiro de Contadores - IBRACON, aprovado pela Deliberação 183/95.

Entretanto, conforme entendimento da Comissão, referendado pela SNC/GNC, referida Deliberação, não é apropriada a avaliação prevista no art. 256 da Lei das S.A., que objetiva a "*adoção do valor de mercado para os bens reavaliados*", na contabilidade da empresa, em substituição ao "*princípio de custo original corrigido monetariamente*".

Em linha com as observações acima sobre a abrangência da avaliação a mercado do patrimônio líquido, em especial

quanto aos critérios a serem utilizados para mensurar a capacidade de recuperação do valor da licença de telefonia, a Comissão, após análise dos dados, identificou falhas no cálculo elaborado pela Ernst & Young, a necessitarem de ajustes.

Partindo da estrutura da análise financeira apresentada pela Ernst & Young, a Comissão encontrou um valor líquido negativo de R\$977 milhões, montante gerado pela diferença entre o valor dos resultados esperados das operações (valor esse concebido pela substituição da taxa de desconto de 12% utilizada pela Ernst&Young pelo CMePC encontrado pelo J.P. Morgan de 15,6% ao ano) de R\$3.072 milhões e os investimentos do Ativo Permanente, de R\$4.049 milhões.

Referido valor líquido negativo (R\$977 milhões) indicaria que os ganhos esperados pelas operações ativas não seriam suficientes para cobrir os Ativos Permanentes, sem contar com os ativos do circulante.

A partir do resultado de R\$977 milhões negativos, se levada em conta a superavaliação estimada nos denominados *ativos tangíveis* reavaliados, de R\$348 milhões, o ajuste a menor da concessão seria de R\$629 milhões (57% abaixo do seu valor contábil).

Desta forma, este resultado negativo encontrado teria implicado numa estimativa de valor a mercado da concessão de telefonia de R\$474 milhões, resultante da redução de R\$629 milhões sobre seu valor contábil (R\$1.103 milhões em 31/03/03). Esta redução estaria em consonância com as diferenças de valores verificadas entre os leilões de janeiro de 2001 – época da aquisição da licença da OI – com os ocorridos em dezembro de 2002 (diferenças de menos 57% e 65%), comentados nos itens 193, tabela 23, e 194, tabela 24, do Relatório.

II.3.2.4 Conclusão: superavaliação do patrimônio líquido a preços de mercado da OI e o valor do investimento realizado pela TELEMAR

Em suma, a Comissão entendeu que, apesar da OI ter sido avaliada em R\$1,00 e da negociação ter ocorrido exatamente por este valor, a operação de compra da OI pela TELEMAR teria significado na realidade, em termos econômicos, a absorção de uma estrutura patrimonial negativa, o que teria gerado, implicitamente, um preço de compra do mesmo valor.

Adicionalmente, a Comissão alegou que a operação em questão estaria sujeita as determinações do art. 256, inciso II, letra "b", da Lei das S.A., tendo em vista a reanálise procedida pela própria Comissão de Inquérito que constatou um patrimônio líquido negativo da OI, a valor de mercado, da ordem de R\$1.171 milhões, sendo que o patrimônio líquido da TELEMAR alcançava, em 31/03/03, R\$10.943.584 mil.

Tabela: Superavaliação da Ernest & Young (R\$ mil)

fonte: tabela 38 do Relatório da Comissão de Inquérito e fls. 2812 dos autos.

Superavaliação dos Ativos Tangíveis (sessão III.G)	348.318
Sistemas de Processamento de Dados	12.799
Equipamentos de Comutação	102.015
Equipamentos de Transmissão	233.504
Avaliação dos instrumentos financeiros de dívida pelo valor contábil e não pelo valor a mercado (sessão III.I)	194.353
Efeito da avaliação da Concessão de Telefonia pelo valor contábil (sessão III.J)	629.000
Total	1.171.617

Por fim, a Comissão destacou que em decorrência da diferença entre o patrimônio líquido da OI constatado na reanálise

procedida pela própria Comissão e o valor pago pela TELEMAR na compra da OI, a operação em tela se enquadraria na hipótese prevista no art. 256, inciso I, da Lei das S.A., que também determina a realização de Assembléia Geral pela compradora para apreciação de operação de aquisição de controle de sociedade mercantil.

II.4 Das Informações.

II.4.1 Divulgação assimétrica de informações.

O Fato Relevante divulgado pela TNL/TELEMAR, em 28/05/03 (fls. 45/46), tencionava atender ao disposto no §4º do art. 157 da Lei das S.A., comunicando as bases gerais da operação de compra e venda da OI, inclusive mencionando

a existência de avaliações elaboradas pela Ernst & Young (valor de mercado) e pelo J.P. Morgan (econômica).

Entretanto, relativamente a informações mais detalhadas acerca da operação e das avaliações que a embasaram, a TNL/TELEMAR teria somente possibilitado acesso aos respectivos conteúdos aos seus acionistas, conforme consignado na letra "g" do Fato Relevante, não estendendo esse direito a outros investidores. Estas informações mais detalhadas foram disponibilizadas num *data room* localizado no endereço da Diretoria de Relações com Investidores da TELEMAR, mediante prévio agendamento.

No parágrafo 29 da correspondência dos advogados da TNL/TELEMAR, datada de 01/07/03 (fls. 114), em resposta à solicitação de informações da SEP/GEA-2, argumentou-se que os laudos das avaliações que subsidiaram a operação incluíam informações de caráter estratégico e mercadológico. Citando o art. 105 da Lei das S.A.⁴, os advogados alegaram que "*... as companhias não tinham obrigação legal de disponibilizar tais documentos, tendo em vista que os mesmos são de único e exclusivo interesse das companhias envolvidas... Todavia, com vistas a dar toda a transparência possível à Operação, permitiu-se o acesso aos documentos...*".

A Comissão entendeu ter havido uma interpretação equivocada do citado art. 105 da Lei das S.A., situação distinta da sob exame. Tal entendimento encontrar-se-ia corroborado pelo Acórdão da 16ª Câmara Cível, lavrado nos autos da Apelação Cível n. 21872/04⁵.

A Comissão citou o art. 157 da Lei das S.A., que trata do "Dever de Informar", mais especificamente em seu §4º⁶, e entendeu que a Lei das S.A. adota como regra a divulgação a todos os investidores, efetivos (acionistas, debenturistas, etc.) ou potenciais (o "mercado"), de toda e qualquer informação relevante para a tomada de decisão não só de venda/manutenção de posição de valores mobiliários já detida, como também de aquisição ou aumento de participação, independentemente, portanto, de os destinatários da comunicação serem ou não investidores das companhias.

No que se refere ao §5º do mesmo art. 157⁷ que dispõe acerca da possibilidade dos administradores deixarem de divulgar informação, a Comissão entende que este dispositivo não segregaria os direitos de investidor já detentor de posição de valores mobiliários dos demais, como pretenderam os representantes das companhias.

A Comissão entendeu que a divulgação restrita a um grupo específico – os acionistas – teria estabelecido uma discriminação injustificada ao acesso das informações necessárias para que o potencial investidor decidisse comprar ações ou outro valor mobiliário eventualmente emitido pelas companhias, gerando assimetria informacional, contrariando o disposto no art. 157, §4º, da Lei das S.A., e no art. 3º, §4º, da Instrução CVM nº 358/02⁸. Este entendimento está exposto no MEMO/PFE-CVM/GJU-2/Nº286/2003 (fls. 2690/2692).

II.4.2 Imposição de Termo de Confidencialidade .

A Comissão alegou que, não obstante a TNL e a TELEMAR terem restringido as informações disponibilizadas em *data room* aos seus acionistas minoritários, o acesso foi condicionado à assinatura de Termo de Confidencialidade, alegando "*o sigilo das informações*".

No entender da Comissão, o procedimento adotado teria sido equivocadamente embasado no art. 8º da Instrução CVM nº 358/02⁹, que trata do "Dever de Guardar Sigilo", como também, no art. 105 da Lei das S.A. (§29 da correspondência de 01/07/03, fls. 114, item 271 do Relatório).

Destacou a Comissão que, em função do art. 157, §4º, da Lei das S.A. e art. 3º da Instrução CVM nº 358/02, encontra-se vedada a discriminação entre investidores, sejam eles efetivos ou potenciais, concluindo que o Termo de Confidencialidade serviu para agravar a assimetria de informações, restringindo ainda mais o acesso dos próprios acionistas minoritários às informações efetivamente necessárias à tomada de decisão. Somente tomaram conhecimento destas informações aqueles que aceitaram se submeter ao compromisso de não divulgar o conteúdo disponibilizado.

A Comissão entendeu que a imposição, aos acionistas minoritários, da assinatura de Termo de Confidencialidade contendo uma série de restrições e menções em relação às possíveis consequências caso o Termo viesse a ser desrespeitado – tentando obstar a utilização de tais informações em questionamentos nas esferas administrativa e judicial – caracterizaria uma coação sem qualquer tutela jurídica, seja no âmbito do direito administrativo ou do direito civil.

A Comissão de Inquérito concluiu que os administradores da TNL e da TELEMAR descumpriram o disposto no art. 157, §4º, da Lei das S.A., e no art. 3º, §4º, da Instrução CVM nº 358/02, ao não disponibilizarem, em caráter irrestrito

e incondicional, informações suficientes para que os minoritários e o mercado avaliassem corretamente a operação.

II.4.3 Informações disponíveis aos administradores.

Segundo a Comissão, os administradores – diretores e conselheiros – da TNL e da TELEMAR, como responsáveis pela decisão de compra e venda da OI, no momento em que contrataram e aceitaram como justas as avaliações, tanto do J.P. Morgan quanto da Ernst & Young e da Century, passaram a ser responsáveis pela informação. Contudo, segundo a Comissão, não teriam esclarecido os pontos falhos e obscuros identificados nas avaliações mencionadas.

A Comissão alegou que os administradores da TNL/TELEMAR detinham conhecimento do Plano de Negócios elaborado pela OI, da avaliação do J.P. Morgan e do trabalho denominado "*Recuperação do ativo imobilizado (reavaliado) da TNL PCS S.A. através de suas operações futuras*", de autoria da Ernst & Young. Alguns dados e premissas apresentados nestes três trabalhos não estavam em consonância, ressaltando, também, que os administradores possuíam informações detalhadas da OI – não disponibilizadas aos demais acionistas e ao mercado – que lhes possibilitariam efetuar críticas apropriadas aos trabalhos do J.P. Morgan e da Ernst & Young.

A Comissão concluiu que os administradores da TNL e da TELEMAR, por não terem analisado e verificado os pontos destacados por ela, apontando obscuridades, falhas e superavaliações no conjunto de informações e análises dos dois laudos que basearam a operação de compra e venda da OI, teriam deixado de observar os dispostos nos artigos 153¹⁰ (por não terem atuado de forma diligente), 154¹¹ (por não terem exercido as atribuições conferidas no interesse da companhia) e 155, inciso II¹² (por terem se omitido no exercício de suas atribuições, visando à obtenção de vantagens para o controlador), todos da Lei das S.A.

III. Das Imputações.

Diante do acima exposto, a Comissão de Inquérito propôs a responsabilização das seguintes pessoas pelas irregularidades descritas a seguir:

(i) José Fernandes Pauletti, Ronaldo Iabrudi dos Santos Pereira, Antônio Carlos Borges Camanho, Marcos Grodetzky, José Augusto da Gama Figueira, na qualidade de membros do Conselho de Administração da TELEMAR, pela inobservância do art. 256, *caput*, incisos I e II, letra "b", e §§1º e 2º, combinado com os artigos 123 e 142, inciso IV, todos da Lei das S.A.;

(ii) Fersen Lamas Lambranhó, Carlos Francisco Ribeiro Jereissati, Celso Fernandes Quintella, Aldo Luiz Mendes, Eloir Cogliatti, Roberto Zurli Machado, membros do Conselho de Administração da TNL, José Fernandes Pauletti, membro do Conselho de Administração da TNL e da TELEMAR, Antônio Carlos Borges Camanho, José Augusto da Gama Figueira, membros do Conselho de Administração da TELEMAR, Ronaldo Iabrudi dos Santos Pereira, Marcos Grodetzky, membros do Conselho de Administração da TELEMAR e Diretores da TNL e da TELEMAR, Julio César Pinto, Diretor da TNL e da TELEMAR, Geraldo Pereira de Araújo, Diretor da TELEMAR e Luiz Eduardo Falco Pires Corrêa, Diretor da TNL, pela inobservância dos artigos 153, 154, *caput*, e 155, II, todos da Lei das S.A.;

(iii) José Fernandes Pauletti, membro do Conselho de Administração da TNL e da TELEMAR, Marcos Grodetzky, Ronaldo Iabrudi dos Santos Pereira, membros do Conselho de Administração da TELEMAR e Diretores da TNL e da TELEMAR, Julio César Pinto, Diretor da TNL e da TELEMAR, pela inobservância do art. 156, *caput*, da Lei das S.A.;

(iv) o diretor de relações com investidores da TNL e da TELEMAR, Marcos Grodetzky, pela inobservância do art. 157, §4º, da Lei das S.A., c.c. o art. 3º, *caput*, § 4º, da Instrução CVM nº 358/02;

(v) Fersen Lamas Lambranhó, Carlos Francisco Ribeiro Jereissati, Celso Fernandes Quintella, Luiz Eduardo Franco de Abreu, Maurício Borges Lemos, Roberto Timotheo da Costa, membros do Conselho de Administração da TNL, José Fernandes Pauletti, membro do Conselho de Administração da TNL e da TELEMAR, Antônio Carlos Borges Camanho, José Augusto da Gama Figueira, membros do Conselho de Administração da TELEMAR, Ronaldo Iabrudi dos Santos Pereira, Marcos Grodetzky, membros do Conselho de Administração da TELEMAR e Diretores da TNL e da TELEMAR, Julio César Pinto, Diretor da TNL e da TELEMAR, Geraldo Pereira de Araújo, Diretor da TELEMAR e Luiz Eduardo Falco Pires Corrêa, Diretor da TNL, pela inobservância do artigo 157, § 4º, da Lei nº 6.404/76, c.c. o art. 3º, *caput*, §§ 1º, 2º e 4º, da Instrução CVM nº 358/02; e,

(vi) TNL, controladora da OI, pela inobservância do art. 116, parágrafo único, caracterizando abuso de

poder de controle, na forma do art. 117, ambos da Lei das S.A.

IV. Das Defesas.

Os defendentes apresentaram suas defesas às fls. 2932/3610, sumarizadas abaixo, apontando como principais pontos:

(i) As acusações aos administradores são feitas genericamente sem a verificação da efetiva participação de cada um deles na operação. E como inexistente no Processo Administrativo Sancionador a responsabilidade solidária, deverá ser caracterizada a culpa concreta e individual de cada indiciado, além da existência de nexos causal entre a conduta deste e o dano. Cita-se, nesse ínterim, o PAS 15/05, julgado em 29/11/06.

(ii) A Comissão de Inquérito se contradiz, já que afirma em determinado momento que a operação favoreceu a TNL, em detrimento dos acionistas minoritários da TELEMAR e, em outro, que os administradores da TNL agiram em prejuízo da companhia para trazer vantagens para o controlador (a própria TNL).

(iii) A Comissão de Inquérito ignora haver um concurso aparente de normas, já que uma conduta não pode ensejar a violação a normas distintas. Assim que se procede à acusação dos administradores da TNL e da TELEMAR por inobservância aos artigos 153, 154 e 155, II, com a afirmação de omissão destes já que não teriam analisado as falhas e obscuridades apontadas pela Comissão de Inquérito no relatório que baseou a venda e a compra da OI. Cabível aqui só a inobservância do dever de diligência, sendo que, em homenagem ao princípio da especialidade, devem as acusações de inobservância do dever de lealdade e de atuação em desacordo com o interesse social ser afastadas.

(iv) Os administradores cumpriram diligentemente os seus deveres, contratando *experts* para a realização da avaliação do patrimônio da empresa, por dois métodos amplamente conhecidos, quais sejam a avaliação a preços de mercado (Ernst & Young) e pelo fluxo de caixa descontado (J.P. Morgan). E isso se observa até pelo fato do Conselho Fiscal ter aprovado a operação.

(v) O fato de a Comissão ter levado mais de três anos para encontrar supostas falhas na avaliação, torna evidente que não havia qualquer falha ou erro grave que pudesse ser percebido imediatamente por aqueles administradores. De maneira que não é correto apontar, após três anos de análise, erros na avaliação feita por empresas internacionalmente reconhecidas como competentes, nem nos pareceres de juristas tão renomados.

(vi) O administrador deve confiar nas avaliações dos especialistas e não está obrigado a ter conhecimentos específicos sobre avaliação de empresas. Também não está obrigado a entender os laudos de avaliação, mas sim, de forma discricionária, avaliar o negócio. Isso tendo em vista a quantidade de tarefas que tem para realizar e o escasso espaço de tempo para fazê-lo. Nesse ínterim, citam como precedentes os PAS CVM RJ 2005/0097, PAS CVM RJ 2005/1443 e PAS CVM 05/00.

(vii) O art. 256 da Lei das S.A. dispõe sobre o preço a ser pago, de maneira que se o negócio foi bom, ou não, é irrelevante para a dicção de tal dispositivo, mesmo porque a compra do controle não tem condão para passar a dívida da controlada para a responsabilidade do novo controlador (assim como já não era do antigo controlador). A responsabilidade continua sendo da subsidiária OI, que não foi incorporada, não havendo como se somar dívida com o preço da transação, para fins de verificação das hipóteses de que tratem os incisos I e II do art. 256 da Lei das S.A.

(viii) O art. 256 da Lei das S.A. obriga a aprovação pela Assembléia Geral da compra do controle de sociedade nas hipóteses em que o preço pago supere o valor unitário das ações ou quotas que o compõem, consideradas como coisas singulares. Essa norma não se aplica ao caso em tela, tendo em vista que o preço a ser considerado é de R\$ 1,00, logo não se tratando de investimento relevante.

(ix) Como a operação foi realizada no interesse das duas companhias (união das telefonia fixa e móvel), não se pode falar em colisão de interesses que a comprometa, nem, portanto, em impedimento na atuação dos administradores. Para que haja conflito de interesses, que impedem o acionista de votar, o art. 115 da Lei das S.A. supõe voto no sentido da causação de dano à companhia, o que não aconteceu. O voto da maioria só causa dano quando visa destruir a companhia.

(x) A utilização do valor contábil da Licença na avaliação do patrimônio líquido da OI a preços de

mercado não representou uma superestimação do valor desta. Primeiro porque inexistente um mercado de licenças de telefonia, logo o critério a ser utilizado deveria ser o do valor contábil; depois porque o valor da licença é recuperável pelas atividades da OI, já que a Licença tem vida útil até 2016. Os auditores independentes nunca questionaram o valor contábil da Licença.

(xi) Não se pode dizer que houve subestimação do passivo da OI no Laudo de Avaliação da Ernst & Young. A norma aplicável foi utilizada, ou seja, o art. 184 da Lei das S.A., a despeito da Comissão de Inquérito indicar que a norma aplicável fosse a Instrução CVM nº 245/95, que disciplina a evidenciação em notas explicativas. Ademais, os critérios utilizados pela Ernst & Young já haviam sido utilizados em operações anteriores.

(xii) Não se pode falar em abuso de poder por parte da controladora, TNL. Para que este ficasse caracterizado, seria necessário ter havido um ato abusivo da controladora e um dano efetivo para a controlada (TELEMAR) e para seus acionistas e nem um, nem outro, ficaram demonstrados.

(xiii) A Comissão confunde fato relevante com os documentos que lhe deram origem. O fato relevante divulgado continha todas as informações necessárias para que os investidores pudessem negociar com os papéis da TELEMAR. Tanto assim que a CVM nunca o contestou.

(xiv) O fato relevante do art. 157, §4º, da Lei das S.A. não impõe à companhia a obrigação de disponibilizar documentos. Esses documentos pertencem à companhia, que não tem obrigação de disponibilizá-los ao mercado.

É o relatório.

Rio de Janeiro, 20 de fevereiro de 2008.

Eli Loria

Diretor-Relator

1) "Art. 256. A compra, por companhia aberta, do controle de qualquer sociedade mercantil, dependerá de deliberação da assembleia-geral da compradora, especialmente convocada para conhecer da operação, sempre que:

I - O preço de compra constituir, para a compradora, investimento relevante (art. 247, parágrafo único); ou

II - o preço médio de cada ação ou quota ultrapassar uma vez e meia o maior dos 3 (três) valores a seguir indicados:

a) cotação média das ações em bolsa ou no mercado de balcão organizado, durante os noventa dias anteriores à data da contratação; (Redação dada pela Lei nº 9.457, de 1997)

b) valor de patrimônio líquido (art. 248) da ação ou quota, avaliado o patrimônio a preços de mercado (art. 183, § 1º);

c) valor do lucro líquido da ação ou quota, que não poderá ser superior a 15 (quinze) vezes o lucro líquido anual por ação (art. 187 n. VII) nos 2 (dois) últimos exercícios sociais, atualizado monetariamente.

...."

2) fls. 209/211, na versão original em inglês, e fls. 690/691, na versão traduzida para o português, encaminhada pela TNL/Telemar.

3) *in verbis* "44. Em princípio todos os ativos constantes do balanço de uma empresa devem ser recuperáveis. Valor de recuperação no caso do imobilizado é o montante que a empresa espera recuperar pelo uso futuro de um ativo nas suas operações, incluindo seu valor residual na baixa. Dessa forma, o imobilizado (um item ou grupo de itens) deve ser periodicamente acompanhado com o objetivo de verificar se o valor de recuperação está inferior ao valor líquido contábil, quer esteja avaliado pelo custo corrigido ou pelo mercado (reavaliação). Quando isto ocorrer, o valor líquido contábil deve ser reduzido ao valor de recuperação. Todavia, esta redução somente deve ocorrer se for considerada não temporária. O montante desta redução deve reverter uma reavaliação anterior, sendo debitado à reserva. Um eventual aumento subsequente no valor de recuperação desses ativos deve reverter baixas anteriores. Essa verificação deve levar em conta o grupo de itens do imobilizado que formam um conjunto ou projeto e os demais ativos correspondentes, particularmente o ativo diferido. Preferencialmente, o valor de recuperação deve estar baseado no fluxo futuro de caixa descontado a valor presente, considerando as operações da companhia como um todo".

4) "Art. 105. A exibição por inteiro dos livros da companhia pode ser ordenada judicialmente sempre que, a requerimento de acionistas que representem, pelo menos, 5% (cinco por cento) do capital social, sejam apontados atos violadores da lei ou do estatuto, ou haja fundada suspeita de graves irregularidades praticadas por qualquer dos órgãos da companhia."

5) "EMENTA: "MEDIDA CAUTELAR DE EXIBIÇÃO DE DOCUMENTOS. Medida requerida em face de sociedade anônima por acionistas minoritários, pleiteando a exibição de documentos relativos a operação de aquisição pela sociedade das ações de outra companhia.

Embora o artigo 105, da Lei nº 6.040/76, somente confira o direito de exigir a exibição por inteiro dos livros da companhia, nos casos em que sejam apontados atos violadores da lei ou dos estatutos ou haja suspeita de graves irregularidades, a acionistas que representem pelo menos 5% (cinco por cento) do capital social, **tal disposição não exclui o direito de outros acionistas, com participação menor, de requererem a exibição de documentos referentes a operações específicas quando tal exibição se torne necessária para possibilitar a defesa em juízo de direitos que os mesmos possam ter em face da Sociedade.**

Tratando-se de documentos indispensáveis a comprovação de eventual violação pelos administradores da sociedade ao artigo 256 e parágrafos c.c o art. 247, parágrafo único, ambos da Lei 6.404/76, o que, se constatado, conferirá aos Requerentes direito de ação em face da Requerida, o indeferimento do pedido de exibição dos referidos documentos implicaria em negar aos Suplicantes o acesso ao Judiciário.

Diante da possibilidade de serem os documentos sigilosos, é conveniente que, após sua juntada, o processo passe a correr em Segredo de Justiça.

Inaplicabilidade da disposição do art. 359 do CPC, no processo cautelar de Exibição de documentos. Conhecimento e provimento parcial da Apelação." Grifamos. 16ª Câmara Cível – Apelação Cível n. 21872/04 – 7ª Vara Empresarial da Capital – Relator: Desembargador Mario Robert Mannheimer." (negritos da Comissão de Inquérito) (fls. 2781/2782).

6) "Art. 157 - § 4º Os administradores da companhia aberta são obrigados a comunicar imediatamente à bolsa de valores e a divulgar pela imprensa qualquer deliberação da assembleia-geral ou dos órgãos de administração da companhia, ou fato relevante ocorrido nos seus negócios, que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia."

7) "Art. 157 - § 5º Os administradores poderão recusar-se a prestar a informação (§ 1º, alínea "e"), ou deixar de divulgá-la (§ 4º), se entenderem que sua revelação porá em risco interesse legítimo da companhia, cabendo à Comissão de Valores Mobiliários, a pedido dos administradores, de qualquer acionista, ou por iniciativa própria, decidir sobre a prestação de informação e responsabilizar os administradores, se for o caso."

8) "Art. 3º - §4º A divulgação deverá se dar através de publicação nos jornais de grande circulação utilizados habitualmente pela companhia, podendo ser feita de forma resumida com indicação dos endereços na rede mundial de computadores - Internet, onde a informação completa deverá estar disponível a todos os investidores, em teor no mínimo idêntico àquele remetido à CVM e, se for o caso, à bolsa de valores e entidade do mercado de balcão organizado em que os valores mobiliários de emissão da companhia sejam admitidos à negociação."

9) "Art. 8º Cumprir aos acionistas controladores, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, e empregados da companhia, guardar sigilo das informações relativas a ato ou fato relevante às quais tenham acesso privilegiado em razão do cargo ou posição que ocupam, até sua divulgação ao mercado, bem como zelar para que subordinados e terceiros de sua confiança também o façam, respondendo solidariamente com estes na hipótese de descumprimento."

10) "Art. 153. O administrador da companhia deve empregar, no exercício de suas funções, o cuidado e diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração dos seus próprios negócios."

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

12) "Art. 155 - II - omitir-se no exercício ou proteção de direitos da companhia ou, visando à obtenção de vantagens, para si ou para outrem, deixar de aproveitar oportunidades de negócio de interesse da companhia"

Voto proferido pela presidente da CVM, Maria Helena dos Santos Fernandes de Santana, na Sessão de Julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº 25/03, realizada no dia 25 de março de 2008.

Início o meu voto analisando a acusação de abuso de poder de controle, pois a análise quanto à ocorrência de dano e/ou favorecimento da Tele Norte Leste Participações S.A. (TNL) serve também para contextualizar a operação, para, em seguida, tratar das irregularidades apontadas pela Comissão de Inquérito no laudo de avaliação da Ernst & Young e, finalmente, abordar as demais acusações formuladas.

I - Sobre a acusação de abuso de poder pela controladora TNL

1. Para que seja acolhida a acusação de exercício abusivo do poder de controle pela TNL, ao vender a TNL PCS (Oi) para sua controlada Telemar (Telemar ou Companhia) "em condições de favorecimento" e "em prejuízo da controlada", é preciso antes de tudo que se concorde quanto ao caráter prejudicial da transação, e quanto a que ela tenha sido feita de forma a favorecer a TNL.
2. Não é o que vejo, ao analisar este caso. Para concluir como fez, parece-me que a Comissão de Inquérito parte de um erro quanto ao significado de um laudo de avaliação do patrimônio líquido (PL) a preços de mercado. O laudo de PL a mercado não é capaz de refletir o valor de uma empresa, dadas as limitações de sua metodologia.
3. Por ser previsto para avaliar os itens do patrimônio da companhia um a um, separadamente, ao preço provável de realização de venda ordenada no mercado, esse método não apreende o valor do negócio em marcha. Ele não teria como refletir o valor do conjunto de fatores sendo geridos e em andamento, pois, no mínimo, não abrange a avaliação do *goodwill* da companhia objeto. É diferente, portanto, de avaliações sobre o valor econômico de negócios ou, como chamado pela Comissão de Inquérito, sobre o valor justo a pagar.
4. Penso que toda a prática do nosso mercado corrobora essa opinião de que o laudo de PL a valores de mercado não é capaz de refletir o valor de uma companhia em funcionamento. Como exemplo, pode-se examinar uma situação em que o avaliador é demandado a escolher, entre as várias metodologias admitidas, aquela que pode refletir o valor justo da empresa, como é o caso do art. 4º, § 4º, da Lei das S.A., na apuração do preço a ser oferecido na oferta pública obrigatória de cancelamento de registro de companhia aberta. Não me lembro de um caso de empresa com negócio em marcha em que a metodologia escolhida pelos avaliadores tenha sido o PL a mercado.
5. Mas o Relatório da Comissão de Inquérito parte do valor da avaliação de PL a mercado da Oi para afirmar que sua venda por R\$ 1,00 à Telemar ocorreu a preço acima do que seria o justo valor do negócio. Diz o Relatório que, pelo fato de a companhia controlada possuir patrimônio líquido que, medido aos preços de mercado, valia não R\$ 1,00, como sustentado pelos acusados, mas um montante negativo (estimado pela própria Comissão) de mais de 1 bilhão de reais, o negócio em que ela foi vendida por valor simbólico teria sido abusivo, realizado com favorecimento ao controlador, em prejuízo da Telemar.
6. É claro que a avaliação do PL a mercado tem como objetivo ser uma aproximação em direção ao valor da firma. Mas, assim como as outras balizas colocadas no art. 256 da Lei – cotação das ações em mercado organizado ou múltiplo do lucro líquido por ação –, não passam de uma referência melhor que o patrimônio líquido contábil, para efeito de haver ou não obrigação de ouvir os acionistas em assembléia. São balizas que pretendem alertar os administradores e os acionistas em geral acerca da transação de aquisição de outra empresa, mas nenhuma das três avalia o negócio.
7. Neste caso, especificamente, o laudo do patrimônio a mercado foi utilizado para determinar o valor da capitalização que viria a ser feita pela TNL antes da venda da controlada, para que o patrimônio líquido da Oi avaliado daquela forma fosse equivalente a R\$ 1,00, preço da transação.
8. E qual seria o valor da Oi, dado seu estágio inicial de desenvolvimento, investimentos realizados, a licença e a marca que detinha, àquela altura? Mais ainda, qual seria o valor daquela companhia para a Telemar, operadora de telefonia fixa em região exatamente correspondente à que é abrangida pela licença de telefonia móvel da Oi? Há formas comumente utilizadas para tentar avaliar a companhia objeto de possível aquisição, entre as quais a mais popular é a avaliação por fluxo de caixa descontado (DCF). Foi, aliás, o que fez, para a TNL, o banco J. P. Morgan.
9. Mas é tarefa de grande complexidade tentar, não estando no lugar dos administradores da empresa que deseja

adquirir uma outra, reproduzir sua avaliação sobre o valor a ser atribuído à integração dos dois negócios. Fatores como sinergias, posicionamento de mercado e possibilidade de aproveitamento de benefícios fiscais dependem de inúmeras premissas para que sejam avaliados e para que lhes seja atribuída uma probabilidade de que se materializem. Essa é a tarefa dos administradores, fazer tal avaliação para tomar a decisão sobre quanto devem pagar pelo negócio.

10. Quanto à transação de que aqui se trata, por tratar-se da compra de uma companhia de propriedade do acionista controlador por empresa controlada, com acionistas minoritários nas duas sociedades envolvidas, somos obrigados a olhar a operação com muito mais profundidade, questionando inclusive aspectos da avaliação realizada, especialmente quando o processo de decisão não pareça sólido o suficiente. Foi esta a motivação da Comissão de Inquérito, usando das ferramentas de que dispunha. Mas penso que, nesse intento, partiu de um conceito incorreto que prejudicou suas conclusões.
11. É possível considerar que o negócio de aquisição da Oi tenha sido prejudicial à Telemar? Do ponto de vista estratégico, a operação não foi questionada nem pelos reclamantes que deram origem a este processo. Parece que todos concordam quanto aos benefícios da aquisição da Oi, em princípio. Discute-se o preço pago, ou seja, fundamentalmente, questiona-se o valor atribuído por aqueles que tomaram a decisão à oportunidade estratégica e ao negócio em andamento embutidos na Oi, e questiona-se esse valor tendo como referência um laudo que não se presta a dimensioná-lo.
12. A TNL contratou uma avaliação de valor econômico da Oi para também servir de referência à decisão, mas a Comissão de Inquérito não reconheceu mérito algum à avaliação feita pelo J. P. Morgan, procurou desqualificá-la de todas as formas, mantendo-se apegada ao laudo de PL a mercado – conforme ajustado por ela – como a melhor referência sobre o valor da Oi. Realmente, as avaliações de empresas são exercícios dominados por um grau elevado de subjetividade. No caso específico do método do DCF utilizado, além das inúmeras premissas que permitem a estimativa dos fluxos futuros, há como grande e evidente objeto de discussão a taxa de juros à qual os fluxos são trazidos a valor presente.
13. Mas, especificamente neste caso, a Comissão de Inquérito poderia ter-se valido da realidade. Se se procurava, atendendo a reclamações de acionistas, averiguar a justeza do preço pago pela Telemar para comprar a Oi, por quê não examinar os números trazidos pelas próprias demonstrações financeiras da Companhia? A acusação é datada de 28 de dezembro de 2006 e, se tivesse reconhecido a complexidade da tarefa de avaliar o preço justo de uma transação específica, a Comissão de Inquérito estaria em condições de testar suas próprias hipóteses.
14. É claro que não pretendo aqui discutir as características e tendências dos diversos serviços de comunicação hoje integrados na Telemar, ou as vantagens da integração de serviços na mesma Companhia, muito menos atribuir valor a essas condições para defender eventualmente o preço a que a aquisição foi feita. Não tenho essa competência nem é esse o meu papel. Mas, aplicando o teste da realidade ao negócio, fica muito difícil concluir que se tratou de algo prejudicial à Telemar, realizado para favorecer a TNL.
15. Pode-se admitir que a compra da Oi trouxe mais risco para a Telemar, na medida em que a companhia adquirida possuía estrutura de capital acentuadamente alavancada. Mas daí a querer julgar que esse foi um risco que não deveria ter sido assumido, vai enorme distância. Esse é um papel que não cabe a quem julga a conduta dos envolvidos – controlador e administradores - pois estamos em posição de poder olhar o resultado das suas decisões, e isso seria muito desigual.
16. Creio, ainda, que o posicionamento dos reclamantes, acionistas minoritários, vem mais na linha de defesa da capacidade de pagamento de dividendos, pela Companhia, no curto prazo. Esta é uma tensão existente no cotidiano do mercado, aquela entre os interesses de curto prazo, privilegiando a disponibilidade de recursos para distribuição de dividendos, e os possíveis interesses das companhias no longo prazo, refletidos na realização de investimentos com comprometimento imediato do caixa, mas que se entenda que significarão ganhos estratégicos no futuro.
17. Se as decisões dos administradores pendessem sempre na direção de preservar a capacidade de pagamento de dividendos no curto prazo, muitas empresas faleceriam por não terem investido o necessário em projetos de mais longa maturação e de maior risco. Seria também prejudicial às companhias, de outro lado, se o mercado não vigiasse os administradores quanto ao melhor uso dos recursos à sua disposição, que pode, eventualmente, ser abrir mão de investir e optar por distribuir o caixa aos acionistas.
18. Assim, não penso que a CVM deva pretender, como acabou por fazer a Comissão de Inquérito, arbitrar esse conflito natural, ao afirmar, indiretamente, que a compra da Oi teria sido feita por valor não-justo a partir das

reclamações trazidas. A tensão entre essas duas posições deve funcionar em benefício das companhias e de sua sustentabilidade no longo prazo. E a menos que houvesse evidência muito forte de que a escolha feita foi incorreta e prejudicial à Telemar, o que os dados não parecem sustentar, a Comissão deveria ter-se colocado de fora deste conflito, e não escolhido reconhecer a um dos lados a condição de melhor intérprete do interesse da Companhia.

19. Este é um processo complexo, pois não se trata aqui de avaliar, por exemplo, uma transação em que se emprestou caixa da companhia ao controlador, mas de um caso que acabou por colocar a CVM na posição de avaliar uma decisão de investimento tomada, e o preço ao qual o investimento foi realizado. Não há como subestimar a complexidade de que se reveste esta situação, como tentei demonstrar.
20. Assim, sem ainda entrar em discussões de caráter jurídico como a que embasou o voto do Relator, acompanho suas conclusões neste aspecto da acusação, por não ver elementos para concluir que se tratou de operação prejudicial à Telemar, realizada para favorecer a TNL.

II – Sobre as Irregularidades no Laudo Apontadas pela Comissão de Inquérito

21. Noto que a Comissão de Inquérito dedicou-se com afinco a recalcular um laudo elaborado por especialista. Foi uma empreitada arriscada, em que avalio foram cometidos alguns erros, mas teve o mérito de trazer à luz aspectos importantes relacionados à elaboração dos laudos de patrimônio líquido a preços de mercado. Por isso, entendo que devemos nos manifestar quanto ao acerto ou não das premissas por ela aplicadas para considerar irregular o laudo de avaliação do patrimônio da Oi a preços de mercado. Assim estaremos cumprindo nossa função de orientar o mercado.
22. Portanto, peço paciência, pois, antes de concluir sobre as demais imputações, irei analisar os questionamentos da Comissão de Inquérito sobre o laudo da Ernst & Young.
23. Os questionamentos ao laudo de avaliação apresentados pela Comissão de Inquérito concentram-se em três grandes grupos: (1) dupla contagem de ajustes de ativos do imobilizado; (2) não avaliação das dívidas a preços de mercado; e (3) não avaliação da concessão de telefonia móvel da Oi a preços de mercado. Vamos a esses questionamentos, nessa ordem.

(a) Dupla Contagem de Ajustes do Ativo Imobilizado

24. A Comissão de Inquérito analisou os critérios de avaliação a mercado aplicados pela Century Business Consultants Ltda. ("Century") aos três grupos do imobilizado que sofreram maior ajuste positivo em relação ao seu valor contábil e avaliou a adequação desses critérios à *"fonte de informações básicas dessa estimativa"*, ou seja, analisou a formação dos registros contábeis utilizados pela Century.
25. Ao fazer a comparação, a Comissão constatou evidências de superestimação do valor de mercado de itens do Ativo Imobilizado e do Ativo Diferido, decorrente essencialmente da dupla contagem de determinados valores em função da aplicação de "fatores de complexidade" e de "fator de custos de instalação" ao custo de aquisição de determinados bens. O primeiro dos fatores incidiu sobre os valores de aquisição de softwares pertinentes aos "Sistemas de Processamento de Dados" e aos "Equipamentos de Comutação" e, o segundo, sobre os valores de aquisição de componentes dos "Equipamentos de Comutação" e dos "Equipamentos de Transmissão".
26. Em linhas gerais, ambos os fatores visavam a incluir na estimativa do valor de mercado daqueles itens os custos ligados à preparação para seu aproveitamento na operação, os quais não teriam sido contabilizados. Contudo, analisando a composição dos valores de aquisição contabilmente registrados, a Comissão de Inquérito constatou que alguns desses custos estariam sim contabilizados, tendo decorrido daí a dupla contagem.
27. Ainda, especificamente no que se refere aos "Equipamentos de Comutação", a Comissão de Inquérito teria constatado dupla contagem também de ICMS, pois o fator de correção aplicado sobre o valor de aquisição incluía a alíquota de ICMS, enquanto créditos de ICMS a recuperar também estavam contabilizados. Entendeu, assim, que o ICMS foi considerado duas vezes, pelo registro contábil e pelo fator de correção aplicado.
28. Sobre esta irregularidade apontada pela Comissão de Inquérito, deve ser dito inicialmente que o próprio avaliador admitiu a possibilidade de ter havido superestimação de alguns itens.
29. A Ernst & Young contratou a Century para avaliar a mercado os ativos tangíveis do ativo imobilizado da Oi. O responsável naquela empresa por realizar essa avaliação foi o senhor Carlos Eduardo Cardoso, que esclareceu

o que segue, em seu depoimento:

"perguntado se procurou identificar e conhecer o conteúdo e a formação dos referidos Valores de Aquisição, respondeu que **esta estimativa do valor de reposição foi efetuada sem uma análise do conteúdo dos referidos Valores de Aquisição, posto que não era o objetivo do trabalho contratado à Century;** (...) perguntado se tem conhecimento de que nos Valores de Aquisição dos equipamentos da Oi já estariam registradas despesas de instalação, teste, montagem e pessoal envolvido neste processo, bem como as despesas financeiras até a operacionalização, respondeu que somente tomou conhecimento desse fato por ocasião de uma reunião realizada no curso da inspeção da Oi, após os inspetores terem apontado nos vouchers fornecidos pela empresa os valores que compunham alguns determinados itens do imobilizado da Oi; ressalta que este fato não altera significativamente o resultado da avaliação, pois os Valores de Aquisição foram comparados com os de cotação, gerando um multiplicador que foi aplicado aos itens similares; **que, no caso dos sistemas de processamento de dados e na parte de software dos equipamentos de comutação, pode ter ocorrido a sobrevalorização do resultado final em razão de o depoente não ter conhecimento, à época, de que os Valores de Aquisição já embutiam algumas das despesas estimadas no cálculo realizado pela Century;**" (fls. 1385 e 1386) (grifos inexistentes no original)

30. Pelas próprias declarações do responsável na Century pela avaliação, nota-se que a Comissão de Inquérito estava correta, ao menos ao suspeitar da ocorrência de sobrevalorização dos ajustes de alguns ativos. Disto não decorre que os cálculos da Comissão de Inquérito estão corretos. Ao contrário, o avaliador e as defesas podem estar corretos no que toca à consideração de alguns valores como, por exemplo, na questão do ICMS.
31. Entendo que não cabe, neste foro, refazer os cálculos para avaliar o valor exato da sobrevalorização. Isto porque o trabalho que se está discutindo tem caráter eminentemente técnico e não poderia ser adequadamente discutido por pessoas como nós sem a ajuda de peritos especializados. Não se trata de assunto que se beneficie do bom senso que cada um julgue que possui, é um assunto estudado e que envolve discussões metodológicas e, certamente, controvérsias a esse respeito. Questões como a escolha de amostras e o tratamento de desvios. Ou o próprio método de apuração do valor de mercado: se, como diz a Century, a partir do valor de aquisição ajustado por fatores teoricamente estabelecidos ou, como parece crer a própria Ernst & Young¹, a partir da apuração do valor de mercado para determinada amostra, extrapolando-se o fator de ajuste encontrado para o restante dos itens do imobilizado.
32. A própria questão de ter, ou não, havido dupla contagem na apropriação do ICMS ao custo de aquisição parece bastante controversa e nada cristalina, a julgar pelas manifestações que vemos nos autos e por aquelas opiniões de especialistas que os reclamantes também trouxeram.
33. O fato de que nos julgemos pessoas de bom senso não nos autoriza a fazer aqui um julgamento sobre aspectos metodológicos da avaliação a mercado do ativo imobilizado. Basta constatar que houve algum grau de sobrevalorização e que a Comissão de Inquérito estava correta em sua premissa, embora possa ter acabado por incluir em seus cálculos valores a título de dupla contagem que, em verdade, não poderiam ter sido considerados dessa forma.
34. Ou seja, se o próprio avaliador reconhece a possibilidade de ter havido dupla contagem, confirma-se a irregularidade alegada pela Comissão de Inquérito, sendo irrelevante, para fins deste processo, o valor exato desse erro.
35. Digo que esse valor exato é irrelevante, pois, em minha opinião, trata-se aqui de um erro do avaliador e não de um erro atribuível aos administradores. Não vejo como teria sido possível aos conselheiros e diretores da Telemar e da TNL, no curso da análise que deveriam fazer sobre o negócio, chegar ao nível de minúcia e de discussão metodológica em que se envolveu a Comissão de Inquérito. Não creio, por exemplo, que caiba a esses administradores analisar, de um lado, a composição de cada item do ativo e, de outro, os procedimentos adotados pelo avaliador ao aplicar os fatores de correção para, ao fim, verificar se nos fatores de correção seriam considerados valores que já estariam contabilizados.
36. Exigir tal grau de detalhamento no exercício da diligência que a lei demanda dos administradores teria conseqüências negativas para a economia, criando um indesejado desestímulo para que alguém ocupe cargo nos órgãos da administração de companhias abertas e ali tome decisões.
37. Isto não quer dizer que o trabalho feito pelos administradores possa ser liminarmente considerado satisfatório apenas pelo fato de terem contratado uma firma de ilibada e notória reputação, como alegam, para realizar a avaliação. Embora se trate de um exercício que demanda expertise, qualquer laudo que seja apresentado deve ser suficientemente detalhado e explicativo para que os não especialistas possam se servir dele para tomarem

decisões.

38. Nesse sentido, noto que o laudo da Ernst&Young é, por exemplo, muito menos esclarecedor do que os que foram emitidos para utilização na operação de aquisição de ações da Ipiranga Química S.A. pela Braskem S.A. (que serviu para avaliar a aplicabilidade do art. 256, II, 'b' em função de aquisição de ações da primeira pela segunda) ou quando da reestruturação societária em que a Telemar Participações S.A. incorporaria ações da TNL (elaborado para atender ao art. 264 da Lei das S.A.)². Mas apresentarei minha avaliação sobre o referido laudo ao final desta parte.

(b) Avaliação de dívidas no laudo de Patrimônio Líquido a mercado

39. A Comissão de Inquérito, com base no parecer da SNC n.º 039/06 acostado aos autos, entendeu que as dívidas financeiras da Oi deveriam ter sido avaliadas ao preço de mercado, tal qual definido na Instrução n.º 235/95.
40. Aquela Instrução estabeleceu a obrigatoriedade de a companhia evidenciar, em nota explicativa às suas informações financeiras (ou seja, demonstrações financeiras anuais e trimestrais), o valor de mercado de seus instrumentos financeiros.
41. Para fins daquela obrigação, o valor de mercado foi definido pela norma como: o valor que se pode obter com a negociação em mercado ativo do instrumento financeiro com parte não relacionada (sem que corresponda a uma transação compulsória ou decorrente de processo de liquidação) ou, na ausência de mercado ativo, o valor de negociação de instrumento de natureza similar ou, ainda, o valor presente líquido dos fluxos futuros, ajustado com base na taxa vigente no mercado, na data do balanço, para instrumentos financeiros de natureza, prazo e risco similares.
42. A própria Oi aplicou esta última definição de valor de mercado em suas demonstrações financeiras, tendo a nota explicativa evidenciado o valor de suas dívidas se aplicadas as taxas vigentes no mercado na data-base da respectiva demonstração.
43. Já a Ernst & Young, na avaliação do patrimônio líquido da Oi a preços de mercado, considerou os valores atualizados das dívidas de acordo com suas próprias taxas, e não de acordo com as taxas praticadas no mercado.
44. A Comissão de Inquérito entendeu que esse procedimento estava incorreto e que deveriam ter sido considerados os valores de acordo com as taxas praticadas no mercado, em atenção à Instrução n.º 235/95. Como explica a Comissão de Inquérito no item 185 de seu Relatório, o objetivo da Instrução n.º 235/95 "é demonstrar o valor de mercado dos instrumentos financeiros com base na aplicação das taxas de juros verificadas na data das Demonstrações financeiras da empresa (...)". Ainda segundo a Comissão, da mesma forma que a venda propriamente não é necessária para que seja considerado o valor de venda dos ativos operacionais na avaliação a mercado, o valor atual da dívida a mercado deve considerar a definição da Instrução 235/95, ainda que a dívida não tenha sido renegociada (item 331 do Relatório da Comissão).
45. Em outras palavras, a Comissão de Inquérito entendeu que o valor de mercado da dívida, para fins da avaliação prevista no art. 256, II, 'b', não é o seu valor atualizado com base nas taxas efetivamente pactuadas, mas sim um valor estimado da dívida, atualizado pelas taxas vigentes no mercado na data-base da avaliação. Concordo com o raciocínio, que considero possuir fundamentação lógica e ser confirmado pela própria definição de valor de mercado.
46. A finalidade da avaliação do patrimônio líquido a preços de mercado prevista no inciso II, 'b', do art. 256 foi destacada recentemente pelo Diretor Marcos Barbosa Pinto, ao interpretar o art. 264 da Lei das S.A. que, assim como o inciso II, 'b', do art. 256, faz referência à avaliação do patrimônio líquido a preços de mercado:
- "Na minha opinião, corroborada pela doutrina, a avaliação do art. 264 procura estabelecer o valor de realização do patrimônio da companhia. De posse dessa informação, os acionistas minoritários têm condições de saber se a incorporação da companhia é, no mínimo, mais vantajosa do que a liquidação e, em caso negativo, exercer o reembolso pelo valor de realização estimado no laudo, nos casos em que o recesso é admitido."³
47. O professor Eliseu Martins, em seu parecer trazido aos autos (fls. 2131 e ss.), esclarece que a avaliação do patrimônio a preços de mercado determinada pela lei importa em verificar os elementos do ativo e passivo, um a um, medidos pelos seus respectivos valores de mercado. Diz que essa avaliação pode não ter qualquer relação com o valor de mercado das ações⁴ da empresa sendo negociadas em bolsa⁴, nem qualquer relação

com o valor da empresa em marcha considerada em seu conjunto, pois o valor econômico da empresa se avalia considerando-se fluxos futuros de caixa, descontados esses fluxos a valor presente pelo custo do capital empregado⁵.

48. Continua para esclarecer que, nessa avaliação, utiliza-se tanto o valor de realização quanto o valor de reposição, pois, em certos casos, inexistente o valor de realização, ou mesmo ele se mostra incompatível com o ativo objeto. Nesse contexto, explica que matérias-primas, estoques, bens em processo de fabricação e outros poderiam valer quase nada, já que seu valor de mercado poderia nem existir ou existir apenas para certos usos específicos, mas que esses ativos, avaliados numa empresa em marcha, precisam ter determinados seus preços de mercado para as finalidades exigidas na lei.
49. Nas suas palavras, no caso desses elementos, *"normalmente se faz a aplicação dessa metodologia citada na lei para alguns casos baseada no seguinte: preços de reposição caso fossem hoje feitos novamente, diminuídos de uma parcela proporcional ao tempo de sua vida útil econômica já utilizada"* (fls. 2146). O valor de reposição é justamente a definição de valor de mercado da dívida prevista na Instrução n.º 235/95.
50. Mas essa definição não está, unicamente, naquela norma. Ao contrário, pelo que se vê dos esclarecimentos prestados pela Century, anexos à defesa apresentada pela TNL (fls. 3078 e ss.), as normas internacionais de contabilidade e pronunciamentos contábeis definem valor de mercado justamente tal qual ele é definido pela Instrução n.º 235/95. Não ignoro o fato de a Century não ter sido contratada para avaliar o passivo da Oi, mas as definições por ela trazidas são plenamente aplicáveis, por se referirem à definição genérica de preços de mercado. Por essa razão, farei referência às definições citadas pela Century.
51. Com efeito, a Century, antes de analisar as alegações da Comissão de Inquérito, fez uma introdução para explicar em que consistiria a avaliação do patrimônio líquido a preços de mercado, e que valor de mercado, nesse contexto, corresponderia justamente ao valor de reposição do ativo.
52. É o que dizem as definições citadas pela Century, abaixo transcritas:

"Valor de mercado é o valor de entrada, que a empresa despenderia no mercado para repor o ativo considerando uma negociação normal entre partes independentes e isentas de outros interesses. Este valor deve ser considerado preço à vista de reposição do ativo, contemplando as condições de uso em que o bem se encontra'."

International Valuation Standards, Capítulo de Conceitos e Princípios Gerais de Avaliação, emitido pelo International Valuation Standards Committee

"5.2. 'Valor de mercado é o montante pelo qual uma propriedade trocária de mãos na data da avaliação entre um comprador e um vendedor em uma transação à vista depois de exposição apropriada ao mercado em que as partes agem com prudência, conhecimento e sem compulsão.'"

Uniform Standards of Professional Appraisal Practice – Advisory Opinion 22:

"Valor de Mercado é o valor mais provável pelo qual uma propriedade assumiria, em um mercado aberto e competitivo, tendo todas as condições para uma venda justa, agindo comprador e vendedor de forma prudente e com conhecimento, assumindo que o preço não seja afetado por estímulos indevidos."

53. Ora, as definições acima transcritas não diferem daquela prevista na Instrução n.º 235/95, que define:

"Art. 3º Considera-se valor de mercado, para fins desta Instrução:

I - o valor que se pode obter com a negociação do instrumento financeiro em um mercado ativo, em que comprador e vendedor possuam conhecimento do assunto e independência entre si, sem que corresponda a uma transação compulsória ou decorrente de um processo de liquidação;"

54. A única diferença da Instrução n.º 235/95 para as definições antes transcritas é a de que esta esclarece que, no caso de inexistir mercado ativo para o instrumento financeiro, o valor de mercado corresponderá:

"a) ao valor que se pode obter com a negociação de outro instrumento financeiro de natureza, prazo e risco similares, em um mercado ativo, conforme referido no inciso I deste artigo; ou

b) ao valor presente líquido dos fluxos de caixa futuros a serem obtidos, ajustado com base na taxa de juros vigente no mercado, na data do balanço, para instrumentos financeiros de natureza, prazo e risco similares."

55. A rigor, essa complementação não é uma inovação, mas tão-somente um esclarecimento e orientação quanto à forma de proceder caso inexista mercado ativo de um bem ou ativo financeiro, ou seja, continua aplicando-se o conceito de que deve ser considerado o valor de negociação de um bem ou propriedade, só que apurado mediante comparação com as condições de mercado para bens ou propriedades de natureza, prazo e risco similares, já que não se poderia falar em mercado ativo propriamente.
56. Por todo o exposto até aqui, fica evidenciada a irrelevância da discussão quanto à aplicabilidade, ou não, da Instrução n.º 235/95 ao caso, já que, pela própria definição geral de valor de mercado, citada inclusive por um dos avaliadores do caso, as dívidas teriam que ter sido consideradas pelo seu valor, atualizado de acordo com as taxas praticadas no mercado na data da avaliação.
57. Disto não decorre, automaticamente, a responsabilização dos administradores, tema ao qual ainda me dedicarei neste voto.
58. Embora reconheça que a maioria dos laudos de patrimônio a mercado considerava as dívidas pelo valor de atualização de suas próprias taxas, gostaria de ressaltar que localizei laudos que, ao contrário, consideram como valor de mercado da dívida o valor atualizado pelas taxas praticadas no mercado. Ou seja, essa interpretação que, a nosso ver, é a correta, já é aplicada por alguns avaliadores que em seus trabalhos analisam o valor a mercado (tal qual a Instrução n.º 235/95 define) e concluem pela necessidade ou não de ajustes nos valores contábeis.⁶

(c) Avaliação da Concessão de Telefonia

59. Passando a tratar das alegadas irregularidades no tocante à avaliação da concessão da Oi, a Comissão de Inquérito procurou desconstituir as duas premissas apresentadas pela Ernst & Young para justificar a avaliação pelo valor contábil, quais sejam, de que inexistiria mercado para estimar o valor de reposição da concessão e de que o valor da concessão seria recuperável através de suas operações.
60. Sobre a inexistência de mercado capaz de servir de base para a definição do valor de reposição da concessão de telefonia da Oi, a Comissão de Inquérito argumentou que poderia ser considerado o valor de negociação de concessões em leilões de telefonia ocorridos posteriormente ao leilão em que a Oi adquiriu sua licença.
61. Para isso, a Comissão de Inquérito selecionou os leilões, realizados em 2002, de concessões em regiões similares às exploradas pela Oi e concluiu que haveria redução dos valores em reais das concessões negociadas em proporções que variaram entre 57% e 65%.
62. Contudo, a meu ver, o raciocínio da Comissão de Inquérito não se sustenta.
63. Entendo que as defesas estão corretas ao avaliarem que não há um mercado que sirva para estimar o valor da concessão da Oi e, inexistindo mercado, não cabe ajuste ao valor da concessão registrado na contabilidade, a menos que seu valor se prove superior ao recuperável.
64. A razão para minha concordância com os argumentos de defesa reside justamente na constatação de que a concessão, por essência, é única.
65. Nesse sentido, acolho o entendimento do professor Eliseu Martins. Seu parecer, no que toca especificamente à avaliação da concessão da Oi (fls. 2153), inicia por contextualizar que o valor da concessão, por ter sido formado em procedimento disputado de leilão público, era um valor de mercado à época e que, quando da operação questionada neste processo, não havia passado mais do que 10% do prazo de sua vida útil econômica, considerado o prazo da concessão.
66. Em seguida, destaca que as licenças de exploração de que se cuida não possuem um verdadeiro mercado de compra e venda por ser cada licença virtualmente única:

"As licenças desse tipo de exploração sendo discutidas nem podem ter um verdadeiro mercado de compra e venda, eis que **cada licença é praticamente única**, pois válida para exploração de determinado serviço, dentro de certas condições específicas e próprias (como banda, no caso da telefonia celular), numa determinada e restrita área geográfica específica, etc. E essa licença específica da Oi era única, de uma certa banda, com características ímpares, como, por exemplo, a de permitir ligações internacionais; as novas licenças outorgadas para aquela região, licitadas nos anos seguintes, não mais contiveram essas características todas." (fls. 2154, grifos no original)
67. E, ainda que haja mais de uma licença para uma mesma região, a primeira licença tende a valer mais do que a

segunda, e assim por diante, como esclarece o parecer:

"Além do mais, cada nova licença significa **um novo concorrente no mercado**, e o novo entrante tem de pagar menos pela licença, porquê já disputará um mercado loteado. Vale muito mais a primeira licença do que a segunda, a segunda do que a terceira e assim por diante. Veja-se que em São Paulo o governo tentou, há pouco tempo, um novo entrante e não conseguiu um comprador, apesar de ter licitado três vezes a mesma licença, baixando o preço sempre.

(...)

Poder-se-ia querer recorrer a preços de transações semelhantes, mas cada uma delas diz respeito a uma área e a um conjunto de possíveis consumidores, com diferentes capacidades aquisitivas, com diferentes volumes de investimentos adicionais necessários (regiões com dispersão demográfica grande exigem números maiores das caríssimas torres, por exemplo). Assim, as comparações ficam praticamente inviáveis." (fls. 2155)

68. Tendo em vista que as concessões negociadas incluídas no cálculo da Comissão de Inquérito não envolveram a Região I e que, mesmo se tivessem abrangido essa região, a teriam encontrado em uma situação de maior concorrência do que aquela que havia quando a Oi adquiriu sua licença, é forçoso concluir pela inviabilidade de adotar tais negócios como passíveis de ajustar o valor da licença da Oi.
69. Dessa forma, entendo correto o entendimento das defesas de que não havia mercado para que, com base nele, se estimasse o valor da licença de forma superior ou inferior à que era dada pelo seu valor de aquisição refletido na contabilidade.
70. A Comissão de Inquérito, ao contestar a manutenção do valor contábil na avaliação, tentou demonstrar a suposta irrecuperabilidade do valor da concessão. Inicialmente, cabe apontar que essa análise sobre a capacidade de recuperação do valor contabilizado está relacionada com o entendimento apresentado pelo avaliador de que, por conta da Deliberação n.º 183/95, o valor da concessão somente seria diferente de seu valor contábil caso se verificasse que o valor pago pela concessão não seria recuperado através das operações da empresa.
71. A Comissão de Inquérito, com fundamento no já mencionado parecer da SNC, concluiu pela inaplicabilidade da Deliberação n.º 183/95 às avaliações de patrimônio a preços de mercado, mas, de qualquer maneira, analisou os cálculos feitos para aferir a recuperabilidade do valor da concessão.
72. Tendo analisado cuidadosamente os cálculos da Comissão de Inquérito, entendo que não podem ser considerados válidos, ao menos não para a finalidade que se pretendeu, de evidenciar que o valor da concessão não seria recuperável.
73. Cheguei a essa conclusão principalmente pelo fato de o cálculo não ter considerado o prazo integral da concessão, ou seja, até 2016. A necessidade de considerar o período integral ganha mais importância ainda diante da declaração da própria Comissão de Inquérito de que o resultado da avaliação poderia ser positivamente afetado se realizada a projeção até 2016. Ora, não se pode, em bases seguras, concluir pela irrecuperabilidade da concessão sem considerar o seu prazo integral.
74. Apresento a seguir alguns exercícios realizados com a mesma finalidade, usando os dados do plano de negócios da Oi, como a Comissão, projetados para o prazo integral de validade da concessão. Em relação aos anos de 2013 a 2016, foram utilizadas as projeções apresentadas na defesa da TNL, que consideraram um crescimento do PIB de 4% ao ano:

Ano	EBITDA	Taxa de desc.	Anos	Tx. Acum.	EBITDA		Ano	EBITDA	Taxa de desc.	Anos	Tx. Acum.	EBITDA
2003	-285	1,12	1	1,12	-254		2003	-285	1,156	1	1,156	-247
2004	-21	1,12	2	1,25	-17		2004	-21	1,156	2	1,34	-16
2005	349	1,12	3	1,4	248		2005	349	1,156	3	1,54	226
2006	581	1,12	4	1,57	369		2006	581	1,156	4	1,79	325
2007	851	1,12	5	1,76	483		2007	851	1,156	5	2,06	412
2008	1082	1,12	6	1,97	548		2008	1082	1,156	6	2,39	453

2009	1316	1,12	7	2,21	595		2009	1316	1,156	7	2,76	477
2010	1549	1,12	8	2,48	626		2010	1549	1,156	8	3,19	486
2011	1781	1,12	9	2,77	642		2011	1781	1,156	9	3,69	483
2012	2008	1,12	10	3,11	647		2012	2008	1,156	10	4,26	471
2013	2088	1,12	11	3,48	600		2013	2088	1,156	11	4,93	424
2014	2172	1,12	12	3,9	557		2014	2172	1,156	12	5,7	381
2015	2259	1,12	13	4,36	518		2015	2259	1,156	13	6,58	343
2016	2349	1,12	14	4,89	481		2016	2349	1,156	14	7,61	309
Total	18079				6043		Total	18079				4529
Amortização residual do diferido					-595		Amortização residual do diferido					-595
Valor do ativo imobilizado reavaliado					-3329		Valor do ativo imobilizado reavaliado					-3329
obras em andamento					-125		obras em andamento					-125
EBT a valor presente de final de 2002					1994		EBT a valor presente de final de 2002					480

75. Como se pode ver, mesmo sendo considerados os dados de geração de caixa positivos e negativos de todo o período, e ainda que os descontemos a valor presente pela taxa utilizada pelo J. P. Morgan (15,6%), não é possível concordar que a licença não seria recuperável pelas operações da Oi. Tudo isso ainda sem recorrer ao já mencionado teste da realidade, pois também seria possível fazer a mesma avaliação utilizando-se os valores efetivamente realizados de EBITDA nos anos até 2005 (disponíveis à época da elaboração da acusação e superiores em relação ao projetado).
76. Concluo, portanto, pelo acerto do entendimento, defendido pela Ernst & Young e pelas defesas, de que o valor da concessão da Oi não poderia ser avaliado a preços de mercado, por inexistência de mercado, e que tampouco deveria ter sido reduzido pela constatação de que não seria recuperável.

(d) Conclusão sobre o Laudo de Avaliação

77. De tudo o que disse acima, concluo que:
- i. de fato, houve dupla contagem de alguns elementos do ativo da Oi nos ajustes, embora não reconheça como válido o valor de sobrevalorização indicado pela Comissão de Inquérito;
 - ii. de fato, na avaliação do patrimônio líquido a preços de mercado da Oi, o valor de mercado da dívida deveria ser o seu valor atualizado pelas taxas praticadas no mercado na data-base da avaliação; e
 - iii. devemos admitir que não era possível realizar a avaliação a mercado da concessão da Oi, por não haver mercado para esse efeito, e que nem deveria ter sido reduzido o valor contábil da licença.
1. Por fim, embora seja irrelevante para fins deste processo, julgo pertinente ressaltar que hoje não mais se discute a aplicabilidade da Instrução n.º 235/95 e da Deliberação n.º 183/95 nas avaliações de patrimônio líquido a preços de mercado. Isso porquê, com o advento da Lei 11.638/07, foram incorporados ao §1º do art. 183 da Lei das S.A. justamente os conceitos tratados nos dois normativos, de forma que, pela atual Lei das S.A., necessariamente o valor de mercado da dívida será o seu valor atualizado pela taxa vigente no mercado (art. 183, §1º, 'd') e haverá análise periódica quanto à possibilidade de recuperação dos valores registrados no imobilizado (art. 183, §3º).⁷
 2. De qualquer maneira, minhas conclusões evidenciam que, no limite, houve falha do avaliador no que toca à dupla contagem de ajustes e a avaliação das dívidas, mas o grau de tecnicidade da primeira e o erro de proibição na segunda devem ser ponderados quando da atribuição de culpa por não terem detectado tais falhas aos administradores, análise que será feita mais adiante.
 3. Embora não venha ao caso, por não envolver algum acusado neste processo, é incômodo o fato de a Ernst & Young ter declarado que não conhecia os procedimentos adotados pela Century⁸. Parece haver, de algum modo, um incentivo à existência de uma cadeia não de responsabilidades, como deveria ser, mas de isenção de responsabilidades, em que prevalece a alienação de cada um em relação ao objetivo original que motivou a contratação do especialista. A conduta dos administradores será analisada adiante, mas a conduta dos

avaliadores também deve ser motivo de grande preocupação para a CVM.

4. Tendo sido tratadas as irregularidades no laudo apontadas pela Comissão de Inquérito, passo a analisar as demais acusações formuladas neste processo.

III – Sobre a Acusação de Infração ao Art. 256 da Lei das S.A.

5. Neste ponto, concordo com o relator na visão que expressou, quanto ao que significa preço, no texto do art. 256, e que não pode ser considerado preço o valor supostamente negativo – conforme estimado pela Comissão de Inquérito – do patrimônio a valores de mercado apurado em laudo de avaliação. O relator considera, corretamente, que o preço pago pela Oi foi de R\$ 1,00, e não, como alegou a acusação, para tratar a aquisição como relevante para efeito do inciso I do art. 256 da Lei das S.A., da ordem de R\$ 1,1 bilhões.
6. Mas não concordo com seu voto quando defende que a aquisição da Oi deveria ter sido submetida à assembléia por estar enquadrada nos critérios do inciso II, alínea 'b' do mesmo artigo, considerando que a companhia adquirida possuiria patrimônio líquido negativo a preços de mercado, tornando este um investimento realizado por preço superior a 1,5 vez aquele valor de patrimônio. Essa sua conclusão, aliás, decorre de haver acolhido a acusação quanto aos supostos erros flagrantes do laudo e grande parte da própria reestimativa feita pela Comissão de Inquérito.
7. Como não concordo com sua posição nesse ponto, concluo também de forma diferente. Mesmo que se aceite a existência de falhas no laudo elaborado pela Ernst & Young (item 77 deste voto), não posso endossar os cálculos feitos pela Comissão, mesmo nos pontos em que concordo com sua avaliação crítica sobre o laudo.
8. No caso da ocorrência de dupla contagem nos ajustes do ativo imobilizado, a Comissão de Inquérito tomou diversas liberdades em sua tentativa de refazer a avaliação, trazendo muito menos demonstração dos critérios técnicos sobre os quais estava se baseando do que a própria Century, cujos procedimentos eram questionados. A Comissão de Inquérito questionou escolhas metodológicas feitas, com o propósito de invalidar os cálculos dos avaliadores, com base em motivos que chegam a abordar a nacionalidade do método utilizado. Enfim, foi nitidamente muito além nesse trabalho do que estava qualificada para ir. E a fragilidade das reestimativas ficou tão evidente, em minha opinião, que seus cálculos não devem ser considerados.
9. Em relação ao aspecto da avaliação da dívida, dado que penso que não se pode imputar infração aos administradores por não haver clareza quanto ao critério considerado correto pela CVM, também não faria sentido punir-se os administradores por não terem convocado assembléia com base num valor de patrimônio líquido a mercado apurado desta forma.
10. Assim, considero que os administradores deixaram de convocar a assembléia geral por considerarem que o patrimônio líquido da Oi avaliado a preços de mercado, estabelecido no laudo da Ernst & Young, correspondia exatamente ao valor pago pela companhia, de R\$ 1,00, após a capitalização de dívidas feita pela TNL, apoiados ainda em opiniões legais que contrataram. E não devem ser punidos por isso.

IV – Sobre a Acusação de Infração ao art. 153 da Lei das S.A. (dever de diligência)

11. Antes de mais nada, julgo difícil de entender a razão para que tenham sido acusados por falta de diligência e de lealdade para com a TNL, dada a lógica do Relatório, os administradores daquela companhia. Se a acusação considera a transação como prejudicial à Telemar em favor da TNL, e se os deveres legais dos administradores são, obviamente, em relação à companhia que administram, entendo que só poderiam ter estas condutas irregulares imputadas a eles se tivessem viabilizado uma operação danosa para a TNL.
12. Mesmo quanto ao laudo de avaliação do PL a valores de mercado, considerado irregular pela acusação, sua contratação constitui obrigação da compradora no negócio de aquisição de outra companhia, e, portanto, obrigação da Telemar. Já que não existem outros fatos a embasar esta acusação, ou outras formas pelas quais estes conselheiros e diretores tivessem sido negligentes e desleais com a TNL, creio que devem ser todos absolvidos.
13. Quanto aos administradores da Telemar, penso que neste ponto o mais relevante para a análise das imputações é avaliar seu processo de decisão. Concordo com o Diretor Marcos Pinto em sua manifestação no PAS 08/05, quando afirma que as operações entre controlador e controlada colocam um ônus muito maior sobre os administradores envolvidos, levando a que o julgador reveja não apenas o processo de decisão, mas também seu mérito, em certa medida⁹.
14. Entendo que essa análise sobre o mérito da decisão negocial, obviamente limitada – para que não se pense

que pretendo substituir os encarregados dessa tarefa – a buscar evidências de que a aquisição da Oi da forma como se deu tenha sido danosa para a Telemar, foi feita no item que tratou do suposto abuso de poder do controlador. E por isso cabe agora rever o processo de tomada de decisões.

15. A condição para que se avalie, no geral, o processo decisório da administração e não suas decisões, propriamente, está expressa na Regra da Decisão Negocial, critério já adotado muitas vezes pelo Colegiado da CVM em julgamentos anteriores para analisar a responsabilidade dos administradores de companhias em razão do eventual descumprimento de seus deveres fiduciários.
16. Segundo a Regra, desde que alguns princípios sejam observados pelo administrador no processo de tomada da decisão negocial, o mérito da decisão não poderá ser revisto posteriormente em razão do dever de diligência. Em voto proferido no âmbito do Processo Administrativo Sancionador 2005/1443, julgado em 10.05.06, o Diretor da CVM Pedro Oliva Marcílio de Sousa esclarece quais seriam esses princípios que o administrador deve seguir para ser beneficiado pela Regra da Decisão Negocial:
 - "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 negocial 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)."
17. Dessa forma, os administradores podem (e, muitas vezes, devem) tomar suas decisões considerando entendimentos de terceiros, contidos em memorandos, pareceres, relatórios, estudos e outros. A decisão fundada nessas opiniões não exige, de maneira alguma, o administrador do dever de analisar criticamente as informações a ele fornecidas, a fim de identificar eventuais problemas, conforme os princípios acima descritos.
18. Uma vez detectados sinais de alerta que levem o administrador a suspeitar de que algo não está correto, incide sobre ele o dever de investigar esses pontos buscando esclarecimentos até que esteja seguro de que está lidando com a situação corretamente.
19. Esse dever de investigar, naturalmente, não incide sobre toda e qualquer informação disponibilizada ao administrador, tendo em vista que ele goza do direito de confiar na opinião de terceiros, inclusive de especialistas contratados por disporem dessa qualidade. O dever de investigação torna-se imperioso somente diante da presença dos citados sinais de alerta, revelados por meio da análise crítica obrigatória.
20. A corroborar esse entendimento, Flávia Parente, citando *The American Law Institute*, esclarece que não há necessidade de que um administrador investigue toda informação a ele fornecida por um terceiro, exceto quando houver sinais de alerta de algum tipo, que devem ser de tal natureza que um administrador razoável seja capaz de identificá-los. Por fim, conclui que caso diante da existência dessas circunstâncias de alerta o administrador se omita em seu dever de investigar, ocorre então uma quebra no dever de diligência¹⁰.
21. Aplicando a doutrina acima ao caso concreto, noto que faltou uma análise crítica por parte dos administradores da Telemar ao apreciarem o laudo de avaliação elaborado pela Ernst & Young, uma vez que havia claros sinais de alerta indicando que algo estava errado, porém tais sinais não foram detectados.
22. Primeiramente, destaca-se que, conforme o §1º do art. 256, o laudo de avaliação ali previsto deveria observar os §§ 1º e 6º do art. 8º. Ao fazer remissão àqueles dispositivos, a lei estabeleceu obrigatoriedade de o laudo apresentado ser fundamentado, com a indicação dos critérios de avaliação e dos elementos de comparação adotados pelo avaliador.
23. Uma leitura do laudo evidencia a ausência de indicação de quaisquer elementos de comparação adotados na avaliação. Ainda, os pontos expostos no item "III. Fundamentação e Indicação do Método de Avaliação a Valor de Mercado" são por demais genéricos e pouco (ou nada) fundamentados.

24. Tome-se, por exemplo, o que diz o item que trata dos "Demais ativos e passivos componentes do patrimônio". Ali, o avaliador limitou-se a afirmar que os demais ativos e passivos foram avaliados pelos valores registrados nos livros contábeis, que já possuíam a expressão de sua valorização aos níveis de mercado. Essa não passa de uma afirmação, sem a correspondente fundamentação. Para fundamentar sua informação, o avaliador teria de ter explicado porque estava considerando os registros contábeis como sendo equivalentes aos respectivos valores de mercado naqueles itens.
25. Não é razoável que os administradores de uma companhia baseiem decisões em um laudo, como feito neste caso, diante da imprecisão na descrição dos fundamentos utilizados, sem questionamento a respeito, quanto mais quando se considera que a própria Lei das S.A. estabelece a obrigatoriedade de o laudo estar devidamente fundamentado e instruído com os elementos de comparação utilizados pelo avaliador.
26. Disso decorre, sim, que o laudo de avaliação deve ser suficientemente detalhado, inclusive no que se refere à metodologia e critérios utilizados pelo avaliador. Sem esse detalhamento, diga-se, a análise crítica que deve ser realizada pelos administradores fica comprometida.
27. Somente para ilustrar que o que afirmo é factível, informo que localizei laudos de avaliação realizados justamente para fins do art. 256 que possuíam o detalhamento exigido pelo §1º do art. 8º da Lei das S.A.¹¹
28. Chama atenção ainda outro aspecto do laudo de avaliação, que pode ser considerado como um sinal de alerta detectável pelos administradores, que é o de haver no documento um valor de mercado para empréstimos e financiamentos diverso daquele constante em nota explicativa das Demonstrações Financeiras da própria Oi em 31.12.02 (fls. 415) que informava o valor de mercado de seus empréstimos e financiamentos.
29. Os diretores responsáveis pela elaboração de demonstrações financeiras, e os conselheiros de administração que as aprovam, inegavelmente têm conhecimento do fato de que deve ser apresentada uma Nota Explicativa às demonstrações indicando o valor de mercado de instrumentos financeiros. Essa necessidade, por si só, já evidencia que se entende que o valor contábil da dívida não é o seu valor de mercado.
30. Nesse contexto, não só deveria ter chamado a atenção o fato de que foram considerados, para fins da avaliação do patrimônio a mercado, os valores contábeis dos passivos (aí incluídas, obviamente, as dívidas), como também deveria ter chamado a atenção o valor constante do laudo, diferente do valor da nota explicativa, que justamente informava os valores de mercado dos empréstimos e financiamentos.
31. E nem se diga que os administradores da Telemar desconheciam as demonstrações financeiras da Oi. Não é possível supor que esses administradores desconheciam informações financeiras da Oi, sociedade que seria vendida pela TNL para a Telemar.
32. Portanto, a decisão tomada pelos administradores da Telemar não poderia ser considerada como bem informada, já que teria faltado análise crítica das informações apresentadas pelos terceiros contratados, com a conseqüente omissão no dever de investigar, em razão da existência de circunstâncias de alerta que foram ignoradas pelos administradores.
33. Penso que os procedimentos descritos, os cuidados na tomada de decisões, devem e podem ser seguidos por quaisquer administradores envolvidos numa aquisição. Mas em relação a este caso há ainda uma importante característica que cabe destacar. Refiro-me ao fato de ser esta uma operação entre controladora e controlada. Todo o cuidado e diligência que se exige dos administradores em condições normais deve ser redobrado em negócios entre partes relacionadas, como o de que aqui tratamos.
34. O administrador da companhia controlada deve ser ainda mais diligente na defesa dos interesses da companhia que dirige, pois do outro lado está o acionista que, no limite, terá o poder de aprovar a transação nas duas pontas. Não haverá, portanto, duas maiorias a se contraporem na decisão e cabe assim aos administradores negociar e obter o melhor preço para a empresa que representam.
35. Em empresas do mesmo grupo, freqüentemente, como é o caso na TNL e na Telemar, há administradores que atuam nas duas companhias envolvidas e recai sobre eles, nesse caso, a obrigação de atuar buscando uma decisão que equilibre os interesses de ambas. É tarefa delicada e muito relevante no caso de que estamos tratando, considerando que as duas companhias contavam com grande número de acionistas minoritários.
36. Infelizmente, não me parece que os administradores da Telemar tenham demonstrado todo o cuidado que se esperava deles na decisão sobre a transação analisada. O máximo que os administradores puderam alegar em sua defesa, neste aspecto, é o fato de terem contratado especialistas de empresas renomadas

internacionalmente. Como se viu em relação ao laudo da Ernst & Young, isso não serviu para muni-los de uma avaliação fundamentada e detalhada.

37. E o laudo da Ernst & Young teve papel fundamental na operação, ao servir de base para a determinação do valor da parcela da dívida da Oi com a TNL que seria capitalizada, viabilizando a venda daquela companhia com um patrimônio líquido avaliado a mercado de R\$ 1,00, para a Telemar.
38. Tendo decidido nas condições descritas uma aquisição de companhia de propriedade da controladora da própria Telemar, não vejo que os conselheiros e diretores da Companhia tenham demonstrado ter tomado a decisão de acordo com seu dever de diligência. Quanto ao conselheiro Antonio Borges Camanho, entendo que está em posição fundamentalmente idêntica à dos demais administradores, na medida em que seus questionamentos foram genéricos. De fato, de acordo com os autos, em relação aos laudos, ele limitou-se a questionar os impactos da variação do dólar na avaliação do J. P. Morgan, como foi o processo de avaliação conduzido pela Ernst & Young e como foi considerado o preço da licença da Oi.
39. Em suma, a falta de análise crítica do laudo fica evidente, em minha opinião. Resta, contudo, analisar a punibilidade decorrente dos sinais de alerta mencionados, notadamente em relação à avaliação das dívidas e à inobservância do art. 8º, §1º da Lei das S.A.
40. Quanto à avaliação das dívidas, cabe reconhecer que os administradores poderiam não ter consciência da ilicitude da conduta da Ernst & Young. Isso porque, por um lado, a CVM somente formalizou sua visão sobre o laudo de avaliação do patrimônio líquido a mercado recentemente, em 2006, com a introdução do Anexo III à Instrução 361/02, através da edição da Instrução n.º 436/06.
41. Até então, não havia indicação de que a CVM entendia aplicável àquele laudo a Instrução n.º 235/95, que tem por objeto a elaboração de nota explicativa às demonstrações financeiras e que não possui nenhum comando expresso no sentido de que conceitos nela estabelecidos seriam aplicáveis aos laudos de avaliação de patrimônio a mercado. Também não estava claro que a CVM entendia inaplicável ao caso a Deliberação n.º 183/95, que era utilizada pelo mercado.
42. De outra parte, a CVM nunca reprimiu os laudos elaborados sem a observância da Instrução n.º 235/95 ou elaborados de acordo com a Deliberação n.º 183/95. Nem mesmo quando foi analisado laudo que foi questionado em processo sancionador, como o objeto do PAS n.º 08/05, foi apontado o descumprimento à Instrução n.º 235/95 entre as infrações, o que também contribuiu para que os contratantes do serviço não possuíssem consciência da ilicitude da conduta dos avaliadores.
43. Inexistindo consciência de ilicitude, existe o erro de proibição, excludente de punibilidade prevista no art. 21 do Código Penal¹², aplicável por analogia ao processo sancionador, sendo instituto que já foi, inclusive, considerado em outros julgamentos deste Colegiado (i.e., processo RJ 2003/5849¹³ e processo 08/05).
44. A falta de consciência de ilicitude relevante para caracterizar o erro de proibição é aquela em que o agente não possui meios para conhecer a norma que caracteriza a conduta como irregular. Ou seja, o erro de proibição tem lugar quando a pessoa, por erro plenamente justificável e inevitável, não tem como evitar o desconhecimento da ilicitude do fato.
45. No caso, não havia uma regra específica regulando os critérios ou regras aplicáveis às avaliações de patrimônio a mercado, nem atuação da CVM, preventiva ou sancionadora, que indicasse a aplicabilidade da Instrução n.º 235/95 a essas avaliações.
46. Dessa forma, em reconhecimento a que não havia clareza sobre o critério correto, não se poderia exigir, principalmente em seara sancionadora, que os administradores percebessem que o passivo da Oi não fora avaliado a mercado, quando deveria.
47. Situação diferente, contudo, é a de o laudo ter sido apresentado sem observância ao art. 8º, §1º da Lei das S.A. Nessa hipótese, não incide o erro de proibição, por faltar o requisito de o erro ser inevitável.
48. Com efeito, o art. 8º, §1º da Lei das S.A. estava (e ainda está) em pleno vigor e o §1º do art. 256 da Lei das S.A. não deixa dúvidas quanto à sua aplicação ao laudo previsto em seu inciso II, 'b'.
49. Em suma, enquanto em relação à avaliação das dívidas não havia, de fato, comando expresso nem atuação da CVM indicando a aplicabilidade dos conceitos da Instrução n.º 235/95, a necessidade de apresentar laudo devidamente fundamentado e justificado era imposta expressamente pelo §1º do art. 256 da Lei das S.A.

50. Dessa forma, por entender que houve falhas no procedimento de análise do laudo da Ernst & Young por parte dos administradores da Telemar, entendo caracterizada a infração ao art. 153 da Lei das S.A. No que toca à dosimetria da pena daí decorrente, esclareço que considerarei, como atenuantes, o fato de os administradores terem agido no interesse da companhia e inexistência de dano.

V - Sobre a Acusação de Infração aos art. 154 e 155, II, da Lei das S.A.

51. Acompanho o entendimento do Relator no sentido de afastar as acusações de descumprimento dos art. 154 e 155, II, da Lei das S.A., pois não se pode afirmar que os acusados agiram contra os interesses sociais da sociedade que administravam ou que se omitiram no exercício ou proteção de seus direitos.
52. Contudo, discordo da diferenciação adotada pelo Relator, pela qual entende terem sido configuradas as infrações por parte dos administradores da Telemar. Entendo que as razões para excluir a responsabilidade dos administradores da TNL aplicam-se igualmente para excluir a responsabilidade dos administradores da Telemar, pois não se pode afirmar que esses administradores agiram contra os interesses sociais da Telemar nem se omitiram no exercício ou proteção de seus direitos.

VI – Sobre a Acusação de Infração ao art. 156 da Lei das S.A. (conflito de interesses)

53. Acompanho o entendimento do Relator, para também afastar a acusação de que os administradores que exerciam tanto cargos na TNL quanto na Telemar agiram em conflito de interesses.
54. A meu ver, a leitura do *caput* do art. 156 deixa claro que o administrador pode contratar com a companhia em situação de conflito de interesses, mas o exclui de todo o processo de tomada de decisão ou contratação do negócio, garantindo, dessa forma, que o processo de contratação será, do ponto de vista da companhia, pautado no seu melhor interesse.
55. E, pelos §§ 1º e 2º daquele artigo, vê-se nitidamente que a preocupação do legislador foi a de garantir que o negócio celebrado pela companhia em situação em que o administrador possua interesse conflitante seja feito em bases eqüitativas.
56. Nesse contexto, entendo que o art. 156 da Lei das S.A. necessariamente pressupõe a existência de interesse pessoal do administrador, concorrente e oposto ao interesse da companhia.
57. Isso porquê, obviamente, o interesse pessoal do administrador deve ser forte o suficiente para comprometer a fiel observância dos deveres legais previstos nos artigos 153 a 155 da Lei das S.A, segundo os quais os administradores são legalmente compelidos a agirem com cuidado e diligência, exercendo suas atribuições para lograr os fins e o interesse da companhia, e com lealdade.
58. Portanto, para que ficasse configurado o conflito de interesses neste caso, seria necessária a demonstração desse interesse pessoal e colidente do administrador. Não julgo que o fato de os acusados serem administradores tanto da TNL quanto da Telemar, empresas contrapartes na operação, seja suficiente para provar a existência desse interesse.
59. Trago aqui a fundamentação conforme decidida recentemente pelo Colegiado da CVM no Processo RJ 2007/3453, com base no voto proferido pelo Diretor Marcos Pinto:

"Examinei os antecedentes dessa autarquia a respeito do art. 156 e não encontrei nenhum caso que nos autorize a concluir que o administrador que também trabalha para o controlador está impedido de votar em deliberações nas quais o controlador tem interesse. Se seguirmos o caminho proposto pelo relator, estaremos inovando; e inovando equivocadamente.

No sistema da Lei nº 6.404/76, não se pode presumir que o administrador é a longa manus do controlador, nem mesmo quando o administrador é empregado do controlador. Lembre-se que a própria lei impõe ao administrador o dever de atuar sempre no interesse da companhia, mesmo quando isso implique contrariar os interesses do acionista que o elegeu.

É óbvio que a independência dos administradores está de certa forma comprometida em negócios que envolvam o acionista majoritário. É igualmente óbvio que a atuação dos administradores nesses negócios exige uma supervisão mais rigorosa por parte do Poder Judiciário e da CVM, como ressaltei no PAS CVM nº 8/05, julgado em 12 de dezembro de 2007.

Isso não significa, contudo, que devemos excluir o administrador do processo decisório. A meu ver, o art. 156

da Lei nº 6.404/76 não autoriza essa conclusão. Entendo que o caminho a seguir – o caminho adotado pela Lei nº 6.404/76 – seja fiscalizar, de maneira rigorosa, o cumprimento dos deveres fiduciários previstos nos arts. 154, 155 e 245 da lei."

60. Mas penso que, apesar de não considerar que o conflito de interesses é automaticamente existente nesta situação, teria sido importante que a Comissão de Inquérito apurasse se, no caso concreto, havia algum outro mecanismo que colocasse os administradores em tal posição.
61. Por exemplo, se havia alguma forma de remuneração ou incentivo associado ao resultado da operação e de que forma esse incentivo era construído, se reforçando o alinhamento de interesses do administrador com a companhia que administrava ou se, ao contrário, colocando-o em posição de virtual conflito com tais interesses.
62. Como isso não foi apurado, não pode influenciar a decisão.

VII – Sobre a acusação de infração ao art. 157, §4º da Lei das S.A. e ao art. 3º, §§ 1º, 2º e 4º da Instrução n.º 358/02 (dever de informar)

63. Por fim, assim como o Relator, entendo que os administradores acusados de infração ao dever de informar previsto na Lei das S.A. e na Instrução n.º 358/02 devem ser absolvidos.

VIII - Conclusões

64. Por tudo o que acabo de expor, com fundamento no art. 11 da Lei n.º 6.385/76, voto:
 - o Pela absolvição de todos os acusados por infração (i) ao art. 256, caput, inc. I e II, 'b', e §§1º e 2º, c/c arts. 123 e 142, IV, todos da Lei das S.A.; (ii) aos arts. 154, caput e 155, II da Lei das S.A.; (iii) ao art. 156, caput, da Lei das S.A.; e (iv) ao art. 157, §4º da Lei das S.A. c/c art. 3º, caput e §§1º, 2º e 4º da Instrução n.º 358/02;
 - Pela absolvição da TNL por infração ao art. 116, parágrafo único, c/c art. 117 da Lei das S.A.;
 - Pela condenação, por infração ao art. 153 da Lei das S.A., dos administradores da Telemar que aprovaram a operação nas reuniões de conselho de administração e diretoria daquela companhia, Srs. Ronaldo Labrudi dos Santos Pereira, Marcos Grodetzky, Julio Cesar Pinto, Geraldo Pereira de Araújo, José Fernandes Pauletti, José Augusto da Gama Figueira e Antonio Carlos Borges Camanho, aplicando-lhes a pena de advertência;
 - Pela absolvição dos demais acusados por infração ao art. 153 da Lei das S.A.

É como voto.

Rio de Janeiro, 25 de março de 2008.

Maria Helena dos Santos Fernandes de Santana

PRESIDENTE

1) Do depoimento prestado por Paulo Machado, da Ernst & Young, responsável técnico pelo trabalho de avaliação do Patrimônio Líquido da Oi a preços de mercado, em 02.08.06, destaca-se o seguinte trecho: "perguntado se a existência dos gastos capitalizáveis retrocitados na composição dos valores de aquisição dos Equipamentos de Transmissão e dos Equipamentos de Comutação, que tinham servido de base para a aplicação de fatores com o intuito de estimar gastos de instalação e outros para colocar o bem em funcionamento, incidiria em dupla contagem, respondeu que não, posto que, em tese, o valor de mercado encontrado pela Century independeria do valor contábil utilizado; acrescenta que a avaliação deveria se basear em fontes de informação oriundas do próprio mercado e não da contabilidade; perguntado se tinha conhecimento de que a Century utilizou os fatores acima citados para atualizar o valor de aquisição contábil para alcançar o valor de mercado dos bens, respondeu que não;" (grifos nossos) (fls. 1.402).

2) Os dois laudos foram elaborados pela Apsis Consultoria e encontram-se disponíveis no site da CVM..

3) Voto proferido no julgamento do Processo Administrativo Sancionador 08/05, realizado em 12 de dezembro de 2007.

4) "É importante, de início, verificar que a Lei não determina que se avalie as ações da empresa a preço de

mercado, mas sim o seu patrimônio líquido; e, como patrimônio líquido é algo inexistente como substância própria, pois diferença algébrica entre ativos e passivos, há que se entender como sendo uma 'avaliação dos ativos e dos passivos a preços de mercado'. Ou seja, verificam-se quais são esses elementos patrimoniais, ativos e passivos, um a um, e quais seus respectivos valores de mercado. E isso pode nada ter a ver com o valor de mercado das ações dessa mesma empresa sendo negociadas em bolsa." (fls. 2139)

5) "Ou seja, avaliam-se, um a um, individualmente, todos os ativos e passivos da entidade conforme os Princípios Fundamentais de Contabilidade e, subtraindo-se a soma dos passivos da soma dos ativos, chega-se ao valor contábil do patrimônio líquido.

E esse montante líquido difere, e muito, às vezes, da medida do valor da empresa em marcha como um todo, quando o que interessa é a avaliação do conjunto desses ativos e passivos, devidamente gerenciados, é capaz de produzir, no futuro, de fluxo de caixa para seus acionistas, descontados esses fluxos a valor presente pelo custo do capital empregado. Assim, nesta última avaliação, chamada de 'valor econômico', não se tem uma soma algébrica de valores individuais, mas sim o produto da utilização conjunta de todos os elementos patrimoniais. E influenciam o valor não apenas esses elementos ativos e passivos, mas também outros não contabilizados, como a capacidade gerencial, o treinamento e a habilidade de sua área de marketing, o nome, a reputação, a marca, a localização, a capacidade de distribuição de seus produtos, a expectativa do comportamento da economia como um todo e a do segmento específico, o tão decantado capital intelectual, o risco do negócio, as taxas de juros, etc, etc. Com isso, o valor final não é uma soma de avaliações, mas o produto do efeito sinérgico de elementos contábeis e não contábeis.

Já no caso de avaliação a preços de mercado, o critério básico volta a ser o contábil: soma algébrica dos valores atribuídos a elementos constantes do seu balanço, ativos e passivos, um a um, individualmente, mas não pelos seus valores contábeis baseados em princípios fundamentais de contabilidade, mas medidos a seus valores de mercado." (fls 2140-2141)

6) Apsis: laudo elaborado a pedido da Telemar Participações S.A. para fins de cumprir o art. 264 da Lei das S.A. por ocasião da reestruturação societária que pretendia realizar a incorporação de ações da TNL e laudo elaborado a pedido da Braskem S.A. para avaliar a incidência do art. 256 em função de aquisição de ações da Ipiranga Química S.A.

KPMG: laudo elaborado para fins de reestruturação envolvendo a Ripasa S.A. Papel e Celulose em cumprimento ao art. 264 da Lei das S.A.

7) Refiro-me à incorporação na Lei das S.A. dos conceitos de que trato neste voto, qual seja, do valor de mercado de instrumentos financeiros previsto na Instrução n.º 235/95 e da recuperabilidade de ativos prevista na Deliberação n.º 183/95. Outros conceitos, como, por exemplo, a reavaliação de ativos, prevista neste último normativo, não foram incorporados à Lei das S.A.

8) Trecho do Termo de Declarações do Sr. Paulo Machado: "perguntado se tinha conhecimento de que a Century utilizou os fatores acima citados para atualizar o valor de aquisição contábil para alcançar o valor de mercado dos bens, respondeu que não;" (fls. 1.402).

9) "Em circunstâncias normais, não cabe à CVM reexaminar a fundo as decisões negociais do administrador para verificar se ele foi ou não diligente. Essa conclusão é normalmente justificada por três razões: (i) o administrador está em melhor posição para decidir em prol do interesse da companhia do que a CVM; (ii) o reexame de decisões negociais pela CVM pode desencorajar a assunção de riscos inerentes à atividade empresarial e levar a uma burocratização desnecessária do processo decisório; e (iii) os acionistas e o mercado de trabalho já policiam a conduta dos administradores, recompensando os diligentes e punindo os negligentes.

Por tudo isso, o art. 158 da lei exime o administrador de responsabilidade por 'ato regular de gestão' e o colegiado da CVM, seguindo a *business judgement rule* norte-americana, evita o reexame das decisões negociais da administração.

Todavia, existem situações que recomendam uma supervisão mais rigorosa por parte da CVM. É o que ocorre nas incorporações de controladas, pois elas afetam diretamente os interesses do acionista que elegeu a maioria dos administradores e que pode demiti-los a qualquer tempo. Em tais operações, existem boas razões para afastar a *business judgement rule* e examinar mais a fundo as decisões da administração, como indica a jurisprudência norte-americana sobre o assunto.

Entre as razões que justificam um reexame mais rigoroso nas incorporações de controladas, as seguintes me parecem particularmente relevantes: (i) a vantagem comparativa dos administradores para tomar decisões em prol do interesse social é menor quando sua independência está comprometida; (ii) a supervisão dos acionistas sobre os administradores normalmente não funciona quando o controlador tem interesse econômico direto na operação; (iii) em um país em que a maioria das empresas tem acionistas majoritários, o mercado de trabalho não incentiva os administradores a adotar uma postura independente em relação aos interesses particulares do controlador; (iv) a possível burocratização do processo decisório da companhia é menos danosa quando estamos diante de operações esporádicas, como a incorporação de controladas; e (v) eventual aversão a risco dos administradores pode ser impedida pelos próprios controladores, que têm interesse direto nessas operações.

Por essas razões, o art. 154, §1º da Lei nº 6.404/76 proíbe os administradores de faltar a seus deveres para 'defender os interesses dos que os elegeram' e o art. 245 obriga-os a zelar para que as operações entre controlador e controlada "observem condições estritamente comutativas, ou com pagamento compensatório adequado'. Obviamente, estes artigos exigem uma supervisão mais rigorosa da CVM sobre a conduta dos administradores nas incorporações de controladas."

10) PARENTE, Flávia. *O Dever de Diligência dos Administradores de Sociedades Anônimas*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, p. 124.

11) Ver, por exemplo, Laudo de Avaliação do Patrimônio Líquido da Ipiranga elaborado pela APSIS Consultoria Empresarial Ltda. em 10.03.08 ou laudo elaborado pela Apsis para a própria Telemar, quando da operação que pretendia incorporar ações da TNL.

12) "**Art. 21** – O desconhecimento da lei é inescusável. O erro sobre a ilicitude do fato, se inevitável, isenta de pena; se evitável, poderá diminuí-la de um sexto a um terço.

Parágrafo único – Considera-se evitável o erro se o agente atua ou se omite sem a consciência da ilicitude do fato, quando lhe era possível, nas circunstâncias, ter ou atingir essa consciência."

13) Voto do Presidente Marcelo Trindade no Processo RJ 2003/5849:

"43. A doutrina explica:

"O erro de proibição deste art. 21 pode incidir: 1. Erro de direito. Embora conhecendo formalmente a lei, o sujeito engana-se em seu entendimento, erra na interpretação do que ela proíbia." (Celso Delmanto, Código Penal Anotado, 3ª edição, Editora Renovar, 1991, pág. 37).

"O erro sobre a ilicitude do fato, como denomina a lei, ocorre quando o agente, por erro plenamente justificado, não tem ou não lhe é possível o conhecimento da ilicitude do fato, supondo que atua licitamente. Atua voluntariamente e, portanto, com dolo, porque seu erro não incide sobre elementos subjetivos do tipo, mas não há culpabilidade, já que pratica o fato por erro quanto à antijuridicidade de sua conduta." (Julio Fabbrini Mirabete, Código Penal Interpretado, 1ª edição, Editora Atlas S.A., 1999, p. 37).

(...)

45. Também assim o Superior Tribunal de Justiça:

"RHC – Penal - Processual Penal – Erro sobre a ilicitude do fato – Denúncia – Crimes Societários – A infração penal, por ser conduta proibida, implica reprovação ao agente. Ocorre, pois, culpabilidade, no sentido de censura ao sujeito ativo. O erro sobre a ilicitude do fato, se inevitável, exclui a punibilidade. Evidente, as circunstâncias não acarretam a mencionada censura. Não se confunde com o desconhecimento da lei. Este é irrelevante. A consciência da ilicitude resulta da apreensão do sentido axiológico das normas de cultura, independentemente de leitura do texto legal, a denúncia deve descrever o fato imputado de modo a ensejar individualização da conduta, a fim de possibilitar, no sentido material, o contraditório e o exercício da plenitude de defesa. A exigência alcança também o chamado crime societário e os delitos de concurso de pessoas." (Recursos Ordinário em *Habeas Corpus* nº 4722-SP, Relator para o Acórdão o Excelentíssimo Senhor Ministro Luiz Vicente Cernicchiaro, 6ª Turma, Diário da Justiça de 30/09/1996, p. 36.651).

46. Assim, ainda que se pudesse entender, no caso, que vigorava, após a edição da Circular 3.086/02, uma proibição imediata à utilização da curva do papel como critério de valorização das LFTs das carteiras dos

fundos de investimento, restaria plenamente caracterizado, a meu sentir, o *erro quanto à ilicitude da conduta* de que trata o art. 21 do Código Penal, aplicável por analogia ao processo administrativo sancionador⁷.

(...)

49. Tal *erro* era completamente inevitável, por parte dos agentes, tendo em vista que, como dito, se havia um prazo de adaptação, a única lógica possível era a da possibilidade de manutenção da conduta incompatível com as novas regras até o fim de tal prazo. E ousou dizer que os agentes de mercado que marcaram seus papéis de forma diferente da maioria, fizeram-no por outras razões, notadamente por força de normas internacionais dos conglomerados de que fazem parte. Em outras palavras: mesmo quem tiver acertado quanto à interpretação agora proposta pela acusação terá acertado por acaso."

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR

CVM Nº 25/03

Voto proferido pelo Diretor-substituto Carlos Alberto Rebello Sobrinho na Sessão de Julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº 25/03, realizada no dia 25 de março de 2008.

Minha participação neste julgamento representou um dos maiores desafios que enfrentei ao longo de minha carreira de quase 30 anos na CVM.

Digo isto, pois, designado para a tarefa há pouco tempo, defrontei-me com um processo complexo e volumoso, em que Acusação e Defesas, como se espera, foram a detalhes da operação e trouxeram interpretações sofisticadas sobre a aplicação da Lei das Sociedades por Ações.

Restaram deste processo importantes diretrizes para a atuação da área técnica da Autarquia, a qual pertencço, bem como pontos que merecem estudos mais aprofundados, que podem resultar em normativos ou pareceres de orientação, a saber:

I. Elaboração da avaliação do patrimônio a preços de mercado:

Importantes questões foram levantadas no processo acerca do tema, como a necessidade de fundamentação da avaliação, com indicação dos critérios utilizados e dos elementos de comparação adotados, bem como sobre avaliação do passivo, entre outras falhas identificadas no laudo da operação.

Todavia, na mesma linha adotada pela Comissão de Inquérito, de buscar detalhes para verificar a completude da avaliação do patrimônio a preços de mercado realizada, talvez fosse razoável perquirir os avaliadores sobre os motivos da não-inclusão da marca OI no laudo.

A propósito, cabe assinalar que, no julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº 08/05, realizado no dia 12 de dezembro de 2007, houve consenso entre os julgadores sobre a necessária inclusão, na avaliação, de ativos não necessariamente refletidos nas demonstrações financeiras da companhia, para efeitos do art. 264 da Lei das S.A.

No âmbito de tal processo sancionador já havia posição da Superintendência de Normas Contábeis e da Procuradoria Especializada da CVM, no mesmo sentido.

Tais temas, em conjunto com a questão levantada pela Presidente da CVM sobre a forma de remuneração dos avaliadores, devem merecer a edição de pronunciamento da CVM.

II. Competência da CVM para apurar irregularidades cometidas por avaliadores e impor penalidades por infração à Lei das S/A.

No caso, não resta dúvida de que o avaliador deixou de cumprir o disposto no § 1º do art. 8º da Lei das S/A, haja vista os pontos levantados no Voto da Presidente da CVM. Por outro lado, o art. 11 da Lei nº 6.385/76 nos dá competência para impor penalidades aos infratores da Lei das S/A.

Portanto, considerando o papel relevante que tais profissionais especializados em avaliação desempenham no mercado de capitais, penso ser importante e conveniente que a CVM analise a hipótese de esclarecer ao público sobre sua competência para supervisionar o cumprimento dos requisitos estabelecidos no art. 8º, no caso das avaliações de patrimônio a preço de mercado, para os efeitos do art. 256.

III. Comportamento esperado dos administradores em relação a operações societárias realizadas entre controladora e controlada.

Creio que existe farto material em decisões do Colegiado da CVM e em julgamentos realizados, dando conta do comportamento que se espera dos administradores de companhia aberta em operações envolvendo controladora e controlada, em atendimento aos dispositivos da Lei das S/A. Talvez seja a hora de se consolidar toda essa experiência em um documento, Instrução ou Parecer de Orientação, e, dessa forma, poder objetivamente fazer cumprir a Lei das S/A, conforme nossa competência.

IV. Aplicação do inciso II do art. 256 a operações realizadas a preço simbólico.

Embora, ao tratar da imputação de infração ao art. 256, tenha me utilizado, neste voto, do teor do Parecer do Jurídico da CVM sobre a não-aplicação do artigo nos casos de cessão gratuita de direitos de subscrição, julgo que se deva produzir interpretação específica para as operações realizadas a preço simbólico, considerando, inclusive, situações em que haja transferência de obrigações para a companhia compradora.

1. Não-convocação de Assembléia Geral da Telemar – Art. 256

Concordo com o Relator e com a Presidente da CVM de que não se aplica à operação objeto deste processo o disposto no inciso I do art. 256, por não se constituir investimento relevante para a Telemar.

Já no que concerne ao inciso II, entendo que também não se aplica ao caso por se tratar de operação a preço simbólico, não realizada por preço excessivo e ausente abuso do controlador.

Basta recordar, a propósito, que a finalidade do art. 256 da Lei das S/A é a de evitar abusos decorrentes do pagamento, pela companhia aberta, de preço excessivo para adquirir outra sociedade. Nas palavras de um dos autores da Lei das S/A, José Luiz Bulhões Pedreira:

"A função desse artigo no sistema da lei é proteger os interesses dos acionistas contra os prejuízos decorrentes da aquisição do controle de outra sociedade mercantil por preço excessivo, e ele resulta da observação de casos em que a compra de controle de sociedades foi usada como instrumento de distribuição disfarçada de lucros em favor do acionista controlador, ou de pessoas a ele ligadas."¹

Ademais, ainda em relação ao inciso II, considero em minha decisão o teor do Parecer CVM/SJU/Nº 110/79, da então Superintendência Jurídica desta Autarquia, que indicava a inaplicabilidade do art. 256 em casos de aquisição de controle de sociedade através de cessão gratuita do direito de preferência. Na essência, ali (na cessão gratuita do direito de preferência), como aqui (com o preço simbólico de R\$ 1,00), não se pode falar em preço excessivo.

2. Dever de diligência – Art. 153

Concordo com a fundamentação utilizada pela Presidente da CVM sobre esta imputação.

3. Dever de agir no interesse da companhia e dever de lealdade – Artigos 154 e 155 II

Acompanho o Relator quanto ao afastamento da acusação de descumprimento dos citados dispositivos pelos administradores da TNL. No que concerne à acusação aos administradores da Telemar, sigo o entendimento esposado pela Presidente da CVM, no sentido do seu afastamento.

4. Conflito de Interesses – Art. 156

Acompanho o Relator em razão de não ter sido comprovado neste processo o descumprimento do art. 156. Julgo relevante destacar a diretriz contida no voto da Presidente da CVM, indicando à área técnica e ao mercado sobre como formas de remuneração ou incentivo aos administradores podem levar a

situações de conflito de interesses.

5. Dever de Informar – Art. 157, § 4º e Instrução 358, art. 3º, §§ 1º, 2º e 4º

Neste quesito, acompanho o voto do Relator, pois também não vislumbro falha no dever de informar por parte dos administradores das companhias envolvidas na operação. A interpretação dos dispositivos apresentada pela Presidente da CVM é a que considero a mais adequada.

6. Abuso de Poder de Controle – Artigos 116 e 117

Pelas razões expostas pela Presidente da CVM, acompanho o voto do Relator.

Feita a análise sobre as imputações aos acusados, trazidas pela Comissão de Inquérito, acompanho integralmente o Voto da Presidente da CVM, quanto às absolvições e condenações e, neste último caso, quanto à penalidade a ser aplicada.

É o Voto.

Rio de Janeiro, 25 de março de 2008.

Carlos Alberto Rebello Sobrinho

DIRETOR-SUBSTITUTO

1) *A lei das S.A. (pressupostos, elaboração, aplicação).* Alfredo Lamy Filho, José Luiz Bulhões Pedreira. Vol. II. Pareceres, p. 687. Rio de Janeiro: Renovar, 1996.

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº 25/03

Indiciados: José Fernandes Pauletti

Ronaldo Iabrudi dos Santos Pereira

Antônio Carlos Borges Camanho

Marcos Grodetzky

José Augusto da Gama Figueira

Fersen Lamas Lambranhó

Carlos Francisco Ribeiro Jereissati

Celso Fernandes Quintella

Aldo Luiz Mendes

Eloir Cogliatti

Roberto Zurli Machado

Julio César Pinto

Geraldo Pereira Araújo

Luiz Eduardo Falco Pires Corrêa

Luiz Eduardo Franco de Abreu

Maurício Borges Lemos

Roberto Timótheo da Costa

Tele Norte Leste Participações S.A. - TNL

VOTO

Como relatado, trata-se de Processo Administrativo Sancionador instaurado com a finalidade de apurar eventual ocorrência de irregularidades na alienação do controle acionário da OI para a TELEMAR pela controladora de ambas as companhias, a TNL, operação concretizada em 28/05/03 por R\$1,00.

A TNL que detinha quase a totalidade do capital social da OI passou a deter, indiretamente, cerca de 80% da empresa após a venda.

Com o intuito de viabilizar a operação, foram realizadas reuniões das diretorias da TELEMAR e da TNL, em 15/05/03, e de seus Conselhos de Administração, em 28/05/03, nas quais foram aprovados o laudo de avaliação e o estudo de viabilidade econômica, bem como as propostas das diretorias, sendo estas autorizadas a tomarem as providências necessárias.

A Comissão de Inquérito questionou o laudo de avaliação e o estudo de viabilidade econômica, bem como a aprovação da operação pelas diretorias e pelos conselhos de administração, tanto da empresa vendedora quanto da compradora, sem a realização de assembléia geral da TELEMAR que, no entender da acusação, deveria ter sido realizada consoante a lei societária, além de questionar a forma de disponibilização de informações sobre a operação.

A Comissão de Inquérito entendeu que existiam elementos que, diligentemente avaliados pelos administradores, demonstrariam a necessidade de se aprovar a operação por intermédio de Assembléia Geral Extraordinária e concluiu pela infringência de diversos dispositivos¹, definidos como infração grave pela Instrução CVM nº 131/90², ensejando a aplicação das penalidades previstas nos incisos III a VIII do art. 11 da Lei nº 6.385/76³, a luz do § 3º do mesmo artigo.

Trata o caso de condutas de administradores que, ao serem chamados a opinar sobre laudo de avaliação e estudo de viabilidade econômica, ter-se-iam omitido de seus deveres fiduciários. A culpa concreta e individual de cada indiciado, no caso, traduz-se na própria omissão.

Ademais, conforme já tive a oportunidade de me manifestar anteriormente⁴, em caso de conduta omissiva em relação ao mandamento legal, a configuração da infração acontece tão logo o autor deixa de realizar o comportamento juridicamente previsto, isto é, nas infrações omissivas o dolo é normativo, advindo da lei, que impõe um dever específico de agir.

Assim, com relação à afirmativa da defesa de que as acusações aos administradores são feitas genericamente, sem a verificação da efetiva participação de cada um deles na operação, entendo que a mesma não merece prosperar.

Quanto ao argumento de defesa dos acusados Maurício Borges Lemos e Roberto Timótheo da Costa que os mesmos, por não terem participado da RCA de 28/05/03, não poderiam ser imputados, destaco que os mesmos foram acusados pelo descumprimento do dever de informar, o qual não exige a presença do administrador na reunião, uma vez que se presume que este, no exercício de suas funções, esteja a par dos negócios da companhia, principalmente por tratar-se de uma questão tão relevante como a negociação da OI.

Antes de examinar as imputações tecerei comentários a respeito da avaliação econômica da OI, de autoria do J. P. Morgan, bem como do laudo de avaliação do Patrimônio Líquido da OI, a preços de mercado, realizada pela Ernst & Young e por sua subcontratada Century, e a respeito do comportamento esperado dos administradores.

Das avaliações.

Dos autos verifica-se que a avaliação elaborada pelo J. P. Morgan situou-se acima de todas as avaliações produzidas pelos agentes de mercado relacionados pela Comissão de Inquérito.

Destaque-se que, consoante os itens 253 a 258 do Relatório da Comissão de Inquérito, nos três exercícios projetados os EBITDAs da projeção elaborada pelo J. P. Morgan seriam em torno de 70% superiores aos respectivos EBITDAs do plano de negócios da própria OI. Ora, qualquer administrador conhece o plano de negócios da empresa que administra, participando de sua elaboração. Como pode ser possível, então, que ao deparar-se com uma avaliação econômica em muito superior ao plano da companhia não a questione, não

exija explicações.

No que diz respeito ao Laudo de Avaliação elaborado pela Ernst & Young para apurar o valor do patrimônio líquido da OI, a preços de mercado, a Comissão de Inquérito apontou irregularidades relacionadas aos seguintes pontos:

- i. superestimação dos equipamentos do Ativo Imobilizado da OI em aproximadamente R\$348 milhões;
- ii. subestimação da dívida financeira da OI em cerca de R\$194 milhões, tendo em vista a avaliação de tal dívida pelo seu valor contábil, sem ajuste a valor de mercado; e,
- iii. superestimação do valor da concessão de telefonia móvel adquirida pela OI em razão da não avaliação da concessão a preços de mercado.

Dentre as falhas apontadas pela Comissão de Inquérito em relação à avaliação dos equipamentos do Ativo Imobilizado, considero a dupla contagem dos itens "Mão-de-obra própria capitalizada" e "Encargos capitalizados" a menos óbvia, que seria carecedora de investigações adicionais.

Os itens supracitados são equivalentes a 4,1% e 23,3%, respectivamente, do valor de mais de R\$28 milhões de Notas Fiscais, descontando os "Custos de Instalação", apresentado na tabela 10 do item 91 do Relatório da Comissão de Inquérito, e já constavam da composição dos valores inerentes à montagem, testes, instalação e pessoal dos itens Equipamentos de Transmissão e de Equipamentos de Comutação, registrados na contabilidade da OI. A Century, entretanto, empresa subcontratada pela Ernst & Young para realizar a avaliação do Ativo Imobilizado da OI, utilizou tais valores para os cálculos dos fatores Custos Escondidos e Custos de Instalação, caracterizando a dupla contagem.

Tal fato é corroborado por meio da informação prestada pela TNL/Telemar, em sua correspondência datada de 02/09/04 (fls. 918): *"Para os gastos com pessoal, treinamento, instalação e consultoria, relacionados aos investimentos em equipamentos e softwares, adotamos os procedimentos descritos a seguir, ou seja, os gastos necessários para colocar tais bens em condições de uso foram capitalizados junto com os demais custos dentro das contas contábeis do Ativo Imobilizado..."* a que se soma a declaração de Carlos Cardoso, empregado da Century, apontada pela Comissão de Inquérito, em que o mesmo admite não ter efetuado uma análise prévia do conteúdo das informações contábeis por ele utilizadas (item 137, letras "b" e "c"), bem como a possibilidade de ocorrência da superavaliação (item 137, letra "d"), a mensuração inexata de outros valores (item 137, letra "h") e a ocorrência de apresentações de critérios de reajuste incoerentes (itens 131, 132 e letra "g" do item 137).

Quanto à avaliação do passivo, a Comissão de Inquérito constata que esse deveria ter sido avaliado pelo seu valor de mercado para que, do confronto dos montantes a mercado de todo o acervo da OI, fosse apropriadamente determinado o valor do patrimônio líquido a preços de mercado e aqui verifico a ocorrência de uma flagrante irregularidade.

Corroborando esse entendimento, cito o MEMO/SNC/GNC/Nº 039/06⁵ que tratou do art. 256⁶, inciso II, alínea "b", da lei societária, entendendo ser claro que o patrimônio líquido deve ser avaliado a preços de mercado.

Com efeito, o valor de mercado da dívida para fins da avaliação não é o seu valor atualizado pelas taxas pactuadas, mas sim um valor estimado atualizado pelas taxas vigentes no mercado quando da avaliação.

Aos administradores bastaria verificar a nota explicativa nº 21 às demonstrações financeiras relativas ao exercício findo em 31/12/02 (fl. 415) da OI explicitando o valor de mercado de suas dívidas pelas taxas vigentes.

O último ponto indicado como falho pela Comissão de Inquérito se refere ao valor da concessão de telefonia móvel celular, que também deveria ter sido avaliado pelo seu valor de mercado.

A defesa argumenta que não há mercado de concessão de telefonia móvel celular, nem de venda nem de reposição e, nesse caso, pode ser adotado, como alternativa à avaliação pelo preço de mercado, a avaliação pelo valor contábil, desde que esse montante seja recuperável com base nos seus fluxos futuros de benefícios.

Quanto ao primeiro argumento, entendo que o custo de reposição é aquele que a entidade teria de suportar para substituir, nas mesmas condições, o bem objeto da questão. O valor seria aquele que o mercado estivesse disposto a pagar, ou seja, o quanto o ativo pudesse representar de benefícios futuros para a entidade, que nada mais é do que a definição de mensuração econômica de um bem. O mercado pode analisar

tendências de um negócio, de modo a pagar o preço justo (considerando quanto ele poderia gerar de benefício futuro ao comprador), bastando mensurá-lo economicamente e, sendo um ativo, é intrínseca a possibilidade de ser avaliado pelo seu valor de mercado.

Em relação à segunda afirmação, tem-se que a concessão só poderia ser avaliada pelo seu valor contábil se esse montante, à época, fosse tido como recuperável, tendo por base os fluxos de benefícios futuros.

Entretanto, a análise empreendida pela Comissão de Inquérito indica três pontos falhos na avaliação procedida pela Ernst & Young que teria apontado o valor contábil como recuperável:

"a) No fluxo de resultados operacionais esperados, deveriam ter levado em conta tanto os períodos de ganhos, quanto os de perdas operacionais esperadas;

b) a taxa de desconto deveria refletir o custo de capital, efetivo ou projetado, da estrutura financeira da Oi, considerando as operações ativas e passivas da companhia como um todo; e

c) no lado dos investimentos a serem cobertos pelo valor atual dos ganhos esperados, deveriam ser considerados todos os investimentos em ativos que fazem parte do projeto, tanto os permanentes – ativos do Imobilizado e do Diferido –, quanto os referentes ao capital de giro".

Ainda que se entendesse que deveriam ser considerados os resultados previstos entre 2013 e 2016, quando vence o prazo da concessão, a análise da Ernst & Young apresenta falhas, pois dois fatores deveriam ser analisados: (1) os investimentos adicionais necessários, entre 2003 e 2016, para manter e ampliar a capacidade de fornecimento dos serviços de telefonia, conforme considerados no fluxo de caixa elaborado pelo J. P. Morgan (fls. 471); e, (2) os resultados operacionais esperados para todos os anos da projeção, ou seja, desde 2003, deveriam estar líquidos de impostos, tendo em vista ser o fluxo de ganhos descontado por uma taxa que reflete os custos de financiamento após o imposto de renda.

Dessa forma, mesmo sem discutir minudentemente o valor da superavaliação do ativo e da subestimação do passivo que resultou na superavaliação do patrimônio líquido a preços de mercado da OI, observa-se que se está diante de irregularidades flagrantes que deveriam ter sido questionadas pelos administradores da companhia no exercício de sua função, uma vez que não exigiam conhecimento de *experts* para serem identificadas.

No caso, entendo que os administradores – diretores e conselheiros – da TNL e da TELEMAR, no momento em que contrataram e aceitaram como justas as avaliações, tanto do J. P. Morgan quanto da Ernst & Young e da Century, passaram a ser responsáveis pela informação, sem contudo esclarecerem os pontos falhos e obscuros identificados nas avaliações mencionadas.

A questão da responsabilidade dos administradores pela aprovação da documentação da OI que fundamentou a operação contendo flagrantes irregularidades será abordada a seguir ao serem tratados os deveres impostos pelos artigos 153, 154 e 155 da Lei nº 6.404/76.

Posto isso, passo a analisar cada uma das imputações.

(I) Não convocação de Assembléia Geral da TELEMAR.

O objetivo perseguido pelo art. 256 da lei societária é o de coibir a aquisição por determinada companhia, a um custo relevante, de blocos de ações que importem no controle de outra sociedade mercantil, sem a aprovação prévia de Assembléia Geral Extraordinária, a ser especialmente convocada segundo parâmetros ali fixados para conhecer da operação, no sentido de evitar perda substancial do patrimônio da sociedade adquirente.

O dispositivo tem por função agir como mecanismo para dificultar o conluio entre os administradores da companhia adquirente e os da companhia a ser adquirida, preservando, destarte, os acionistas da primeira. É um dispositivo com viés eminentemente moralizador, com fulcro à preservação do interesse social⁷, permitindo a discussão da operação pelo corpo acionário.

A Diretora Norma Parente manifestando-se no julgamento do PAS CVM nº 39/00, realizado em 19/01/05⁸, que discutia a compra da Eletromecânica Carto Ltda pela Plascar Indústria e Comércio Ltda por um valor considerado superestimado, entendeu que a realização da assembléia não serviria apenas para cumprir mera formalidade e que a consequência da não realização da Assembléia seria a possibilidade de responsabilização

dos administradores.

Já a Exposição de Motivos do projeto que viria a ser promulgado como Lei nº 6.404/76 (Mensagem nº 204, de 1976, do Poder Executivo) já destacava a utilização de "*critérios usuais de avaliação das ações*" para determinar a convocação de Assembléia Geral Extraordinária e o fato do acionista dissidente poder se retirar da companhia no caso da ocorrência de preço excessivo.

Com efeito, o art. 256 da lei societária estabelece em seus incisos as diversas hipóteses em que se faz necessária à realização de Assembléia Geral Extraordinária quando da aquisição de sociedade mercantil, cuja convocação é de competência do conselho de administração da companhia compradora, nos termos de seus artigos 123⁹ e 142, inciso IV¹⁰, da lei societária.

O primeiro inciso do citado artigo 256 trata de aquisição que represente investimento relevante para o comprador e faz referência ao parágrafo único do art. 247 do mesmo diploma legal, no qual se encontra, em sua alínea "a", a definição de investimento relevante como aquele que importa em valor superior a 10% do patrimônio da companhia adquirente¹¹.

A Comissão de Inquérito, entendendo superestimada a avaliação, concluiu que a OI apresentava à época da transação patrimônio líquido negativo da ordem de um bilhão e cem milhões de reais e, assim, tendo em vista que a TELEMAR pagou R\$1,00 pela totalidade das ações da OI, entendeu que o valor da aquisição superava o limite de 10% do patrimônio líquido da compradora enquadrando-se como investimento relevante, nos moldes do parágrafo único do art. 247 da lei societária.

Isto é, para a Comissão de Inquérito o preço efetivamente pago foi de R\$1.171 milhões (um bilhão cento e setenta e um milhões de reais) e daí a necessidade de discutir-se a questão do preço, segundo a sua importância para o dispositivo ora em análise.

Ora, é consabido que o preço é a contraprestação do comprador em função da aquisição de determinado bem e que deve ser prestada em dinheiro, nos termos do art. 481 do Código Civil¹². Ou seja, é o valor em pecúnia que se atribui ao bem e, como nos ensina Pontes de Miranda¹³, não necessita representar o valor real do bem. A valoração aí é ato de liberalidade das partes.

Note-se que o parágrafo único do art. 247 da lei societária caracteriza investimento relevante em função do percentual que o valor contábil do investimento (preço) representa no ativo da sociedade investidora em relação ao patrimônio líquido dela própria. Logo, a relação que tem que ser estabelecida deve ser entre o preço pago, R\$ 1,00 (um real), e o patrimônio líquido da sociedade adquirente de mais de dez bilhões de reais¹⁴.

Assim, no caso, entendo que o preço pago está fora do padrão estabelecido pela lei, ou seja, o valor é inferior a 10% do patrimônio líquido da compradora, razão pela qual rejeito a imputação no que tange ao descumprimento do art. 256, inciso I, da lei societária.

Entretanto, mister se faz a observação ao texto da alínea "b" do inciso II do mesmo artigo 256 que trata do caso em que o valor do investimento, por ação, ultrapassa em uma vez e meia o valor de patrimônio líquido da ação da companhia a ser adquirida. Neste tópico compara-se o valor patrimonial da ação, ou seja, o valor da ação em função do valor do patrimônio líquido da sociedade, considerando-se para tanto os critérios estabelecidos no art. 248 e no § 1º do art. 183 da Lei das S.A.

Tendo em vista que a OI foi vendida pelo preço de R\$ 1,00, quando o seu patrimônio líquido era negativo, mesmo considerando apenas os erros flagrantes descritos anteriormente nesse voto, entendo que incide o dispositivo legal, porquanto o preço médio pago pela TELEMAR por ação da OI supera em muito o parâmetro de uma vez e meia o valor de patrimônio líquido a preço de mercado de cada ação emitida pela OI.

Adicionalmente, embora não seja esta a finalidade precípua da norma, uma razão adicional da necessidade de aprovação por Assembléia Geral de proposta de compra e venda está em que, tendo o valor ultrapassado algum dos parâmetros colocados nos incisos do mesmo dispositivo, é permitido ao acionista discordante exercer o seu direito de retirada nos termos do § 2º do art. 256.

Dessa forma, abre-se ao acionista dissidente a possibilidade de se retirar da companhia caso entenda que o negócio não seja benéfico para a mesma e, no caso, a não realização da Assembléia impediu a possibilidade do exercício dessa faculdade pelo acionista.

Assim, pelo exposto, entendo que a não convocação de Assembléia Geral Extraordinária da TELEMAR para

tratar da compra da OI enseja a responsabilidade dos membros do Conselho de Administração da TELEMAR, nos termos do § 1º do art. 256, combinado com os artigos 123 e 142, inciso IV, todos da lei societária.

(II) Dever de diligência, dever de agir no interesse da companhia e dever de lealdade.

Inicialmente, cumpre analisar preliminar argüida pelos acusados Maurício Borges Lemos, Roberto Timótheo da Costa e Roberto Zurli Machado relativa à existência de concurso aparente de normas entre os artigos 153, 154, caput, e 155, II, todos da Lei das S.A.

Em decisão proferida no âmbito do Inquérito Administrativo CVM nº 04/99, julgado em 17/04/02, a Diretora Norma Parente afirmou que a lei societária estabeleceu normas de conduta específicas aos administradores e, por isso, é possível que o administrador seja acusado pelo descumprimento de diversos dispositivos, destacando a necessidade da análise do caso concreto para afastar eventual concurso. Também em diversos processos administrativos sancionadores julgados pelo Colegiado desta Autarquia os administradores acusados de descumprimento de seus deveres funcionais foram responsabilizados, simultaneamente, pela violação de dois ou mais artigos da lei societária¹⁵.

Por outro lado, afirma Luiz Gastão Paes de Barros Leães em seu parecer anexo à defesa apresentada pela TNL (fls. 3345/3376) que "*os artigos 153, 154 e 155 são complementares, ou seja, estabelecem, em conjunto, que os administradores devem desenvolver os negócios sociais, atuando sempre de forma diligente e leal, de acordo com os fins e interesses da companhia*".

Esclarece o ilustre parecerista que os deveres elencados nos três dispositivos legais mencionados estão de tal modo conjugados que, na vigência do diploma societário de 1940, não havia sequer separação entre os padrões normativos ali estabelecidos e, embora esses padrões normativos tenham sido desdobrados em diversos artigos na atual lei societária, todos se orientam em um mesmo sentido – a consecução do objeto da sociedade tendo em vista o interesse social.

Analisando os dispositivos legais mencionados, verifico que estamos diante de normas que se complementam, que juntas constituem os deveres funcionais dos administradores da companhia, de maneira que as imputações ora mencionadas representam as diferentes faces de uma única conduta esperada do administrador no exercício de sua função, devendo a imputação a cada acusado ser avaliada conforme a sua atuação na tramitação do negócio em análise¹⁶.

O art. 153 da Lei das S.A. determina que o administrador da companhia deve empregar no exercício de suas funções, o cuidado e diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração dos seus próprios negócios. Este é um padrão de conduta genérico, sujeito a verificação criteriosa, fundamentado no conceito do *bonus pater familias* romano, ou seja, a pessoa que administra seus interesses com cuidado, zelo e prudência¹⁷.

No Código Comercial de 1850, em seu art. 142¹⁸, já se falava no agir diligente que qualquer comerciante ativo e probo costuma empregar na gerência dos seus próprios negócios.

Já pelo art. 112¹⁹ do Decreto nº 434, de 04/07/1891, que consolidou as disposições sobre as sociedades anônimas, os administradores eram responsáveis pela negligência no desempenho do mandato, pelo excesso de mandato e, solidariamente à sociedade e aos terceiros prejudicados, pela violação da lei e dos estatutos.

Na vigência do Decreto-lei nº 2.627, de 26/09/40, a responsabilidade do administrador estava consignada no § 7º do art. 116²⁰ e trazia o conceito do interesse da empresa e do bem público, bem como a expressão "*a diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar, na administração de seus próprios negócios*", devendo a mesma ser julgada no limite de suas atribuições quanto aos deveres estatutários e indistintamente a todos os administradores quanto aos deveres legais²¹.

Quanto à capacitação do administrador, ainda que a lei societária não determine qualquer profissionalidade ou qualificação técnica específica para o exercício do cargo de gestão em companhias, da leitura do art. 152²², que trata da remuneração do administrador, constata-se que devem ser observadas duas qualidades do administrador: a competência e a reputação profissional.

Verifica-se, portanto, que a qualificação do administrador como *bonus pater familias* passou a ser insuficiente para definir como conduzir os negócios sociais de forma diligente, sendo a profissionalização dos administradores das companhias cada vez mais exigida²³. Nesse sentido, não basta que o administrador atue

como homem ativo e probo na condução de seus próprios negócios, devendo acrescentar-se aos atributos de diligência, honestidade e boa vontade a competência profissional específica²⁴.

Assim, presume-se que o administrador, ao aceitar o cargo, tenha conhecimento sobre os deveres assumidos e, portanto, o desconhecimento ou a inexperiência não são justificativas válidas para que o administrador negligencie seus deveres e não absorva a responsabilidade que lhe cabe²⁵.

Destaque-se, para esse fim, que dentre as funções legalmente atribuídas aos membros do conselho de administração tem-se a manifestação acerca do relatório de administração e das contas da diretoria (art. 142, V, da Lei das S.A.), enquanto dentre as funções atribuídas aos diretores encontra-se justamente a elaboração de diversas demonstrações financeiras ao término de cada exercício social, nos termos do art. 176, incisos I, II, III e IV, da lei societária.

Desse modo, entende-se como inerente à função dos administradores o conhecimento de princípios e técnicas contábeis, tanto para aprovar quanto para elaborar uma demonstração financeira. Nesse sentido, o Código de Práticas de Governança Corporativa, editado em sua terceira versão em 30/03/04 pelo IBGC - Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, dispõe a respeito da qualificação dos membros do conselho de administração e confirma o entendimento acima exposto²⁶.

Visando clarear o conteúdo do dever de diligência, diversos doutrinadores propuseram o seu desmembramento, de modo a caracterizar de forma um pouco mais detalhada as condutas razoáveis esperadas daqueles que exercem cargos de gestão em companhias, uma vez que a lei não indica, nem poderia indicar, quais atos o administrador deve realizar para alcançar os interesses sociais da companhia.

Entende-se, em geral, que o dever de diligência pode ser desmembrado em pelo menos cinco outros deveres relativamente distintos: dever de se qualificar, dever de bem administrar, dever de se informar, dever de investigar e dever de vigiar²⁷.

Traçando os limites desse dever, a Exposição de Motivos da lei societária já apontava que os deveres fiduciários então propostos são desdobramentos e exemplificações do padrão de comportamento do administrador definido pela lei então em vigor e "*deverão orientar os administradores honestos, sem entorpecê-los na ação, com excessos utópicos*" e, nesse sentido, a Lei das S.A. estabelece adicionalmente em seu art. 158²⁸ que o administrador não é pessoalmente responsabilizado em virtude de ato regular de gestão.

Assim, desde que o administrador tenha cumprido com seus deveres legais, contratuais e estatutários, ele não responde pelo eventual insucesso de sua decisão, uma vez que muitas vezes o insucesso resulta de alguma situação de mercado sobre a qual o administrador não tem qualquer controle²⁹.

Por essa regra, conhecida como "Regra da Decisão Negocial", decisões tomadas de boa-fé e com o zelo, cuidado e prudência que qualquer pessoa teria em circunstâncias semelhantes afastam a presunção de culpa e a sua revisão deve restringir-se apenas ao processo decisório, sem adentrar no mérito ou na conveniência ou oportunidade da decisão³⁰, ressalvando-se os casos de má-fé, conflito de interesses ou prática de ilegalidade pelos administradores³¹.

Nesse sentido, observe-se que o poder conferido aos administradores para desenvolverem os negócios sociais é limitado, sendo que esse limite é determinado justamente pelo art. 154 que estabelece os critérios que irão nortear a atuação dos administradores, complementado pelo estatuto social da companhia. Destaque-se que o art. 154, assim como o art. 153, impõe ao administrador uma obrigação de meio e não de fim, de modo que ele não se obriga pelo resultado de sua gestão quando esta for leal, diligente e regularmente exercida e o administrador somente será responsabilizado quando atuar com desvio de conduta ou de forma desleal ou omitir-se no exercício de suas atividades.

No caso em comento, os administradores da TNL e TELEMAR contrataram "*reconhecida firma internacional de auditoria e consultoria – em conjunto com sua subcontratada*" (fls. 3381), respectivamente Ernst & Young e Century, para realizarem a avaliação do patrimônio líquido da OI a preços de mercado e elaborar o Laudo que fundamentou a operação de compra e venda aqui estudada. Ademais, solicitaram ao J. P. Morgan a elaboração de uma *fairness opinion*, além de pareceres de advogados acerca da operação.

A princípio, referida prática estaria revestida da diligência esperada do administrador, eis que aparentemente tratou-se de decisão informada e refletida, aspecto já devidamente tratado pelo Diretor Pedro Oliva Marcílio de Sousa em 10/05/06 no julgamento do PAS CVM nº2005/1443³² e no julgamento do PAS CVM nº 21/04, em

15/05/07.

Cabe analisar, portanto, se houve, no caso em concreto, o devido cumprimento dos deveres dos administradores, dos quais destacamos o dever de se qualificar para o exercício da função, o dever de se informar e o dever de investigar.

Com vistas ao dever de se qualificar, presume-se que os administradores aqui imputados possuíam certo grau de conhecimento dos princípios e regras contábeis, uma vez que este é essencial para o adequado exercício da função que inclui a apreciação de relatórios da administração, demonstrações financeiras e avaliações.

Ao administrador cabe, ainda, o dever de se informar, ou seja, o dever de coletar o maior número possível de informações sobre a matéria objeto de deliberação que tem por fim o bem administrar, observando-se que, para tanto, o administrador tem direito de acesso aos documentos e informações da sociedade, incluindo livros e atas dos diferentes órgãos societários, bem como a todos os documentos referentes aos assuntos a serem deliberados.

A respeito dos relatórios elaborados por profissionais que integram a gerência da sociedade ou por auditores e consultores externos, o administrador, ao receber tal material, tem a obrigação de ler as informações encaminhadas e examinar se existem possíveis erros em relação aos dados constantes desses relatórios. Aliás, os administradores não têm apenas a obrigação de ler os relatórios, os administradores precisam apreciar criticamente essas informações, analisando os possíveis impactos do que lhes foi relatado sobre os negócios sociais³³, não podendo confiar cegamente nas opiniões dos " *experts*".

Somente a análise de cada situação concreta irá demonstrar o grau de informação a ser exigido dos administradores e quais as informações suficientes, considerando-se, dentre outras, o conhecimento anterior da matéria, o tempo para tomada de decisão, sua importância para empresa, a possibilidade de perda do negócio, o custo para obtenção de informações, bem como as vantagens e desvantagens da medida proposta³⁴.

Há de se considerar, portanto, o tempo, o custo e a extensão da investigação, cabendo ao administrador ponderar as vantagens e desvantagens de realizar ou requerer um estudo mais aprofundado sobre as informações fornecidas a fim de suprir os eventuais questionamentos e imprecisões³⁵. Assim, o administrador deverá ser responsabilizado por uma decisão quando esta tiver sido tomada com falta de informação ou com base em informações inadequadas.

Consoante o dever de investigar, o administrador está obrigado a examinar se as informações a ele fornecidas são confiáveis, suficientes e corretas, sempre com análise crítica, e, ademais, tal dever o obriga a verificar se tais informações podem causar qualquer tipo de prejuízo à companhia. Em qualquer dessas hipóteses o administrador deverá tomar as providências cabíveis de forma a corrigir ou suprir eventuais irregularidades e evitar a situação de prejuízo.

Por outro lado, não há necessidade de que toda e qualquer informação submetida aos administradores seja investigada. Especificamente sobre os relatórios e estudos elaborados por subordinados ou outros profissionais e submetidos à análise dos administradores, a necessidade de investigar surge apenas quando existem advertências ou sinais de tal espécie que venham a alertar um conselheiro ou diretor razoável. Diante dessas circunstâncias, se o administrador deixar de realizar uma investigação ocorre o descumprimento do dever de diligência³⁶.

Dessa forma, a respeito da imputação de violação ao dever de diligência formulada contra os administradores da TNL e da TELEMAR, entendo que dentre as diversas irregularidades e informações apontadas pela Comissão de Inquérito, se destacam aquelas que de fato eram flagrantes de forma a chamar a atenção de um diretor ou conselheiro razoável, quais sejam:

- (i) a ilógica avaliação do passivo pelo seu valor contábil, quando o que se buscava na realidade era o valor do patrimônio líquido a preço de mercado;
- (ii) a avaliação da concessão telefônica móvel pelo valor contábil, sendo que a concessão é bem do ativo da companhia e, portanto, deveria ser avaliada a preço de mercado, restando claramente demonstrada a impossibilidade de se excepcionar a regra no caso concreto; e,
- (iii) a discrepância de cerca de 70% entre os valores dos EBTIDAs apresentados no estudo do J. P. Morgan e os apresentados no Plano de Negócios da OI.

As irregularidades destacadas contrariam, claramente, regras e princípios básicos de contabilidade e, portanto, deveriam ter sido objeto de questionamento por parte desses administradores quando da análise crítica das informações prestadas por terceiros, em cumprimento ao dever de se informar adequadamente sobre a matéria da decisão que iria ser tomada.

A avaliação de equipamentos integrantes do ativo imobilizado a preços de mercado e a não adoção do mesmo critério na avaliação do passivo e do valor da concessão, revelam a absoluta falta de consistência e uniformidade nos procedimentos adotados para a determinação do patrimônio líquido da OI, sendo dispensável qualquer conhecimento específico para se chegar a essa conclusão.

É cristalino que o administrador razoável não pode admitir o uso de dois pesos e duas medidas para chegar a um resultado imparcial. Adicionalmente, pressupõe-se que os administradores conheçam os negócios da companhia que administram. Portanto, não é razoável admitir-se que os administradores, ao analisarem uma avaliação econômica que traz valores muito superiores aos do próprio Plano de Negócios da companhia, não tenham questionado tal contrariedade.

Assim, afasto as alegações dos administradores de que, por não possuírem conhecimento técnico sobre a matéria, não poderiam ser responsabilizados pela omissão com relação à necessidade de se informar e, conseqüentemente, investigar, uma vez que o conhecimento específico era dispensável para apuração das irregularidades destacadas.

Considerando ainda os custos que poderiam ser impostos à empresa, de forma a tornar efetivo o dever de se informar e de investigar no caso concreto, observa-se que, no caso, essas variáveis são irrelevantes uma vez que os gastos com informações que fundamentariam a decisão já haviam sido realizados, independentemente de uma investigação por parte dos administradores.

Além disso, tratava-se de uma operação de reestruturação societária de um grupo econômico e, portanto, o fator tempo também é diluído, considerando que não há terceiros interessados que possam inviabilizar o negócio entre as duas companhias, sendo esperado que na presença de inconsistências seja exigida a revisão do trabalho contratado.

Por fim, diante da grande relevância da operação e do impacto que uma decisão mal informada poderia causar não só aos acionistas da TELEMAR como também ao mercado em geral, justifica-se a exigência do devido cumprimento do dever de se informar e de investigar por parte dos administradores.

Dessa forma, entendo ter restado caracterizado o descumprimento do dever de diligência previsto no art. 153 da Lei das S.A. por todos os administradores da TNL e da TELEMAR que participaram do processo de aprovação da operação de compra e venda da OI e dos documentos que a fundamentaram.

Por outro lado, conforme já comentado, entendo que os artigos 153 e 154 da Lei das S.A. são complementares, o que significa que os administradores da companhia devem desenvolver o negócio social atuando de forma diligente e conforme os fins e interesses da companhia, satisfeitas as exigências do bem público e da função social da empresa.

Já o art. 155 da Lei das S.A., também vinculado ao dever de diligência do art. 153, estabelece o dever de lealdade (o *standard of loyalty* do direito estadunidense), segundo o qual o administrador deve exercer seus poderes com boa-fé, visando sempre os interesses da companhia e não os seus próprios ou de terceiros, sendo vedado ao administrador utilizar-se do cargo de gestão que ocupa na companhia para obter quaisquer benefícios para si ou para outrem³⁷.

O art. 155 traz um rol de condutas proibidas em seus incisos e, no caso em tela, a Comissão de Inquérito imputou responsabilidade tendo em vista o descrito no inciso II que traz um duplo comando e proíbe os administradores de se omitirem no exercício ou proteção de direitos da companhia (1ª parte) ou deixarem de aproveitar oportunidade de negócios de interesse da companhia, visando a obtenção de vantagens para si ou para outrem (2ª parte).

Analisando a conduta dos administradores da TNL e da TELEMAR entendo não ser possível responsabilizá-los por deixarem de aproveitar oportunidade de negócios de interesse da companhia, visando a obtenção de vantagens, uma vez que, nesse caso, é necessário haver uma omissão voluntária do administrador a indicar sua eventual má-fé.

A Comissão de Inquérito não logrou demonstrar o dolo dos administradores, que é elemento essencial para

enquadrar a conduta ao tipo. Desse modo, a sua conduta deve ser analisada exclusivamente no que se refere à omissão no exercício ou proteção dos direitos da companhia e, assim, afasto a imputação de infração ao art. 155, II, 2ª parte, da lei societária.

Com relação aos administradores da TNL, controladora, não obstante entender que os mesmos não agiram de forma diligente, não tendo demonstrado atender aos deveres de se qualificar, de se informar e de investigar, não se pode afirmar que esses administradores agiram contra os interesses sociais da sociedade que administravam ou que se omitiram no exercício ou proteção de seus direitos e, assim, entendo não ser possível responsabilizá-los por infração aos artigos 154, *caput*, e 155, II, 1ª e 2ª parte, da lei societária.

Por outro lado, restou claro que todos aqueles que exerciam à época dos fatos cargos de gestão na TELEMAR, controlada, ao aprovarem uma operação fundada em documentos flagrantemente irregulares que traziam a superavaliação do patrimônio líquido da empresa a ser adquirida, agiram nitidamente no sentido contrário aos interesses sociais da companhia e, conseqüentemente, omitiram-se tanto no exercício quanto na proteção dos direitos da TELEMAR, com infração aos artigos 154, *caput*, e 155, inciso II, 1ª parte, da lei societária.

(III) Dever de evitar conflito de interesse.

Verifica-se que em uma companhia o administrador possui um conjunto de prerrogativas que lhe dá o poder de balizar os negócios da sociedade e, nesse diapasão, é posta a regra objetivando evitar a atuação do administrador quando portador de interesse conflitante com o da companhia ocorrendo incompatibilidade entre o exercício do poder e a finalidade para o qual esse mesmo poder foi conferido³⁸.

O art. 156³⁹, *caput*, da Lei das S.A. dispõe que é vedado ao administrador intervir em qualquer operação social em que tiver interesse conflitante com o da companhia e visa impedir casos em que o administrador utilize sua posição para atingir a satisfação pessoal de seus interesses, limitando a atuação do administrador nas situações em que possa obter benefício pessoal, caracterizando-se o conflito entre os interesses privados do administrador e os interesses da companhia⁴⁰.

A acusação indica possível conflito de interesse no negócio envolvendo TNL e TELEMAR. Entretanto, no meu entender, o fato do negócio ter sido celebrado entre controladora e controlada, com administradores em comum, não é suficiente, por si só, para que se comprove a ocorrência de conflito de interesses do administrador.

Em nosso ordenamento, não é vedada a participação do administrador em atividades negociais de outras empresas e a lei societária disciplina a atuação dos administradores atribuindo-lhes deveres quando da contratação com sociedades controladoras ou controladas, devendo o art. 156 ser interpretado em conjunto com o art. 245⁴¹.

Portanto, a limitação ao administrador de que se trata não pode ser vista como absoluta e, no meu entender, a lei societária objetiva que o administrador não intervenha quando do seu interesse pessoal conflitante com o da companhia^{42 43}.

Recorda o PARECER/CVM/SJU/Nº160, de 18/12/79⁴⁴, que inexistiu óbice a que o administrador participe de outras sociedades na qualidade de sócio ou administrador contendo a lei societária dispositivos disciplinadores da atuação dos administradores nas hipóteses de ocorrência de conflitos de interesse, impondo aos mesmos o dever de lealdade à companhia, vedando-lhes uma série de práticas^{45 46}.

Assim, para que as condutas dos administradores se subsumissem a tipificação apontada pela Comissão de Inquérito, seria necessária a comprovação de que teria havido um benefício pessoal do administrador, sendo entendimento consolidado na CVM que o administrador está impedido de votar quando tiver interesse conflitante com a companhia⁴⁷.

Nesse sentido, cito voto do Diretor Pedro Oliva Marcilio de Sousa, que, discutindo sobre a limitação do voto do administrador, afirma: "... em nenhuma hipótese, a ele é facultado votar em deliberações que tenha interesses conflitantes com os da companhia, na forma do art. 156. Além disso, em reunião que vá tratar da operação que o administrador tenha conflito de interesses, mesmo que ele não vote, deve sempre registrar a natureza e extensão do interesse conflitante"^{48 49}.

De qualquer modo, nos termos da lei, o administrador só pode contratar com a companhia em condições

normais de mercado, razoáveis ou eqüitativas, sob pena do negócio ser anulável, transferindo-se para a companhia as vantagens irregularmente auferidas pelo administrador, devendo o conflito de interesse dos administradores ser apreciado caso a caso e, sendo uma questão de fato, não é presumido.

Concluindo, entendo não ter ocorrido uma situação de conflito de interesses dos administradores uma vez que a relação de independência e o distanciamento do administrador não estavam afetados, não havendo nos autos nenhuma ligação que comprove o benefício pessoal do administrador quando da operação em comento e, assim, não conheço da imputação.

(IV) Dever de informar.

Em 28/05/03 foi divulgado Fato Relevante pela TNL/TELEMAR (fls. 45/46), revelando informações gerais sobre a operação de compra e venda da OI, sendo que as informações mais detalhadas sobre o negócio ficaram restritas ao conhecimento dos acionistas por meio da disponibilização de documentos em "data room", localizado no endereço da Diretoria de Relações com Investidores da TELEMAR, mediante assinatura de Termo de Confidencialidade.

Alega a Comissão de Inquérito que o referido termo seria abusivo, caracterizando uma forma de discriminação aos investidores⁵⁰, resultando dois importantes pontos a serem esclarecidos. O primeiro no que tange à restrição das informações e o outro quanto à necessidade de assinatura do Termo de Confidencialidade para que o acionista tivesse acesso aos documentos.

O dever de informar estabelecido pelo art. 157, § 4º, da lei societária se refere ao dever dos administradores da companhia de revelar, aos acionistas e ao mercado, operações que possam influenciar o mercado de valores mobiliários, configurando um conjunto de regras que objetivam proteger a lisura e a respeitabilidade do mercado de capitais⁵¹.

É de se notar que a TNL e a TELEMAR não deixaram de cumprir com o seu dever de divulgação, pois efetivamente publicaram Fato Relevante revelando os aspectos importantes relacionados às atividades ocorridas, não ocasionando prejuízo ao mercado nem a qualquer um de seus acionistas, uma vez que todos tiveram acesso a essa informação.

O que ficou reservado aos acionistas da TNL e da TELEMAR foi a oportunidade de obterem maiores detalhes da operação, mediante comparecimento ao "data room", o que era de único e exclusivo interesse das companhias envolvidas. A eventual divulgação a todo o mercado deste tipo de informação específica poderia trazer prejuízos à operação, uma vez que estava envolta de caráter estratégico e mercadológico.

A reserva destas informações aos acionistas, no meu entender, não constitui infração ao § 4º do art. 157 da lei societária, uma vez que, para a manutenção do bom andamento da transação, é possibilitado à companhia restringir a disseminação dos detalhes da operação em virtude da necessidade de sigilo, conforme prevê o § 5º do referido dispositivo.

O legislador, nesse dispositivo, quis resguardar a publicidade de informações que possam colocar em risco interesse legítimo da companhia e, dessa forma, na hipótese em que a revelação de determinados fatos coloca em risco o interesse legítimo da companhia, podem os administradores recusar-se a prestar as informações solicitadas⁵², cabendo aqui alusão ao art. 6º da Instrução CVM nº 358/02⁵³.

Assim, se há possibilidade de que não se divulgue ao mercado a existência de atos ou fatos relevantes, não há razão para que assim não o seja também com a preservação de informações de interesse privativo da companhia, não sendo absoluta a proteção dos investidores por meio da divulgação de informações, podendo a mesma se adequar às necessidades empresariais da companhia⁵⁴.

Caso a divulgação de uma informação que deva ser tornada pública, de acordo com as regras de divulgação de informação, possa impedir a conclusão de um negócio, a conquista de um cliente ou o desenvolvimento de um produto ou serviço ou possa prejudicar legítimos interesses negociais da companhia, a companhia, excepcionalmente e de acordo com a legislação específica, poderá deixar de divulgar a informação.

Exposta a inexistência da omissão da TNL e TELEMAR quanto ao dever de informar sobre a venda, pela TNL, e a compra, pela TELEMAR, da totalidade das ações da OI, também não vejo fundamento à alegação do caráter abusivo do Termo de Confidencialidade.

Cabe aqui ressaltar a trivialidade do Termo de Confidencialidade nas operações societárias para evitar o vazamento de informações que possam prejudicar o andamento da transação. Destarte, não reconheço nenhum impedimento a um eventual exercício de direito de ação em semelhante prática e entendo que não merece prosperar a alegação da Comissão de Inquérito de que a assinatura do Termo de Confidencialidade obstaculizaria aos acionistas minoritários buscar a tutela do Estado nas esferas administrativa ou judicial.

A pretensão do Termo de Confidencialidade, acostado às fls. 701/702 dos autos, não é essa e tal documento não faz qualquer menção à impossibilidade de utilizar-se das vias administrativas e judiciais para pleitear eventual direito lesado após a oportunidade de acesso aos documentos.

O Termo de Confidencialidade visa proteger as companhias envolvidas na operação, cujo sigilo tem caráter estratégico, prevendo eventual indenização por parte do acionista se este disseminar as informações obtidas no "data room".

Como consta do próprio documento, trata-se de uma contraprestação ao acesso às informações e, desse modo, não vislumbro possibilidade de encarar o ocorrido como infração ao § 4º do art. 157 da lei societária. Afasto, ainda, a imputação de infração ao art. 3º, § 4º, da Instrução CVM nº 358/2002, uma vez que houve publicação de Fato Relevante pela TNL e pela TELEMAR.

(V) Abuso do poder de controle.

A Comissão de Inquérito imputou à TNL infração ao art. 116⁵⁵, parágrafo único, e o art. 117⁵⁶ da Lei das S.A., alegando terem os seus acionistas controladores agido com abuso de poder.

O Relatório da Comissão de Inquérito caracteriza o abuso de poder na medida em que o preço pago pela TELEMAR para aquisição do controle da OI teria sido superior ao justo, baseado em um laudo de avaliação superestimado, causando dano econômico a seus acionistas minoritários, em favor da correspondente vantagem obtida pela TNL nesta alienação.

Realmente, conforme já relatado, pode-se dizer que houve uma superestimação do patrimônio líquido da OI, tendo em vista as irregularidades flagrantes constantes das avaliações que fundamentaram a operação. Entretanto, entendo que não se pode inferir daí que o acionista controlador tenha promovido a venda das ações pelo valor de R\$1,00 com o objetivo de obter vantagem indevida, ou que tenha agido dolosamente contra o interesse da companhia descumprindo seus deveres legais e estatutários.

Nesse sentido o PARECER/CVM/SJU/Nº 036⁵⁷, de 13/11/87, já apontava que se faz necessária a caracterização do ato praticado pelo controlador como abusivo para que infração ao art. 117, caput, da Lei nº 6.404/76 fique comprovada.

Destarte, não encontro razão para a procedência da acusação baseada em infração ao art. 116, PU, e no art. 117 da Lei das S.A., por entender faltarem demonstrações que comprovem que a TNL agiu deliberadamente com o intuito de obter vantagens indevidas para si na operação de compra da OI.

Conclusões

Considerando todo o acima descrito, passo a individualizar a conduta de cada um dos administradores em razão do cargo ou cargos de gestão por eles ocupados.

No que se refere à responsabilidade dos suplentes do conselho de administração da TNL que compareceram à reunião realizada no dia 28/05/03, destaco que a Comissão de Inquérito somente lhes imputou responsabilidade pela violação aos art. 153, 154, caput, e 155, II, da Lei das S.A., eximindo-os da responsabilidade pelo descumprimento do dever de informar prevista no art. 157, uma vez que estes não exerciam o cargo efetivamente e, desse modo, não seria possível exigir-se conduta de membro efetivo quando não provocados a realizá-la.

Por outro lado, ao contrário da hipótese do dever de informar, os membros suplentes do conselho de administração da TNL, ao serem convocados para reunião do conselho de administração, foram chamados para o exercício da função. Nesse caso, presume-se que os suplentes ajam como se efetivos fossem, eis que são designados para substituir os membros efetivos exatamente no que lhes caberia atuar. Ou seja, espera-se que o suplente em sua atuação como membro do conselho desempenhe sua atividade com o mesmo zelo,

cuidado e diligência exigidos do membro efetivo, tendo a mesma responsabilidade do membro titular.

Com relação aos administradores que ocupavam cargos de gestão simultaneamente na companhia controladora e na companhia controlada, respectivamente, TNL e TELEMAR, entendo que tal situação caracteriza-se como agravante ao descumprimento do dever de diligência do art. 153, uma vez que tais pessoas tiveram duas ou mais oportunidades de se manifestarem sobre as irregularidades constantes dos relatórios de avaliação da OI, mas simplesmente não o fizeram.

Portanto, quando da imputação das penalidades levarei em conta na dosimetria das penas o número de chances que cada administrador teve para identificar, questionar e investigar as flagrantes irregularidades apresentadas nos documentos por eles aprovados.

Com relação à defesa de Antônio Carlos Borges Camanho, membro efetivo do conselho de administração da TELEMAR, destaco que seus questionamentos ao auditor independente da companhia, bem como a apresentação de seu voto em separado, favorável à operação e registrado na ata da RCA de 28/05/03, revelam maior grau de diligência no exercício de sua função se comparado aos outros administradores que se encontravam na mesma situação⁵⁸.

Desse modo, a respeito das manifestações desse conselheiro, entendo que elas não são passíveis de eximi-lo de responsabilidade, uma vez que a deliberação que aprovou as avaliações irregulares e a compra da OI, conforme consta da ata da reunião do conselho de administração da TELEMAR, foi tomada de forma unânime. No entanto, os questionamentos por ele realizados na reunião do conselho serão considerados como atenuantes no momento da imputação da sua penalidade.

Diante de todo o exposto, com fundamento no art. 11, inciso II, e § 1º, inciso I, da Lei nº 6.385/76, Voto no seguinte sentido:

1. **José Fernandes Pauletti**, membro efetivo dos Conselhos de Administração da TELEMAR e da TNL, presente na reunião do dia 28/05/03, por infração ao artigo 256, *caput* e inciso II, "b", e §§ 1º e 2º, c/c arts. 123 e 142, inciso IV, todos da Lei nº 6.404/76, pena de multa pecuniária no valor de R\$500.000,00 e, por infração aos artigos 153, 154, *caput*, e 155, inciso II (1ª parte), da Lei nº 6.404/76, pena de multa pecuniária no valor de R\$500.000,00 e absolvição das imputações de infração aos artigos 256, inciso I, 155, inciso II (2ª parte), 156, *caput*, e 157, § 4º, todos da Lei nº 6.404/76, c.c. art. 3º, *caput* e §§ 1º, 2º, 4º da Instrução CVM nº 358/02;
2. **Ronaldo Iabrudi dos Santos Pereira**, membro efetivo do Conselho de Administração da TELEMAR e Diretor da TNL e da TELEMAR, presente nas reuniões dos dias 15 e 28/05/03, por infração ao artigo 256, *caput* e inciso II, "b" e §§ 1º e 2º, c/c arts. 123 e 142, inciso IV, todos da Lei nº 6.404/76, pena de multa pecuniária no valor de R\$500.000,00 e, por infração aos artigos 153, 154, *caput*, e 155, inciso II (1ª parte), da Lei nº 6.404/76, pena de multa pecuniária no valor de R\$500.000,00 e absolvição das imputações de infração aos artigos 256, inciso I, 155, inciso II (2ª parte), 156, *caput*, e 157, § 4º, todos da Lei nº 6.404/76, c.c. art. 3º, *caput* e §§ 1º, 2º, 4º da Instrução CVM nº 358/02;
3. **Antônio Carlos Borges Camanho**, membro efetivo do Conselho de Administração da TELEMAR, presente na reunião do dia 28/05/03, por infração ao artigo 256, *caput* e inciso II, "b" e §§ 1º e 2º, c/c arts. 123 e 142, inciso IV, todos da Lei nº 6.404/76, pena de multa pecuniária no valor de R\$100.000,00, e por infração aos artigos 153, 154, *caput*, e 155, inciso II (1ª parte), da Lei nº 6.404/76, pena de multa pecuniária no valor de R\$100.000,00 e absolvição das imputações de infração aos artigos 256, inciso I, 155, inciso II (2ª parte), 156, *caput*, e 157, § 4º, todos da Lei nº 6.404/76, c.c. art. 3º, *caput* e §§ 1º, 2º, 4º da Instrução CVM nº 358/02;
4. **Marcos Grodetzky**, membro efetivo do Conselho de Administração da TELEMAR e Diretor de Relações com Investidores da TNL e da TELEMAR, presente nas reuniões dos dias 15 e 28/05/03, por infração ao artigo 256, *caput* e inciso II, "b" e §§ 1º e 2º, c/c arts. 123 e 142, inciso IV, todos da Lei nº 6.404/76, pena de multa pecuniária no valor de R\$500.000,00 e, por infração aos artigos 153, 154, *caput*, e 155, inciso II (1ª parte), da Lei nº 6.404/76, pena de multa pecuniária no valor de R\$500.000,00 e absolvição das imputações de infração aos artigos 256, inciso I, 155, inciso II (2ª parte), 156, *caput*, e 157, § 4º, todos da Lei nº 6.404/76, c.c. art. 3º, *caput*, e §§ 1º, 2º, 4º da Instrução CVM nº 358/02;
5. **José Augusto da Gama Figueira**, membro efetivo do Conselho de Administração da TELEMAR, presente na reunião do dia 28/05/03, por infração ao artigo 256, *caput* e inciso II, "b" e §§ 1º e 2º, c/c arts. 123 e 142, inciso IV, todos da Lei nº 6.404/76, pena de multa pecuniária no valor de R\$250.000,00

e, por infração ao artigos 153, 154, *caput*, e 155, inciso II (1ª parte), da Lei nº 6.404/76, pena de multa pecuniária no valor de R\$250.000,00 e absolvição das imputações de infração aos artigos 256, inciso I, 155, inciso II (2ª parte), 156, *caput*, e 157, § 4º, todos da Lei nº 6.404/76, c.c. art. 3º, *caput* e §§ 1º, 2º, 4º da Instrução CVM nº 358/02;

6. **Fersen Lamas Lambranh**o, **Carlos Francisco Ribeiro Jereissati** e **Celso Fernandes Quintella**, membros efetivos do Conselho de Administração da TNL, presentes na reunião do dia 28/05/03, por infração ao art. 153 da Lei nº 6.404/76, pena de multa pecuniária individual no valor de R\$250.000,00 e absolvição das imputações de infração aos artigos 154, *caput*, 155, inciso II, e 157, § 4º, todos da Lei nº 6.404/76, c.c. art. 3º, *caput* e §§ 1º, 2º, 4º da Instrução CVM nº 358/02;
7. **Aldo Luiz Mendes**, **Eloir Cogliatti** e **Roberto Zurli Machado**, membros suplentes do Conselho de Administração da TNL, presentes na reunião do dia 28/05/03, por infração ao art. 153 da Lei nº 6.404/76, pena de multa pecuniária individual no valor de R\$250.000,00 e absolvição das imputações de infração aos artigos 154, *caput*, e 155, inciso II, da Lei nº 6.404/76;
8. **Julio César Pinto**, diretor da TNL e TELEMAR, presente nas reuniões do dia 15/05/03, por infração ao artigos 153, 154, *caput*, e 155, inciso II (1ª parte), da Lei nº 6.404/76, pena de multa pecuniária no valor de R\$500.000,00 e absolvição das imputações de infração aos artigos 155, inciso II (2ª parte), 156, *caput*, 157, § 4º, todos da Lei nº 6.404/76 c.c art. 3º, *caput* e §§ 1º, 2º, 4º da Instrução CVM nº 358/02;
9. **Geraldo Pereira Araújo**, diretor da TELEMAR, presente na reunião do dia 15/05/03, por infração ao artigos 153, 154, *caput*, e 155, inciso II (1ª parte), da Lei nº 6.404/76, pena de multa pecuniária no valor de R\$250.000,00 e absolvição das imputações de infração aos artigos 155, inciso II (2ª parte), 157, § 4º, todos da Lei nº 6.404/76, c.c.art. 3º, *caput* e §§ 1º, 2º, 4º da Instrução CVM nº 358/02;
10. **Luiz Eduardo Falco Pires Corrêa**, diretor da TNL, presente na reunião do dia 15/05/03, por infração ao art. 153 da Lei nº 6.404/76, pena de multa pecuniária no valor de R\$250.000,00 e absolvição das imputações de infração aos artigos 154, *caput*, e 155, inciso II, da Lei nº 6.404/76;
11. **Luiz Eduardo Franco de Abreu**, **Maurício Borges Lemos** e **Roberto Timótheo da Costa**, membros efetivos do Conselho de Administração da TNL, absolvição da imputação de infração ao art. 157, § 4º, da Lei nº 6.404/76 e art. 3º, *caput* e §§ 1º, 2º, 4º da Instrução CVM nº 358; e,
12. **Tele Norte Leste Participações S.A. – TNL**, acionista controladora da TELEMAR e da OI, absolvição da imputação de infração ao art. 116, PU, da Lei nº 6.404/76.

É o Voto.

Rio de Janeiro, 25 de março de 2008.

Eli Loria

Diretor-Relator

1) a) membros do Conselho de Administração da TELEMAR, art. 256, *caput*, I e II, "b"; e §§ 1º e 2º, combinado com os artigos 123 e 142, inciso IV, todos da LSA;

b) membros do Conselho de Administração e da Diretoria da TNL e da TELEMAR, à época da operação, presentes nas reuniões de conselho e diretoria nos dias 15 e 28/05/03, art. 153 (dever de diligência), 154, *caput*, (dever de agir no interesse da companhia) e 155, inciso II (dever de lealdade);

c) membros simultâneos do Conselho de Administração e da Diretoria da TNL e da TELEMAR, presentes nas reuniões de conselho e diretoria nos dias 15 e 28/05/03, art. 156 (dever de evitar conflito de interesse);

Diretor de Relações com Investidores da TNL e da TELEMAR, à época da operação, art. 157, § 4º (dever de informar) c.c. o art. 3º, *caput*, § 4º, da Instrução CVM nº 358/02;

d) membros efetivos do Conselho de Administração e da Diretoria da TNL e da TELEMAR, à época da operação, art. 157, § 4º (dever de informar) c.c. o art. 3º, *caput*, §§ 1º, 2º e 4º, da Instrução CVM nº 358/02; e,

e) TNL, controladora da TELEMAR e da OI, art. 116, PU, na forma do art. 117 (abuso do poder de controle).

2) A Instrução CVM nº 131/90 define como infração grave, além das hipóteses já previstas em atos normativos da CVM, o descumprimento, dentre outros, dos artigos 117 e seus parágrafos, 153, 154 e seus §§ 1º e 2º, 155 e seus §§ 1º e 2º, 156 e seu § 1º, todos da Lei das S.A.

3) "III - suspensão do exercício do cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, de entidade do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários;

IV - inabilitação temporária, até o máximo de vinte anos, para o exercício dos cargos referidos no inciso anterior;

V - suspensão da autorização ou registro para o exercício das atividades de que trata esta Lei;

VI - cassação de autorização ou registro, para o exercício das atividades de que trata esta Lei;

VII - proibição temporária, até o máximo de vinte anos, de praticar determinadas atividades ou operações, para os integrantes do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários;

VIII - proibição temporária, até o máximo de dez anos, de atuar, direta ou indiretamente, em uma ou mais modalidades de operação no mercado de valores mobiliários."

4) PAS CVM RJ2001/7749, julgado em 14/10/2004.

5) "Do ponto de vista econômico, entendemos que a expressão "preços de mercado", contida no art. 256, somente pode se referir à avaliação individual de ativos e passivos (tangíveis e intangíveis) pelo seu valor provável de mercado, atendendo, assim, ao objetivo da norma".

6) Art. 256. A compra, por companhia aberta, do controle de qualquer sociedade mercantil, dependerá de deliberação da assembléia-geral da compradora, especialmente convocada para conhecer da operação, sempre que:

I - O preço de compra constituir, para a compradora, investimento relevante (artigo 247, parágrafo único); ou

II - o preço médio de cada ação ou quota ultrapassar uma vez e meia o maior dos 3 (três) valores a seguir indicados:

a) cotação média das ações em bolsa ou no mercado de balcão organizado, durante os noventa dias anteriores à data da contratação;

b) valor de patrimônio líquido (artigo 248) da ação ou quota, avaliado o patrimônio a preços de mercado (artigo 183, § 1º);

c) valor do lucro líquido da ação ou quota, que não poderá ser superior a 15 (quinze) vezes o lucro líquido anual por ação (artigo 187 n. VII) nos 2 (dois) últimos exercícios sociais, atualizado monetariamente.

§ 1º A proposta ou o contrato de compra, acompanhado de laudo de avaliação, observado o disposto no art. 8º, §§ 1º e 6º, será submetido à prévia autorização da assembléia-geral, ou à sua ratificação, sob pena de responsabilidade dos administradores, instruído com todos os elementos necessários à deliberação.

§ 2º Se o preço da aquisição ultrapassar uma vez e meia o maior dos três valores de que trata o inciso II do *caput*, o acionista dissidente da deliberação da assembléia que a aprovar terá o direito de retirar-se da companhia mediante reembolso do valor de suas ações, nos termos do art. 137, observado o disposto em seu inciso II.

7) Conferir, nesse sentido, entre outros, Lamy Filho e Bulhões Pedreira, *A Lei das S.A., v. II (Pareceres)*, Rio de Janeiro, Renovar, 1996, p. 687; Lazzareschi Neto, *Lei das Sociedades por Ações Anotada*, São Paulo, Saraiva, 2006, p. 499; Modesto Carvalhosa, *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas: estrutura, funções e poderes, responsabilidade dos administradores*, vol. 3, São Paulo, Saraiva, 1998, p. 155.

8) "É desnecessário afirmar que a realização da assembléia não serviria apenas para cumprir mera formalidade, como alegado, mas possibilitaria que os acionistas tomassem conhecimento das reais condições do negócio e esclarecessem todas as dúvidas, o que certamente teria evitado os inúmeros questionamentos e as suspeitas de favorecimento que ensejaram, inclusive, a instauração do presente inquérito. A exigência legal,

é bom que se diga, não pode sequer ser suprida por publicação de fato relevante, como afirmam os acusados em sua defesa. E a consequência pela não realização do conclave, de acordo com a própria lei, é a possibilidade de responsabilização dos administradores”.

9) "Art. 123. Compete ao conselho de administração, se houver, ou aos diretores, observado o disposto no estatuto, convocar a assembléia-geral."

10) "Art. 142. Compete ao conselho de administração:

...

IV - convocar a assembléia-geral quando julgar conveniente, ou no caso do artigo 132;"

11) Corroborando esse entendimento o Parecer/CVM/SJU/nº 019, datado de 16/03/81.

. "[...] a lei das Sociedades Anônimas determinou, quando a aquisição de controle for feita por companhia aberta, que a compra seja submetida à apreciação prévia da assembléia geral ou ainda à sua ratificação (§ 1º do art. 256), sempre que o preço a ser pago pela compradora constituir investimento relevante, como tal entendido o que considera o parágrafo único do art. 247, ou ultrapassar os parâmetros estabelecidos no item II do art. 256, ou sejam, cotação média da ação em bolsa, valor do patrimônio líquido ou do lucro líquido da ação".

12) Art. 481: "Pelo contrato de compra e venda, um dos contratantes se obriga a transferir o domínio de certa coisa, e o outro, a pagar-lhe certo preço em dinheiro."

13) "Não se faz mister que o preço corresponda, na verdade, ao valor do bem comprado. Compra bem quem compra pelo valor do objeto, ou por menos. Compra mal quem compra por mais do que é o valor do objeto", in *Tratado de Direito Privado*, tomo XXXIX, Rio de Janeiro, Editor Borsoi, 1962, p.33.

14) Nesse sentido cabe fazer alusão às palavras de Alfredo Lamy Filho in *Temas de S.A.*, Rio de Janeiro, Renovar: 2007, p. 386. "*No referente à dispensa de realização de AGE pela Sociedade C – sociedade aberta -, repetimos que o texto da lei a dispensa se a operação não constituir investimento relevante, como tal definido no § único do art. 247; isto é, se o valor contábil não for igual ou superior a 10% do patrimônio líquido da companhia: a conclusão dependerá, portanto, do valor apurado ou adotado para a operação, e o dos patrimônios da incorporadora e da incorporada*". (grifei)

15) Ver, por exemplo, Processo 03/04, julgado em 23/05/07; Processo 19/03, julgado em 24/04/07; Processo 2001/11949, julgado em 06/12/05; Processo 07/02, julgado em 22/11/04; Inquérito Administrativo 17/01, julgado em 14/09/03; Inquérito Administrativo 32/99, julgado em 05/12/01; e Inquérito Administrativo 2000/4546, julgado em 12/02/02.

16) Segundo BATALHA são deveres fundamentais do administrador *diligentia, fides, honestas, probitas e veritas*, inclusive o dever de não pecar sequer por omissão in *Comentários à Lei das sociedades anônimas: Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976*. Rio de Janeiro, Forense, 1977. v.II, p. 697.

17) PARENTE, Flávia. *O Dever de Diligência dos Administradores de Sociedades Anônimas*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, p. 43.

18) "Art. 142 - Aceito o mandato, o mandatário é obrigado a cumpri-lo segundo as ordens e instruções do comitente; empregando na sua execução a mesma diligência que qualquer comerciante ativo e probo costuma empregar na gerência dos seus próprios negócios."

19) "Art. 109. Os administradores são responsáveis:

1º A sociedade, pela negligencia, culpa ou dolo, com que se houverem no desempenho do mandato;

2º A sociedade e aos terceiros prejudicados pelo excesso do mandato;

3º Solidariamente á sociedade e aos terceiros prejudicados pela violação da lei e dos estatutos. (Lei n. 3150 de 1882, art. 11; Decr. n. 8821 do mesmo ano, art. 50 paragrapho unico; Decr. n. 164 de 1890, art. 11.)"

20) "§ 7º Os diretores deverão empregar, no exercício de suas funções, tanto no interesse da empresa, como no do bem público, a diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar, na administração de seus próprios negócios."

21) VALVERDE, Trajano de Miranda. *Sociedades por ações (Comentários ao decreto-lei nº 2.627, de 26 de setembro de 1940)*. 3ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 1959; v. II, p.304.

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

23) Dado o caráter institucional da sociedade, Fran Martins acredita ser recomendável que se exijam qualificações profissionais especializadas para aqueles que ocupam cargo de gestão em sociedades anônimas, entendendo serem insuficientes os cuidados de um homem ativo e probo para o desempenho dessa função. Ver MARTINS, Fran. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*. Rio de Janeiro: Forense, 1978, v. 2, t. I; p. 363.

24) CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*. São Paulo: Saraiva, 2003; p.266.

25) PARENTE, Flavia. Ob. Cit., p. 104. Confira-se, ainda, RIBEIRO, Renato Ventura. Ob Cit., p. 224.

26) "2.16. *Qualificação do Conselheiro:*

Os Conselheiros devem possuir: Capacidade de ler e entender relatórios gerenciais e financeiros; Ausência de conflito de interesses; Alinhamento com valores da sociedade; Conhecimento das melhores práticas de governança corporativa; Integridade Pessoal; Disponibilidade de Tempo; Motivação; Capacidade para Trabalho em Equipe; e Visão estratégica. O conselheiro deve ter um enfoque contínuo em relação à sociedade e entender que seus deveres e responsabilidades são abrangentes e não restritos às reuniões do Conselho".

www.ibgc.org.br Consulta às 17h00min do dia 08/01/08.

27) PARENTE, Flávia. Ob. Cit., p. 101.

28) "Art. 158. O administrador não é pessoalmente responsável pelas obrigações que contrair em nome da sociedade e em virtude de ato regular de gestão; responde, porém, civilmente, pelos prejuízos que causar, quando proceder:

I - dentro de suas atribuições ou poderes, com culpa ou dolo;

II - com violação da lei ou do estatuto.

..."

29) RIBEIRO, Renato Ventura. *Dever de Diligência dos Administradores de Sociedades*. São Paulo: Quartier Latin, 2006, p. 231.

30) O Colegiado da CVM já se posicionou diversas vezes mesmo nesse sentido. Ver, por exemplo, Processo 21/04, julgado em 15/05/07, Inquérito Administrativo 09/03, julgado em 25/01/06, Processo 2005/8542, julgado em 29/08/06, Processo 2005/1443, já citado, Processo 2005/0097, julgado em 15/03/07, Processo 2004/5392, julgado em 29/08/06, Processo 2004/3098, julgado em 25/01/05, Inquérito Administrativo 03/02, julgado em 12/02/04.

31) Por todos ver SILVA, Alexandre Couto. *Responsabilidade dos administradores de S/A: business judgment rule*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.

32) "(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 negocial que a ele levou pode ser considerada refletida, caso, informadamente, tenha o administrador decidido não analisar esse negócio; (...)"

33) PARENTE, Flávia. Ob. Cit., p. 116.

34) RIBEIRO, Renato Ventura, Ob. Cit., p. 228.

35) PARENTE, Flávia. Ob. Cit. p. 125.

36) PARENTE, Flávia. Ob. Cit. p. 124.

37) PARENTE, Flavia. Ob. Cit., p. 150.

38) "*O conflito de interesses entre a sociedade e seus representantes constitui uma limitação lógica e ética às suas faculdades representativas; o administrador deve ficar privado do exercício de seus poderes representativos, no que afeta a operação em que tal conflito se produz; há uma incompatibilidade entre o exercício do poder e a finalidade para o qual foi esse mesmo poder conferido*". Joaquín Garrigues citado por Modesto Carvalhosa in *Comentários à Lei de Sociedades Anônima*, vol. 3, São Paulo, Saraiva, 1997, p. 274.

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

40) "*...como um dos desdobramentos dos deveres éticos dos administradores, a lei, em verbete especial, estabelece normas que impedem os conflitos de interesses que possam surgir entre os interesses privados do administrador e os da companhia, que devem se sobrelevar-se àqueles*". REQUIÃO, Rubens. *Curso de Direito Comercial*, volume 2, São Paulo, Saraiva, 24ª edição, 2005, p. 217.

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

42) Rubens Requião, ao comentar essa limitação, diz que o administrador pode negociar com a companhia como terceiro estranho: "*A lei não impede que o administrador contrate com a companhia a que serve. Pode ele, em sua atividade particular, estranha à companhia, ter oportunidade de negociar com ela, não o fazendo como administrador, mas como terceiro estranho*" Ob. Cit., p. 218.

43) "*Não significa o dispositivo legal que fique o administrador proibido de manter qualquer negócio com a sociedade; na realidade, estipulando que o administrador não deve intervir em qualquer operação social em que tiver interesse conflitante com o interesse da companhia, permite a lei que o mesmo mantenha negócio com a sociedade, desde que, como administrador, não intervenha na operação*" in MARTINS, Fran. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*. vol. 2, Rio de Janeiro, Forense, 1984, p. 388 e 389.

44) "*...restando os administradores da companhia impedidos de participar de qualquer tratativa ou deliberação referente a uma determinada operação em que figure como contraparte da companhia ou pela qual seja beneficiado, independentemente se está a se perseguir o interesse social ou não*".

45) "*Para configurar o conflito é suficiente que a operação apresente uma utilidade para a companhia e um interesse para o administrador, pouco importando a valoração das orientações de gestão da companhia ou as razões que induziram o administrador a concluí-la*" LAZZARESCHI NETO, Alfredo Sérgio. *Lei das sociedades por ações anotada*, São Paulo, Saraiva, 2006, p. 294.

46) "*... se interviesse, estaria, se diretor, atuando ao mesmo tempo como representante orgânico da companhia (evidentemente dispondo de poderes para tanto) e da outra parte (se pessoa jurídica); e, se conselheiro de administração, estaria deliberando a respeito de um negócio no qual ele teria interesse pessoal*" TOLEDO, Paulo Fernandes Campos Salles de. *O conselho de administração na sociedade anônima: estrutura, funções e poderes, responsabilidade dos administradores*, São Paulo, Atlas, 1999, p. 62.

47) Vide, como exemplo, Processo 2005/0097 e Processo 12/2001, julgado em 12/01/06.

48) Processo 12/2001, julgado em 12/01/06.

49) Também é assente na jurisprudência pátria tal entendimento. Vide AC 23.534-4, TJSP, 8ª Câmara, Rel. Des. Antônio Rodriguez, julgado em 18/12/96.

50) "(...) a imposição, aos acionistas minoritários, da assinatura de Termo de Confidencialidade contendo uma série de restrições e menções em relação às possíveis consequências caso o Termo viesse a ser desrespeitado – tentando obstar a utilização de tais informações em questionamentos nas esferas administrativa e judicial – caracterizaria uma coação sem qualquer tutela jurídica, seja no âmbito do direito administrativo ou do direito civil". (fls. 2816)

51) REQUIÃO, Rubens. *Curso de Direito Comercial*, v. 2, São Paulo, Saraiva, 2006, p. 218.

52) "Não seria, assim, possível a divulgação de tais fatos (entendimentos para grandes contratações, etc.) sob pena de ser a sociedade prejudicada com o conhecimento dos mesmos por parte de terceiros, o que, levando ao desfazimento ou à não concretização do negócio, em última instância constituiria um prejuízo para a sociedade. Por essa razão, quando tais fatos constituem segredo da empresa, ou, como diz a lei, quando a revelação de tais fatos põe em risco "interesse legítimo da companhia" (§ 5º) podem os administradores recusar a prestar as informações solicitadas ou a divulgar as deliberações da assembléia geral ou do órgão de administração da companhia" MARTINS, Fran in *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*, v. 2, t.I, Rio de Janeiro, Forense, 1984, p. 401.

53) "Art. 6º. Ressalvado o disposto no parágrafo único, os atos ou fatos relevantes podem, excepcionalmente, deixar de ser divulgados se os acionistas controladores ou os administradores entenderem que sua revelação porá em risco interesse legítimo da companhia".

54) "Uma outra questão importante é a divulgação de informações relativas a negócios em andamentos ou não concluídos, isso porque a proteção dos investidores por meio da divulgação de informações não é absoluta, podendo se adequar às necessidades empresariais das companhias. Por esse motivo, a Instrução 358/02, em seu art. 6º, permite que "os atos ou fatos relevantes [excepcionalmente deixem] de ser divulgados se os acionistas controladores ou os administradores entenderem que sua revelação porá em risco interesse legítimo da companhia". Processo CVM nº 2006/4776, julgado em 17/01/07, voto do Diretor Pedro Oliva Marcilio de Sousa.

55) Art. 116 "(...) Parágrafo único – O acionista controlador deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, e tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender".

56) "Art. 117 O acionista controlador responde pelos danos causados por atos praticados com abuso de poder".

57) "Para que a infração ao caput do art. 117 da Lei nº 6.404/76 fique comprovada, se fez necessária a caracterização do ato praticado pelo controlador como abusivo.

Falta de probidade, como tal, significa desvio de conduta moral ou ética, nunca podendo ser confundida com a negligência, ou a falta de diligência, ou de cuidado à frente dos negócios da companhia."

58) Nos termos do §1º do art. 158, da Lei das S.A., "(...) exime-se de responsabilidade o administrador dissidente que faça consignar sua divergência em ata de reunião do órgão de administração ou, não sendo possível, dela dê ciência imediata e por escrito ao órgão da administração, no conselho fiscal, se em funcionamento, ou à assembléia-geral".