

EXTRATO DA SESSÃO DE JULGAMENTO DO PROCESSO ADMINISTRATIVO  
SANCIONADOR CVM nº 01/2009

Acusados: André Covre  
Carlos José Fadigas de Souza Filho  
Eduardo de Toledo  
Flávio do Couto Bezerra Cavalcanti  
Francisco Pais  
João Adolfo Oderich  
José Afonso Alves Castanheira  
Pedro Wongtschowski  
Roberto Kutsch Neto  
Roberto Lopes Pontes Simões  
José Roberto de Camargo Opice

Ementa: Suposto descumprimento do dever de lealdade. Absolvições.

Decisão: Vistos, relatados e discutidos os autos, o Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários, com base na prova dos autos e na legislação aplicável, por unanimidade de votos, decidiu:

1. Preliminarmente, rejeitar as arguições da defesa de (i) nulidade do processo por inobservância dos princípios de ampla defesa e do contraditório e (ii) omissão da CVM da obrigação legal de investigar e de diligenciar.

2. No mérito, **Absolver** os acusados **André Covre; Carlos José Fadigas de Souza Filho; Eduardo de Toledo; Flávio do Couto Bezerra Cavalcanti; Francisco Pais; João Adolfo Oderich; José Afonso Alves Castanheira; Pedro Wongtschowski; Roberto Kutsch Neto; Roberto Lopes Pontes Simões; e José Roberto de Camargo Opice** da imputação de violação do dever de lealdade.

A CVM interporá recurso de ofício das decisões absolutórias ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional.

Proferiu defesa oral o advogado Luis Antonio de Sampaio Campos, representando todos os acusados.

Presente a advogada Eliana Helena de Gregório Ambrósio Chimenti, representante do acusado José Roberto de Camargo Opice, que não fez uso da palavra.

Presente a Procuradora-federal Luciana Carvalho Dayer, representante da Procuradoria Federal Especializada da CVM.

Participaram da Sessão de Julgamento os Diretores Roberto Tadeu Antunes Fernandes, Relator, Pablo Renteria e o Presidente da CVM, Leonardo P. Gomes Pereira, que presidiu a Sessão.

A Diretora Luciana Dias declarou-se impedida de participar da Sessão de Julgamento.

Rio de Janeiro, 02 de junho de 2015.

Roberto Tadeu Antunes Fernandes  
Diretor-Relator

Leonardo P. Gomes Pereira  
Presidente da Sessão de Julgamento

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº 01/2009

Acusados: André Covre  
Carlos José Fadigas de Souza Filho  
Eduardo de Toledo  
Flávio do Couto Bezerra Cavalcanti  
Francisco Pais  
João Adolfo Oderich  
José Afonso Alves Castanheira  
Pedro Wongtschowski  
Roberto Kutschat Neto  
Roberto Lopes Pontes Simões  
José Roberto de Camargo Opice

Assunto: Dever de lealdade (art. 155, *caput*, da Lei nº 6.404/76).

Relator: Diretor Roberto Tadeu Antunes Fernandes

RELATÓRIO

I) **Da Origem e do Objeto**

1. Em 18.03.07, a Ultrapar Participações S/A ("**Ultrapar**") adquiriu em nome próprio e como comissária da Petróleo Brasileiro S/A – Petrobras ("**Petrobras**") e da Braskem S/A ("**Braskem**"), devidamente assessoradas pela Estáter Gestão e Finanças ("**Estáter**"), o controle direto da Refinaria de Petróleo Ipiranga S/A ("**RPI**") e da Distribuidora de Produtos de Petróleo Ipiranga S/A ("**DPPI**"), bem como o controle indireto da Companhia Brasileira de Petróleo Ipiranga ("**CBPI**") detido pela DPPI, que era exercido por membros de cinco diferentes famílias por acordo de acionistas<sup>1</sup>.

2. Em 19.03.07, foi divulgado fato relevante informando ao mesmo tempo a aquisição do controle do grupo Ipiranga e a implementação de uma reorganização societária que previa a incorporação pela Ultrapar das ações da RPI, DPPI e CBPI, que seriam transformadas em subsidiárias integrais da Ultrapar mediante a troca por ações preferenciais de sua emissão. Para subsidiar a relação de troca, todas essas companhias foram avaliadas pelo critério de valor econômico (método de fluxo de caixa descontado) em laudo de avaliação elaborado pelo Deutsche Bank Securities Inc. ("**DB**"), com data-base de 31.12.06.

3. Observa-se que, visando a subsidiar a operação de incorporação de ações, foram ainda elaborados os seguintes laudos: a) laudo de avaliação econômica por fluxo de caixa descontado, com data base de 30.09.07, elaborado pelo Banco de Investimentos *Credit Suisse* (Brasil) S.A.<sup>2</sup>; b) laudo de avaliação contábil, com data-base de 30.09.07,

elaborado pela KPMG Auditores Independentes; e c) laudo de avaliação do patrimônio líquido a preços de mercado, com data-base de 30.09.07, elaborado pela Apsis Consultoria Empresarial S/C Ltda., com vistas a determinar o valor de reembolso devido aos acionistas dissidentes, nos termos do artigo 264, §3º, da Lei nº 6.404/76 (parágrafo 13 do Relatório da SPS/PFE).

4. Após a divulgação do fato relevante e durante todas as etapas do processo de reorganização societária, foram encaminhadas diversas reclamações à CVM, questionando principalmente o laudo de avaliação que serviu de suporte aos valores oferecidos aos acionistas minoritários das companhias do grupo Ipiranga.

5. As reclamações foram analisadas pela Superintendência de Relações com Empresas – SEP, culminando na proposta de instauração do Inquérito Administrativo CVM nº 01/2009, com o objetivo de apurar "*eventuais irregularidades quando da aquisição do grupo Ipiranga pela Ultrapar Participações S.A., relacionadas à valoração das ações de emissão das companhias, utilizada no estabelecimento das relações de troca e de reembolso*" (PORTARIA/CVM/SGE/Nº 157, de 14.07.09, à fl. 01).

6. Vale destacar que a maioria das reclamações apresentadas à CVM foi afastada pela SEP, razão pela qual a análise dos fatos se limitou aos itens não esclarecidos naquela fase preliminar, bem como as questões levantadas ao longo da investigação conduzida pela Superintendência de Processos Sancionadores – SPS, em conjunto com a Procuradoria Federal Especializada - PFE junto à CVM.

## **II) Da Independência do laudo de avaliação elaborado pelo Deutsche Bank**

7. Inicialmente, a Acusação destacou que, segundo a jurisprudência recente, não cabe à CVM, a menos que os esclarecimentos procedidos pelo avaliador sejam manifestamente desarrazoados ou inverídicos, opinar sobre aspectos técnicos de laudos de avaliação, de sorte que se afastou o prosseguimento de algumas das reclamações apresentadas, exatamente por questionarem critérios subjetivos não passíveis de revisão pela autarquia, restringindo-se as investigações aos itens que poderiam, em uma análise preliminar, importar em violação direta a prescrições regulamentares, sem a necessidade de se abordar critérios ou parâmetros utilizados pelos especialistas (parágrafos 220-226 do Relatório da SPS/PFE).

8. Ressaltou-se, ainda, que as observações tratadas no Relatório de Acusação foram voltadas especificamente ao laudo do DB, por ser o laudo que serviu de base para a relação de trocas pactuada, tendo o laudo do Credit Suisse como principal escopo a confirmação dos números encontrados no laudo DB, não tendo sido utilizado de forma autônoma na operação (parágrafo 227 do Relatório da SPS/PFE).

9. Embora nas informações enviadas pela Ultrapar e obtidas nos depoimentos tenha sido sempre alegado que não teria havido qualquer interferência na elaboração do laudo de avaliação do DB, sendo a interação com a Estáter mera transferência de informações, a Acusação depreendeu que os trechos abaixo transcritos de *e-mails* trocados pela Ultrapar, Braskem e Petrobras, interna e externamente, que antecederam a operação, indicariam a existência não só de troca de informações entre a Ultrapar, a Estáter e o DB, acerca de parâmetros a serem utilizados no referido laudo, mas até mesmo orientação para que o laudo fosse elaborado na forma pretendida pela Ultrapar e seus assessores da Estáter, demonstrando, no mínimo, a ausência de imparcialidade (parágrafos 228-232 do Relatório da SPS/PFE):

a) Em 05.03.07

De: J.S. (responsável pela elaboração do laudo pelo DB)

Para: André Covre (Ultrapar), I.R. (DB) e A.A. (Estáter)

Trecho: "Como conversamos antes, fizemos modelos novos para todas as empresas, que de maneira geral estão **em linha com os modelos da Estáter.**"

b) Em 06.03.07

De: André Covre (Ultrapar)

Para: Roberto Kutschat (Ultrapar), J.N. (Ultrapar), F.S. (Ultrapar), A.P. (Ultrapar)

Trecho: "A ser confirmada, **reunião com DB e Estáter** na quinta 10am sobre **coordenação dos laudos.**"

c) Em 06.03.07

De: Roberto Kutschat (Ultrapar)

Para: André Covre (Ultrapar), J.N. (Ultrapar), F.S. (Ultrapar), A.P. (Ultrapar)

Trecho: "Hoje na Petrobras surgiu a solicitação que fosse um **laudo só (DB/Estáter)** para minimizar potenciais questionamentos."

d) Em 09.03.07

De: Roberto Kutschat (Ultrapar)

Para: A.A. (Estáter), P.S. (Estáter), G.L. (Estáter), M.Z. (Estáter), André Covre (Ultrapar), J.N. (Ultrapar), E.M. (Ultrapar), M.C. (Ultrapar), A.P. (Ultrapar)

Trecho: "Seria interessante termos as tabelas do anexo IV com números refletindo os valores entre as partes e, as mesmas tabelas, refletindo os valores entre as partes conforme **laudo oficial Estáter/Deutsche** (que regularia as relações de troca)".

e) Em 09.03.07

De: P.S. (Estáter)

Para: André Covre (Ultrapar), F.S. (Ultrapar)

Trecho: "Amanhã poderíamos conversar com vocês sobre todos os números, inclusive a avaliação de Ultra para analisar os impactos da permuta."

f) Em 09.03.07

De: J.S. (DB)

Para: A. A. (Estáter), J.N. (Ultrapar)

Trecho: "Você pode compartilhar os betas e WACC que vocês estão usando? Estou particularmente interessado na questão da Ultragas que o beta era muito baixo (0,23) e está resultando em um WACC baixo."

g) Em 16.03.07

De: A.A. (Estáter)

Para: R. (Petrobras), R.M. (Petrobras) (...) André Covre (Ultrapar), Roberto Kutschat (Ultrapar), J.N. (Ultrapar)

Trecho: "Seguem os **valores dos laudos de avaliação acordados com o Deutsche Bank:**

Copesul: US\$ 2,60 bilhões

IPQ operacional: US\$ 660 milhões

ICQ operacional: US\$ 90 milhões

CBPI operacional (incluindo AM/PM, EMCA e IASA): US\$ 1,28 bilhão

DPPI operacional (incluindo ISA Sul): US\$ 330 milhões

Refinaria: zero

Ultrapar: entre US\$ 2,50 bilhões e US\$ 2,55 bilhões"

10. Segundo a Acusação, ainda que o laudo do DB tivesse uma função meramente informacional, uma vez que seria utilizado como respaldo à relação de troca estabelecida no protocolo de incorporação, conforme admitiram os próprios administradores envolvidos na negociação, cabia ao DB fazer constar expressamente em seu texto eventuais interferências do controlador que indicassem um possível direcionamento no referido laudo, conforme o disposto no art. 5º, II, da Instrução CVM nº 319/99 (parágrafos 241-244 do Relatório da SPS/PFE).

11. Entretanto, o DB ressaltou em seu laudo que não realizara qualquer verificação independente<sup>3</sup>, admitindo de forma neutra todas as avaliações, projeções, estimativas e outras premissas obtidas por meio dos administradores das companhias avaliadas. Desse modo, concluiu a Acusação que não se poderia afirmar que o laudo teria sido elaborado de forma independente se todos os seus elementos haviam sido obtidos por meio dos administradores das próprias companhias avaliadas sem qualquer verificação independente por parte do DB (parágrafo 245 do Relatório da SPS/PFE).

12. Apesar disso, nas atas das reuniões do Conselho de Administração das incorporadas DPPI, CBPI e RPI, constou que, de acordo com o juízo por eles formado, o laudo teria sido elaborado de forma livre e independente. Apurou-se que Roberto Kutschat Neto participou das reuniões do conselho da DPPI e da RPI e que André Covre participou das reuniões de conselho da DPPI e da CBPI<sup>4</sup>, e que ambos sabiam efetivamente da ausência de imparcialidade do laudo do DB, chegando até a mencionar a existência de um laudo Estáter/Deutsche, conforme demonstrariam os *e-mails* trocados pela Ultrapar, Braskem e Petrobras internamente e externamente no período compreendido entre fevereiro e dezembro de 2007 (parágrafos 229-231/246-247 do Relatório da SPS/PFE).

13. Para a Acusação, diante do dever de fidúcia imposto aos administradores de qualquer companhia, Roberto Kutschat Neto e André Covre não poderiam atestar que o laudo tinha sido elaborado de forma independente a partir de critérios livremente determinados pelo banco, pois, de acordo com o art. 155 da Lei nº 6.404/76, o administrador deve atuar sempre no melhor interesse da companhia e de seus acionistas, o que não teria ocorrido no presente caso. Isso porque ambos os administradores tinham plena ciência de que o laudo DB não era independente quando atestaram o contrário na ata das reuniões de conselho de que participaram, situação essa agravada em razão do fato de as referidas reuniões terem sido realizadas exatamente para examinar os critérios adotados pelos laudos e a independência dos bancos, no especial intuito de garantir aos acionistas minoritários a lisura do processo de incorporação (parágrafos 248-251 do Relatório da SPS/PFE).

14. Assim, concluiu a Acusação que, ao atestar a independência do DB na elaboração do laudo econômico de fluxo de caixa descontado, **Roberto Kutschat Neto**, na DPPI, e **André Covre**, na DPPI e na CBPI, não teriam observado o dever de lealdade exigido na qualidade de conselheiros dessas companhias, em flagrante violação ao disposto no art. 155, *caput*, da Lei nº 6.404/76<sup>5</sup> (parágrafos 253, 351 e 360 do Relatório da SPS/PFE).

### **III) Do valor das ações de emissão da CBPI estabelecidos previamente**

15. Quando da aquisição do controle, realizada em negociação privada entre Ultrapar, como comissária de Petrobras e Braskem, e as famílias detentoras do controle das companhias do grupo Ipiranga, foi estabelecido o valor a ser pago pelas ações por estes detidas. No tocante às ações de emissão da CBPI detidas pela DPPI e que faziam parte

do controle, foi estabelecido o valor de R\$72,63, enquanto que as demais ações não vinculadas ao controle e detidas também por integrantes das famílias controladoras seriam adquiridas por R\$58,10 (equivalente a 80% daquele valor) (parágrafos 293 e 294 do Relatório da SPS/PFE).

16. Vale destacar que, por força da Lei das S/A, o adquirente do controle de companhia aberta obriga-se à realização de oferta pública de aquisição de ações com direito a voto de propriedade dos demais acionistas da companhia (OPA por alienação de controle), tendo, num primeiro momento, sido apresentado o valor de R\$58,10, mesmo valor pago às ações não vinculadas na negociação privada entre a Ultrapar e as famílias detentoras do controle das companhias. Ocorre que tal valor foi retificado para R\$64,43 por determinação do Colegiado da CVM que, em reunião realizada em 14.09.07, acolheu entendimento manifestado pela área técnica responsável pela análise da OPA (parágrafos 296 e 297 do Relatório da SPS/PFE).

17. Mesmo diante dos valores estabelecidos em negociações recentes entre partes independentes, a proposta de incorporação levada pela Ultrapar aos conselheiros da DPPI sugeria o pagamento de R\$28,39 para as ações de emissão da CBPI, sob a justificativa de que tal valor estava devidamente embasado pelo laudo do DB, elaborado pelo critério econômico de fluxo de caixa descontado (parágrafo 300 do Relatório da SPS/PFE).

18. Segundo a Acusação, o fato de as ações em questão terem sido negociadas de forma privada, e por meio de oferta pública obrigatória por um valor bastante superior ao que estava sendo proposto na relação de troca na operação de incorporação, exigia, por parte dos conselheiros da CBPI, no mínimo, uma negociação, pois seria muito difícil encontrar uma justificativa que fundamentasse tal disparidade de valor (parágrafo 302 do Relatório da SPS/PFE).

19. Nesse sentido, a Acusação destaca a declaração de voto apresentada pelo Diretor Marcos Barbosa Pinto em reunião do Colegiado realizada em 31.10.07<sup>6</sup>, em que aborda a determinação da relação de troca em operações compulsórias:

*"i) Operações Compulsórias*

*Uma das razões que me levaram a votar pelo acolhimento do pleito da Weg tem a ver com uma possível arbitragem regulatória entre as ofertas de cancelamento e operações societárias compulsórias. Na medida em que aumentamos o grau de escrutínio nas ofertas públicas de cancelamento, acabamos por criar um incentivo para que os controladores optem por caminhos alternativos, como as incorporações de controladas.*

*Esse incentivo involuntário é preocupante porque, ao contrário das ofertas de cancelamento, as incorporações de controladas são compulsórias para os acionistas minoritários. Nestas operações, os administradores das duas companhias negociam a relação de troca diretamente entre si, submetendo o negócio à aprovação da assembleia geral, na qual a sociedade controladora tem maioria. Logo, o potencial para abuso é maior.*

*Justamente por isso, gostaria de deixar absolutamente claro que nossa decisão de hoje – de que a CVM não pode exigir que as ofertas de cancelamento tenham como preço mínimo aquele obtido numa negociação privada entre o ofertante e o antigo controlador – leva em conta o aspecto voluntário das ofertas públicas e, justamente por isso, tem aplicação restrita a este tipo de operação.*

*Caso o mesmo tipo de negociação privada ocorresse previamente a uma incorporação de controlada, minha conclusão seria provavelmente outra. Acho difícil que um administrador possa justificar, à luz dos deveres fiduciários a ele impostos pelos artigos 153 a 155 da Lei nº 6.404/76, uma incorporação de controlada cuja relação de troca não guarde nenhuma relação com o preço praticado em uma negociação prévia recente envolvendo o atual controlador.”.*

20. Por se tratar de uma negociação livre entre os administradores da Ultrapar e da DPPI, a Acusação entendeu que era de se esperar que houvesse uma negociação que ponderasse também a transação prévia, que já tinha estabelecido para os mesmos ativos um valor maior e mais vantajoso aos acionistas da DPPI, motivo pelo qual não haveria que se argumentar que o valor aceito de R\$28,39 estava embasado no laudo (parágrafo 305 do Relatório da SPS/PFE).

21. Destacou a Acusação que, ainda que os parâmetros utilizados no laudo do DB, que representava a proposta da Ultrapar, estivessem supostamente corretos, não houve a negociação de forma livre e no melhor interesse de cada uma das companhias de um valor para as ações de emissão da CBPI detidas pela DPPI, tendo sido aprovado o menor valor encontrado sem qualquer ponderação (parágrafo 307 do Relatório da SPS/PFE).

22. Da forma como foi aprovado o protocolo de incorporação pelo Conselho de Administração da DPPI, ter-se-ia concretizado uma situação claramente prejudicial aos acionistas minoritários, pois, enquanto as ações ordinárias da CBPI não vinculadas ao controle, mas pertencentes às famílias dos controladores, receberam R\$ 58,10 e as que se encontravam dispersas no mercado R\$ 64,43 na OPA, a DPPI, que detinha o controle direto da CBPI, recebeu R\$28,39 em razão da aprovação do protocolo de incorporação pelos seus conselheiros (parágrafos 308 e 309 do Relatório da SPS/PFE).

23. A mera aceitação dos valores propostos pela Ultrapar com base no laudo do DB teria criado essas distorções, evidenciando uma inércia indevida por parte dos conselheiros da DPPI, em flagrante violação ao dever de lealdade que estes deveriam ter para com a companhia e seus acionistas. Nesse tocante, a Acusação reitera que não se questiona os valores atribuídos nos diversos laudos apresentados às ações de emissão da CBPI detidas pela DPPI, mas sim a necessidade de uma efetiva negociação por parte dos conselheiros de DPPI na defesa dos acionistas das companhias que representavam naquele momento. Assim, os administradores não deveriam ter limitado suas análises aos valores trazidos na proposta, a qual, colocada em discussão pela administração da Ultrapar, apresentava elementos passíveis de negociação (parágrafos 289 e 319 do Relatório da SPS/PFE).

24. Visando a melhor ilustrar a distorção e os valores totais envolvidos, a Acusação apresentou o Quadro 13 abaixo, comparando o valor global que seria devido à DPPI em razão da participação que detinha na CBPI (62,88% das ON) nos diversos cenários aqui discutidos. Observa-se que tal quadro é meramente ilustrativo, não se afirmando que tal ou qual valor deveria ter sido assumido na relação de troca livremente pactuada:

#### **Quadro 13 - Comparativo do valor que seria devido à DPPI**

<b>Cenários</b>	<b>Valor por ação ON de CBPI</b>	<b>Quantidade de ações detidas pela DPPI</b>	<b>Valor total da participação</b>
ON vinculadas	R\$ 80,54	22.264.146	R\$ 1,793 bilhão
ON não vinculadas 1	R\$ 58,10	22.264.146	R\$ 1,293 bilhão
ON não vinculadas 2	R\$ 64,43	22.264.146	R\$ 1,434 bilhão
<b>Proposta Ultrapar</b>	<b>R\$ 28,39</b>	<b>22.264.146</b>	<b>R\$ 632 milhões</b>

25. Concluiu a Acusação que, por terem aprovado a proposta de incorporação de ações submetida pela Ultrapar na reunião do Conselho de Administração de 12.11.07, sem manifestar, diante das circunstâncias específicas, qualquer ponderação ou tentativa de negociação sobre os valores sugeridos para as ações ordinárias de emissão da CBPI detidas pela DPPI, em evidente prejuízo da companhia e de seus acionistas, os membros do Conselho de Administração da DPPI **Pedro Wongtschowski, André Covre, Eduardo de Toledo, José Roberto Opice, Roberto Kutschat Neto e José Afonso Alves Castanheira** violaram o dever de lealdade que lhes impõe o art. 155, *caput*, da Lei nº 6.404/76, considerada como infração grave para os fins do §3º do art. 11 da Lei nº 6.385/76, na forma da Instrução CVM nº 131/90, vigente à época dos fatos (parágrafo 320 do Relatório da SPS/PFE).

#### **IV) Da participação da CBPI detida pela RPI**

26. A RPI também detinha participação acionária relevante na CBPI (24,81% das ON) e seu Conselho de Administração, assim como o conselho da DPPI, aprovou, sem qualquer ponderação ou negociação, o protocolo de incorporação apresentado pela Ultrapar com valor de R\$ 28,39 para cada ação ordinária da CBPI (parágrafo 321 do Relatório da SPS/PFE).

27. Enquanto todas as demais ações não vinculadas ao controle receberam R\$58,10 ou R\$64,43, dependendo se pertenciam ou não à família dos antigos controladores, as ações da RPI de emissão da CBPI foram avaliadas para fins de estabelecer a relação de troca na operação de incorporação a R\$28,39, cujo valor foi aceito sem qualquer questionamento pelo Conselho de Administração, em violação ao dever de lealdade que estes deveriam ter para com a companhia e seus acionistas (parágrafos 323 e 326 do Relatório da SPS/PFE).

28. Observou a Acusação que da mesma forma que a DPPI estava impedida de apresentar estas ações na OPA por alienação de controle, também a RPI tinha o mesmo impedimento, já que tais ações eram, direta ou indiretamente, vinculadas ao proponente da OPA. Por outro lado, assim como ocorria na DPPI, a RPI era controlada pela Ultrapar, razão pela qual a incorporação proposta exigia um fator extra de atenção por se tratar de incorporação de companhia controlada. Estavam, portanto, ambas as companhias em situação similar, devendo ser aplicado aqui o mesmo raciocínio apresentado acima para a DPPI.

29. Portanto, concluiu a Acusação que, por terem aprovado a proposta de incorporação de ações apresentada pela Ultrapar na reunião do Conselho de Administração, de 12.11.07, sem apresentar qualquer ponderação ou negociação sobre os valores sugeridos para as ações ordinárias da CBPI detidas pela RPI, em evidente



prejuízo da companhia e seus acionistas, imputa-se aos membros do Conselho de Administração da RPI **João Adolfo Oderich, Eduardo de Toledo, Carlos José Fadigas de Souza Filho, Roberto Lopes Pontes Simões, Flávio do Couto Bezerra Cavalcanti, Francisco Pais e José Afonso Alves Castanheira** a violação ao dever de lealdade que lhes impõe o art. 155, *caput*, da Lei 6.404/76, considerada como infração grave para os fins do §3º do art. 11 da Lei nº 6.385/76, na forma da Instrução CVM nº 131/90, vigente à época dos fatos (parágrafo 327 do Relatório da SPS/PFE).

## V) Das responsabilidades

30. Diante do exposto, a Acusação propôs a responsabilização, por violação ao dever de lealdade, previsto no art. 155, *caput*, da Lei nº 6.404/76, das seguintes pessoas:

a) **André Covre**, na qualidade de:

- (i) Conselheiro da DPPI e da CBPI, ao atestar a independência do Deutsche Bank na elaboração do laudo econômico de fluxo de caixa descontado apesar de ciente da inexistência desta independência; e
- (ii) Conselheiro da DPPI, ao aprovar a proposta de incorporação de ações submetida pela Ultrapar na reunião do Conselho de Administração de 12.11.07, sem manifestar, diante das circunstâncias específicas do caso, qualquer ponderação ou tentativa de negociação sobre os valores sugeridos para as ações ordinárias da CBPI detidas pela DPPI, em evidente prejuízo da Companhia e de seus acionistas.

b) **Roberto Kutschat Neto**, na qualidade de:

- (i) Conselheiro da DPPI, ao atestar a independência do Deutsche Bank na elaboração do laudo econômico de fluxo de caixa descontado apesar de ciente da inexistência desta independência; e
- (ii) Conselheiro da DPPI, ao aprovar a proposta de incorporação de ações submetida pela Ultrapar na reunião do Conselho de Administração de 12.11.07 sem manifestar, diante das circunstâncias específicas do caso, qualquer ponderação ou tentativa de negociação sobre os valores sugeridos para as ações ordinárias da CBPI detidas pela DPPI, em evidente prejuízo da Companhia e de seus acionistas.

c) **Carlos José Fadigas de Souza Filho, Flávio do Couto Bezerra Cavalcanti, Francisco Pais, João Adolfo Oderich e Roberto Lopes Pontes Simões**: na qualidade de conselheiros da RPI, por aprovarem a proposta de incorporação de ações submetida pela Ultrapar na reunião do Conselho de Administração de 12.11.07, sem manifestar, diante das circunstâncias específicas do caso, qualquer ponderação ou tentativa de negociação sobre os valores sugeridos para as ações ordinárias da CBPI detidas pela RPI, em evidente prejuízo da Companhia e de seus acionistas;

d) **Eduardo de Toledo e José Afonso Alves Castanheira**, na qualidade de conselheiros da DPPI e da RPI, por aprovarem a proposta de incorporação de ações submetida pela Ultrapar nas respectivas reuniões do Conselho de Administração de 12.11.07, tanto da DPPI quanto da RPI, sem manifestar, diante

das circunstâncias específicas do caso, qualquer ponderação ou tentativa de negociação sobre os valores sugeridos para as ações ordinárias da CBPI detidas pela DPPI e pela RPI, em evidente prejuízo das Companhias e de seus acionistas; e

- e) **José Roberto de Camargo Opice e Pedro Wongtschowski**, na qualidade de conselheiros da DPPI, por aprovarem a proposta de incorporação de ações submetida pela Ultrapar na reunião do Conselho de Administração de 12.11.07 sem manifestar, diante das circunstâncias específicas do caso, qualquer ponderação ou tentativa de negociação sobre os valores sugeridos para as ações ordinárias da CBPI detidas pela DPPI, em evidente prejuízo da Companhia e de seus acionistas;

## **VI) Das defesas**

31. Defesa apresentada conjuntamente por André Covre, Carlos José Fadigas de Souza Filho, Eduardo de Toledo, Flávio do Couto Bezerra Cavalcanti, Francisco Pais, João Adolfo Oderich, José Afonso Alves Castanheira, Pedro Wongtschowski, Roberto Kutschat Neto e Roberto Lopes Pontes Simões (fls. 5.629/6.143).

31.1. Preliminarmente, os defendentes sustentam que o processo é nulo de pleno direito, considerando que: (i) os documentos colhidos na fase investigativa foram omitidos dos autos; (ii) a SPS/PFE se omitiu em sua obrigação legal de investigar; (iii) não há justa causa em se formular acusações que não podem ser consideradas infrações ao dever de lealdade, inexistindo qualquer proporcionalidade em se instaurar o presente PAS para questionar operação realizada no interesse das companhias envolvidas e inegavelmente benéfica.

31.2. Os defendentes arguem que, após minuciosa análise dos autos, teriam verificado a juntada de documentos de forma incompleta, bem como a ausência de documentos apresentados à CVM pelos próprios defendentes e pelas companhias envolvidas na operação questionada. Expressam assim o temor de que existam *"outros documentos relacionados aos fatos deste processo cujo conhecimento e acesso pelos defendentes tenham sido cerceados"* pela SPS/PFE. Portanto, concluem que *"diante da flagrante ausência nos autos de documentos de interesse dos Defendentes, não foram observados os princípios da ampla defesa e do contraditório, sendo causa de nulidade deste processo sancionador."*

31.3. No entender dos defendentes, a SPS/PFE se omitiu em sua obrigação legal de investigar, em violação ao disposto no art. 11 da Deliberação CVM nº 538/08<sup>7</sup>, o que igualmente daria causa à nulidade do processo, na medida em que as acusações formuladas não teriam sido objeto de diligência específica pela SPS/PFE. Alegam que, em nenhum dos depoimentos tomados, ou mesmo nos ofícios enviados, foi realizado qualquer questionamento acerca dos motivos que levaram a supostamente não se tentar negociar a relação proposta nas bases sugeridas pela Acusação. A seu ver, caso tivessem sido questionados à época, *"muito provavelmente sequer seria instaurado o presente processo sancionador"*. Do mesmo modo, arguem que nada a respeito da falta de independência do Deutsche Bank foi indagado aos acusados André Covre e Roberto Kutschat, como também ao Sr. J.S., este último corresponsável no Deutsche Bank pela elaboração do laudo. Defendem que era dever da SPS/PFE questioná-los especificamente sobre os pontos que pretendia responsabilizá-los *"antes de açodada e superficialmente decidir adiante com a acusação"*.

31.4. Ainda de acordo com os defendentes, restaria ausente a tipicidade e o interesse de agir da CVM. Observam que as condutas passíveis de punição pela Administração Pública são aquelas que, além de infringirem dispositivo legal, causam dano à companhia, a seus acionistas, ou ao mercado, sendo que ambos os requisitos encontraram-se ausentes neste processo. Em suma, alegam que não basta a "opinião pessoal", no sentido de que alguém poderia ter agido de forma diferente, sendo imperiosa a descrição em lei de uma conduta em um tipo para que esta seja considerada ilícita, o que, a seu ver, não teria acontecido no presente processo. Arguem que a própria CVM, em inúmeros julgamentos<sup>8</sup>, reconhece a impossibilidade de sanção quando ausente a tipicidade da conduta dos acusados. Quanto à falta de justa causa/interesse de agir da CVM, destacam que a melhor doutrina penal — plenamente aplicável em sede de processo administrativo sancionador — entende que falta legítimo interesse em acusar se os fatos apurados não demonstrarem a existência de lesão ao bem jurídico tutelado. Concluem que não apenas as condutas questionadas não podem ser consideradas, sob qualquer hipótese, falta de lealdade dos administradores às Companhias Ipiranga, como a reorganização societária teria sido extremamente benéfica para essas companhias<sup>9</sup>, restando claro "*a ausência de proporcionalidade de se mover a máquina estatal para formular as incabíveis acusações contra os Defendentes.*".

### **Mérito**

31.5. No mérito, os defendentes inicialmente arguem a ausência de fundamento para a acusação que pretende exigir-lhes "*negociar a relação de troca por negociar, impondo a realização de contraproposta que a própria Acusação admite que não necessariamente seria melhor ou até mesmo aceita.*". Sustentam que o critério sugerido pela Acusação é absolutamente desprovido de argumentos ou respaldo técnico e que, portanto, levaria os defendentes a uma negociação sem qualquer futuro, considerando os seguintes fatores:

- a) Implicaria em estender, nas incorporações de ações, o preço de controle ou de *tag along* em situação em que não é exigível nem correto, como já reconhecido pelo Colegiado, bem como implicaria em esperar que a Ultrapar tivesse disposta a pagar duas vezes pelo mesmo controle;
- b) O preço de *tag along* não decorre de qualquer negociação, mas da aplicação de um critério objetivo previsto no art. 254-A da Lei nº 6.404/76, tendo sido cumprida a OPA da CBPI, pelo que é defeso exigir o pagamento desse preço em situação não legalmente imposta. Ademais, a OPA de *tag along* tinha destinatários específicos e dentre eles não constavam nem a RPI nem a DPPI, por serem entidades vinculadas ao bloco de controle;
- c) A oferta de *tag along* não se confunde nem com a avaliação nem com preços de mercado. Tanto é assim que a ação, não raro, após a oferta de *tag along*, passa a negociar por valor abaixo do da oferta, o que inclusive teria ocorrido nesta operação (vide Doc. 20, às fls. 6.112);
- d) Aceitar a linha de argumentação da Acusação e considerar o preço relacionado ao controle, ou ao *tag along*, levaria às seguintes inconsistências: (i) seria retirado o elemento essencial de a relação de troca ser justa, pois, por definição, o preço de controle não corresponde a preço justo; e (ii) seria desrespeitada a necessidade de serem considerados os mesmos critérios para avaliar os patrimônios das sociedades incorporada e incorporadora, pressuposto básico da definição de qualquer relação de troca;

- e) O Colegiado da CVM já se manifestou contrariamente à tese da Acusação, reconhecendo que as avaliações não deveriam considerar preço de controle e que essa questão não tem nada de evidente, ao contrário, não constitui irregularidade que possa ser considerada de plano (MEMO/CVM/SEP/GEA-4/Nº 155/07, acompanhado pelo Colegiado em reunião realizada em 14 e 17.12.07, fls. 1.336-1.421);
- f) Ainda que os defendentes "*se aventurassem no caminho proposto pela Acusação, o resultado seria obviamente desastroso, eis que a Ultrapar, além de sabedora da arbitrariedade e incorreção do critério, certamente contraporá o argumento irresponsável de que então seus negócios e participações deveriam ser avaliados nas mesmas bases o que, comprovadamente, prejudicaria as Companhias Ipiranga*" (vide Docs. 21 e 22 às fls. 6.113-6.114).

31.6. Os defendentes destacam ainda que a relação de troca somente foi aprovada após sua análise crítica e consciente, que contrataram o Credit Suisse para fazer a avaliação econômica das companhias envolvidas e que somente aprovaram a relação de troca depois de analisar detalhadamente o laudo e descartar outros critérios, como o de cotações de bolsa e avaliação do patrimônio a mercado, comprovadamente menos vantajosos para as Companhias Ipiranga.

31.7. Os defendentes afirmam que constataram que o critério que mais beneficiaria as Companhias Ipiranga era realmente o valor econômico das ações e que se propusessem (i) as cotações de bolsa, (ii) o valor do patrimônio líquido a preços de mercado ou (iii) os preços de controle pagos aos antigos controladores ou nas OPAs de *tag along*, a relação de troca seria pior para as Companhias Ipiranga: os dois primeiros porque o valor de mercado das ações e de patrimônio líquido a preços de mercado da Ultrapar era proporcionalmente superior do que se considerasse o valor econômico e o terceiro porque incluir na relação de troca o valor de controle (além de jurídica e economicamente equivocado) igualmente traria uma relação de troca mais vantajosa para a Ultrapar.

31.8. Defendem que foram extremamente diligentes e leais na tomada de decisão, que analisaram criticamente a relação de troca proposta e os vários critérios e formas de avaliação<sup>10</sup>, incluindo o proposto pela SPS/PFE, e que se consultaram com diversos juristas e economistas e analisaram os benefícios esperados da reorganização societária, tudo para se certificar da equitatividade da relação de troca proposta.

31.9. Citam como exemplo da profundidade e extensão das análises efetuadas a quantidade de pareceres obtidos à época e anexados aos autos: pareceres jurídicos dos professores Nelson Eizirik, Modesto Carvalhosa e Luiz Gastão Paes de Barros Leães (vide Docs. 12 a 15 e Doc. 18, às fls. 5.864-6.015/6.089-6.111) e análises fornecidas pelo professor Eliseu Martins (fls. 1.277-1.288) e pela Fundação Getúlio Vargas (vide Doc. 18, às fls. 6.062-6.088). Observam que todo esse material já se encontrava disponível para os conselheiros de administração das três companhias a serem incorporadas e que poderia há muito estar nos autos do presente processo caso a SPS/PFE não tivesse se omitido em questionar os defendentes de forma clara, objetiva e direta acerca da matéria que versa a acusação.

31.10. Alegam que a decisão tomada foi inegavelmente informada, refletida e desinteressada<sup>11</sup>, inexistindo qualquer argumento plausível a justificar seguir o caminho proposto pela Acusação, pois, em qualquer caso, as Companhias Ipiranga poderiam ser

prejudicadas, eis que a contraproposta poderia ou inviabilizar a reorganização societária ou, se aceita, gerar relação de troca mais benéfica para a Ultrapar.

31.11. Arguem os defendentes que é inteiramente equivocado o raciocínio de que, por definição, o preço de uma negociação privada deveria obrigatoriamente informar a relação de troca de uma operação de incorporação, já que a lei garante liberdade na definição da relação de troca. Nesse tocante, arguem que são inteiramente inaplicáveis ao caso concreto as considerações do Diretor Marcos Pinto por ocasião da decisão do caso Trafo, citado pela Acusação. Ademais, observam que a experiência demonstraria que mesmo após essa decisão e a edição do Parecer de Orientação CVM nº 35/08<sup>12</sup>, "não faltaram operações onde os preços negociados pelo controle e decorrentes do tag along foram diferentes daqueles utilizados para estabelecimento de relação de substituição, conforme se verifica da tabela abaixo:

<b>Incorporadora – Incorporada</b>	<b>Critério para definição da relação de troca</b>	<b>Relação de troca conforme critério selecionado</b>	<b>Relação de troca efetiva</b>	<b>Relação de troca com preço da aquisição de controle</b>
Telefônica – Vivo	Valor econômico	1,55	1,55	3,11
Amil – Medial	Valor econômico	2,68	2,68	3,54
BR. Telecom – BR. Telecom Part.	Valor de mercado entre 24/01/08 e 23/04/08 ajustadas por juros sobre o capital próprio declarados desde 01/01/08	1,22	1,22	1,94
VCP – Aracruz (ON)	Valor de mercado entre 02/12/08 e 16/01/09	0,24	0,13	1,25
VCP – Aracruz (PN)		0,13	0,12	1,25

31.12. Os defendentes observam ainda que a SPS/PFE, diferentemente do que fez com o dever de lealdade, fez indagação específica a respeito da conduta dos defendentes no tocante ao cumprimento do dever de diligência (ofícios às fls. 3.917 e seguintes), que foi também objeto de resposta específica e que sepultou qualquer pretensão acusatória a este respeito.

31.13. Reiteram que a decisão foi informada, refletida e desinteressada, não havendo dúvidas de que cumpriram integralmente seus deveres fiduciários. Nesse sentido, citam a reunião extraordinária conjunta dos Conselhos de Administração das Companhias Ipiranga, realizada em 06.11.07, para discutir os aspectos das operações e questionar os avaliadores sobre os resultados de seus trabalhos, bem como a reunião realizada em 12.11.07 para examinar e debater os resultados finais das avaliações da Apsis, KPMG e Credit Suisse e discutir as condições das incorporações. Acrescem que cada conselheiro também se consultou com especialistas e assessores para se certificar e se preparar para analisar os documentos relacionados às operações.

31.14. Entendem que não se pode interpretar uma aprovação unânime da relação de troca, proposta pela Diretoria, por todos os conselheiros de administração das Companhias Ipiranga, inclusive os independentes e eleitos por acionistas minoritários<sup>13</sup>, como sendo uma aprovação tomada para atingir interesse da Ultrapar, ao contrário, a unanimidade comprovaria o quanto a reorganização societária era benéfica para as Companhias Ipiranga. Destacam, adicionalmente, que também os Conselhos Fiscais das Companhias Ipiranga aprovaram, sem questionarem os fundamentos trazidos pela Acusação, as incorporações de ações. Nesse tocante, ressaltam que o próprio conselheiro fiscal da RPI, Ricardo Magalhães, eleito pelos acionistas reclamantes, ao manifestar-se contrariamente à relação de troca, não o fez com base nos argumentos apresentados pela Acusação.

31.15. Os defendentes arguem ainda que a Acusação ignorou o fato de que a relação de troca por eles aprovada foi proposta pela Diretoria, a qual possui função executiva e tem os poderes privativos de representação da sociedade, como prescrevem o art. 138, §1º, e o art. 139 da Lei das S.A. Vale dizer, a Acusação teria partido do pressuposto de que o responsável pela negociação da relação de substituição é o Conselho de Administração, o que *"é rigorosamente equivocado à luz do direito brasileiro e da realidade das operações das companhias brasileiras."* (fl. 5.689). Alegam que a "prova maior" disso é que o Protocolo de Incorporação, documento no qual é ajustada a relação de substituição, é assinado apenas pela Diretoria e datado de 09.11.07 e só foi submetido ao Conselho de Administração em 12.11.07, quando já estava assinado. Assim, defendem que a acusação *"é tecnicamente incorreta, ao pretender transferir aos conselheiros de administração competência originária e indelegável da Diretoria e ao sugerir que a aprovação das incorporações teria se dado em benefício do acionista que elegeu os Defendentes, mesmo diante de aprovação unânime a impossibilita tal inferência."* (fl. 5.688).

31.16. Especificamente quanto à responsabilidade imputada aos defendentes André Covre e Roberto Kutschat, referente ao atesto da independência do Deutsche Bank na elaboração do laudo econômico de fluxo de caixa descontado, entendem que a Acusação, em verdade, distorce a declaração apresentada, a qual é usual e admitida pela própria CVM<sup>14</sup>, que inúmeras vezes teria reconhecido que o avaliador **"deve e pode confiar nas informações recebidas de administradores e de outras fontes, desde que realizados testes de consistência."** (grifos do original) (fl. 5.720).

31.17. Defendem que a própria CVM *"já debateu exaustivamente a obrigação dos avaliadores e outros intermediários de procederem à verificação independente e individual de todas as informações colhidas e sempre reconheceu, sem qualquer dúvida, (i) o contato entre a administração e o intermediário como absolutamente natural e (ii) o fato de não ser papel dessas instituições fazer due diligence de tais informações."* (fl. 5.691). Citam especificamente a Instrução CVM nº 487/10, que introduziu alterações na Instrução CVM nº 361/02, no capítulo sobre a avaliação, observando que a CVM considerou os comentários recebidos durante a audiência pública e voltou atrás em sua proposta de obrigar o avaliador a declarar que realizou testes de consistência, passando a exigir apenas que ele não usasse informações quando não fossem consistentes (fl. 5.702).

31.18. Destacam que o Deutsche Bank não se limitou a ter contatos com a administração, tendo recorrido a diferentes fontes, inteiramente desvinculadas das administrações das companhias<sup>15</sup>, para realizar sua análise independente.

31.19. Arguem que a declaração do Deutsche Bank a que se refere a Acusação, assim como outras que davam conta das diferentes fontes de informação e da convicção do avaliador quanto à consistência de sua avaliação são prova de sua independência, não o contrário.

31.20. Alegam também que "os sete dos mais de dez mil e-mails selecionados pela Acusação como suposta prova de intervenção nos trabalhos do Deutsche Bank foram interpretados de forma parcial e fora de seu contexto, e provam justamente a independência da avaliação: **tanto o Deutsche Bank fez sua própria avaliação, que não considerou a avaliação interna da Ultrapar quanto ao beta da companhia, adotando valor não só diferente como prejudicial à Ultrapar;**" (grifos do original) (fls. 5.720 e 5.704-5.705).

31.21. Observam que o fato de os modelos estarem "em linha" com os da Estáter não guarda qualquer relação com a suposta intervenção na independência do Deutsche Bank. Defendem que, ao se comparar a apresentação da Estáter a fl. 2.371 com o laudo do Deutsche Bank, é possível verificar as diferenças entre os valores atribuídos por cada um às empresas avaliadas (fl. 5.707).

31.22. Defendem que a mera referência, em e-mails que em sua maioria sequer incluíam o Deutsche Bank, à coordenação de laudos e reuniões não denota qualquer intervenção, mas tão somente que a Estáter exerceu o seu papel de coordenadora e auxiliou no contato usual entre companhia e avaliador para colher informações essenciais à avaliação (fls. 5.707-5.711).

31.23. Segundo eles, a declaração dos defendentes André Covre e Roberto Kutschat de que o Deutsche Bank e o Credit Suisse utilizaram premissas estabelecidas "*livremente e de forma independente no exercício de sua tarefa*" tanto é verdadeira que foi confirmada pelo Deutsche Bank em carta aos referidos defendentes, onde o avaliador reiterou o seu posicionamento às fls. 1.272, declarando que "*o Laudo de Avaliação e a análise nele contida foram preparados com base em critérios e premissas definidas de maneira independente pelo Deutsche Bank*"<sup>16</sup>.

31.24. Os defendentes sustentam que nenhuma das acusações prova o pressuposto da quebra do dever de lealdade, que "*é a ocorrência de situação onde a companhia deixa de auferir benefício ou é prejudicada por ato do administrador, que transfere para si o benefício*". Isso porque (i) nenhuma das acusações parte do pressuposto de que teria havido prejuízo efetivo para as Companhias Ipiranga; (ii) se os defendentes tivessem barganhado na linha proposta pela Acusação, teriam posto em risco transação extremamente benéfica para as Companhias Ipiranga; e (iii) mesmo que o Deutsche Bank não tivesse sido independente, não teria havido qualquer prejuízo para as Companhias Ipiranga, na medida em que o laudo utilizado para avaliar e decidir as relações de troca foi o do Credit Suisse, que não teve sua independência questionada pela Acusação.

31.25. Nesse último ponto, os defendentes afirmam que das atas das reuniões dos Conselhos de Administração das Companhias Ipiranga consta expressamente que os conselheiros de tais companhias votaram a proposta das incorporações, tendo como referência as análises e o laudo produzidos pelo Credit Suisse e que apenas profissionais deste banco participaram das referidas reuniões. Tal fato, contudo, teria sido ignorado pela Acusação.

31.26. Os defendentes alegam também que as acusações formuladas sequer partem do entendimento de que as Companhias Ipiranga teriam sido prejudicadas, limitando-se a afirmar que a atuação dos defendentes seria prejudicial aos minoritários dessas companhias. A seu ver, contudo, inexistente no texto legal qualquer comando expresso que crie dever fiduciário para com o acionista, individualmente considerado, conforme doutrina sobre a matéria<sup>17</sup>. Defendem ainda que não há que se falar em qualquer parte prejudicada, tanto que a Acusação sequer quantificou prejuízos no processo (fls. 5.713-5.714 e 5.717-5.718).

31.27. Segundo os defendentes, o raciocínio de suposta falta de negociação da relação de troca "*parece querer aplicar retroativamente entendimento enunciado pela CVM com a edição do Parecer de Orientação n.º 35/08.*". No entanto, arguem que as condutas a eles atribuídas não configuram qualquer infração ao dever de lealdade — já que, no caso concreto, é inquestionável a equitatividade da relação de troca —, bem como que não seria possível aplicar, muito menos em sede sancionadora, a interpretação da CVM expressa no citado Parecer em relação a atos praticados antes mesmo de sua edição (fls. 5.716-5.717).

31.28. Finalmente, os defendentes alegam que sua conduta não se revestiu de qualquer culpa ou dolo, bem como que inexistente um prejuízo individual a quem quer que seja, tendo a própria SPS/PFE reconhecido que a negociação por ela sugerida não necessariamente seria melhor e o laudo cuja independência foi questionada sequer era obrigatório nem o mais relevante para a análise das relações de troca por parte das Companhias Ipiranga.

## **32. Defesa apresentada por José Roberto de Camargo Opice (fls. 6.144/6.185):**

### **Preliminarmente**

32.1. Preliminarmente, o defendente alega a ausência da "*necessária tipicidade e individuação da suposta ilicitude*" de sua conduta, em violação ao princípio da ampla defesa, conforme preceitua o art. 5º, LV, da Constituição Federal. Defende que a SPS/PFE não logrou êxito em indicar de forma precisa a conduta a ele punível, pelo que a Acusação estaria revestida de subjetividade, acarretando a nulidade do processo.

32.2. Argui que a Acusação deve, obrigatoriamente, para cumprir o requisito da individuação da conduta, bem definir em que medida consistiria a suposta ilicitude do ato praticado, ou seja, em que medida o defendente quebrou o seu dever de lealdade. Observa que não se está a discutir que a SPS/PFE chega a apontar o ato que constituiria a suposta violação ao dever de lealdade (aprovação da incorporação pelos conselheiros na reunião de 12.11.07), mas, sim, que não restaria demonstrado em que medida a referida aprovação, baseada em diversos laudos produzidos por instituições idôneas, consistiria em quebra do dever de lealdade, o que, a seu ver, é evidentemente essencial para que possa se defender.

32.3. Argumenta que não há como se defender do que denominou "ausência de negociação", na medida em que não sabe o que a CVM esperava dele. Vale dizer, entende que "*não é possível saber em que medida ele violou o standard de lealdade por não ter negociado mais, por não ter questionado o suficiente, ainda que tenha negociado e questionado*" (grifos do original). Deste modo, indaga se haveria alguma razão plausível para que ele questionasse o valor atribuído às ações da CBPI pelo laudo do Credit Suisse, se este teria sido "*preparado com conhecimento de todos os*



*questionamentos protocolados na CVM e foi objeto de ampla discussão e análise dos conselheiros” (fl. 6.156).*

32.4. O defendente sustenta ainda que não há como se cogitar de ilicitude sem a presença do elemento subjetivo representado pela culpa, isto é, pela reprobabilidade de determinada conduta. Argumenta que agiu dentro de um padrão de conduta razoável e do que lhe era exigível, tendo, juntamente com os demais conselheiros da DPPI, se reunido com representantes do Credit Suisse e discutido amplamente as relações de troca propostas, confrontando tais valores com o laudo do Credit Suisse, com as cotações de mercado, com o laudo do patrimônio líquido a preços de mercado e até mesmo considerado o critério sugerido pela Acusação. Defende que chegaram a um consenso com base nessas análises e discussões, que a relação de troca era adequada e equitativa e que uma negociação adicional não tinha chances de prosperar.

### **Mérito**

32.5. No mérito, o defendente aduz que: i) ainda que o laudo do Deutsche Bank não tenha sido usado pelos membros do Conselho de Administração como base para a análise e deliberação sobre a incorporação, o referido laudo é absolutamente imparcial e compatível com os valores apurados nos demais laudos preparados para fins da incorporação; (ii) não existe correlação entre preço livremente negociado pelo controle da DPPI e da CBPI com a avaliação de tais ações para fins da incorporação; (iii) não existe direito de se exigir a inclusão do valor do controle da CBPI na relação de troca para fins da incorporação; (iv) a metodologia utilizada para cálculo do valor das ações na incorporação é indispensável para manutenção da comparabilidade na relação de troca; (v) os valores e laudos utilizados na incorporação foram previamente analisados pela CVM; (vi) a relação de troca foi proposta pela Diretoria e teve aprovação unânime; e (vii) a decisão do defendente e demais conselheiros da DPPI foi fundamentada, consciente, diligente e leal.

32.6. O defendente sustenta a ausência de correlação entre o preço por ação na aquisição e o preço por ação na incorporação, à medida que este último teria sido avaliado tecnicamente por empresas especializadas “sem obviamente considerar qualquer sobrevalor pactuado entre entes privados no âmbito da aquisição” (grifos do original). Destaca que não haveria razão para que o administrador “questionasse ou procurasse negociar preço apurado por especialistas independentes com base no preço de aquisição pago pela Ultrapar em circunstâncias que ele desconhece” e que, no âmbito de uma incorporação de ações, como é o caso, “deve prevalecer o valor técnico, apurado por estudos de entidades idôneas, a partir de conhecimentos consagrados de administração de empresas, contabilidade e finanças, ao invés de se utilizar preço observado em operação de aquisição de negócio, o qual tipicamente compreende expectativas de ganho para o adquirente que extrapolam o valor efetivo das empresas adquiridas” (grifos do original) (fls. 6.164-6.165).

32.7. O defendente argui a ausência do direito ao preço de controle, considerando que, se o controle da CBPI já havia sido alienado concomitantemente à alienação do controle da DPPI e RPI, o valor a ele “umbilicalmente ligado” já havia sido realizado. Desta forma, as ações ordinárias da CBPI detidas pela DPPI e RPI não conferiam ao seu proprietário o efetivo poder de controle da CBPI e não poderiam fazer jus a um valor compatível com um poder de controle que não possuíam. Observa que a própria peça acusatória concorda que “não haveria como se exigir o cômputo, no valor da participação de CBPI detida pela DPPI, de eventual poder de controle por esta exercido” e que os esclarecimentos prestados pelo Deutsche Bank e pelo Credit Suisse — às fls. 1.271/1.272

— ratificariam o entendimento de que é absurdo esperar que o defendente e os demais conselheiros negociassem o valor das ações no âmbito da incorporação (fls.6.165-6.168).

32.8. Ressalta ainda o defendente que o art. 264 da Lei nº 6.404/76 estabelece “de forma cristalina” que, para fins de cálculo da relação de troca em uma incorporação envolvendo controlada e controladora, devem ser “*avaliados os dois patrimônios segundo os mesmos critérios e na mesma data*”. Nesse sentido, argumenta que a uniformidade de critério e a consistência são requisitos essenciais nas avaliações que informam tais operações, tendo em vista que é a forma de “*assegurar a comparabilidade e se aferir a equitatividade na relação de troca*”. Conclui, portanto, que não prospera o argumento de que o defendente e demais conselheiros deveriam esperar ter sucesso em negociar uma relação de troca que utilizasse dois pesos e duas medidas, isto é, trocar ações da Ultrapar a valor econômico em determinada data por ações da DPPI com um valor que inclui o preço de controle da CBPI (fls. 6.171-6.172).

32.9. De acordo com o defendente, a própria CVM, antes mesmo da aprovação da incorporação pelo Conselho de Administração da DPPI, teria concordado que o melhor critério para definir as relações de troca era o do valor econômico das ações, onde é absolutamente incabível considerar o valor de controle, negando o pedido de interrupção da assembleia efetuado por acionistas minoritários (MEMO/CVM/SEP/GEA-4/Nº 155/07, acompanhado pelo Colegiado em reunião realizada em 14 e 17.12.07).

32.10. O defendente aponta também que a Acusação comete um erro de fato na medida em que tenta fundamentar a suposta quebra do dever de lealdade, afirmando que a decisão do Conselho de Administração foi tomada para beneficiar o acionista Ultrapar. Entende que tal inferência não possui sentido lógico, visto que a deliberação sobre a incorporação foi unânime, com a aprovação de todos os conselheiros da DPPI, inclusive aquele eleito pelos acionistas preferencialistas. Acresce que os membros do Conselho Fiscal da DPPI igualmente aprovaram a incorporação e que tal conselho contava com membro eleito por acionistas preferencialistas.

32.11. A exemplo dos demais acusados, argumenta que a Acusação se equivocou ao exigir dos membros do Conselho de Administração da DPPI uma postura que, por lei, seria de competência da Diretoria, qual seja, a negociação do valor das ações e da relação de troca no âmbito da incorporação. Igualmente ressalta que no caso concreto foi a Diretoria “*quem negociou, elaborou com a Ultrapar (em 09.11.2007) e submeteu ao Conselho de Administração da DPPI o Protocolo de Justificação contendo o valor das ações e a relação de troca para fins da Incorporação*” (fls. 6.173-6.174).

32.12. O defendente alega que, em linha com a doutrina e entendimento da própria CVM<sup>18</sup>, a configuração de quebra do dever de lealdade “*exige prova do dolo do administrador em violar tal standard, ou seja, prova da intenção de prejudicar, da intenção de ser desleal, o que não é, nem de longe, a hipótese dos autos*” (fls. 6.175-6.176). Defende que, além de inexistir benefício indevido da Ultrapar, a conduta adotada e a decisão tomada pelos administradores da DPPI foram baseadas em documentos idôneos, não havendo como se presumir o dolo, nem mesmo a culpa.

32.13. O defendente sustenta que se aplica ao caso o comando do *business judgement rule*, que impõe uma verdadeira presunção de boa-fé nas decisões negociais tomadas pelos administradores das empresas. Observa que se utilizou da prerrogativa legítima conferida ao administrador de confiar nas informações prestadas pelos especialistas em avaliação de empresas, os quais teriam sido por ele questionados e pelos demais membros do Conselho de Administração. Nesse tocante, cita a decisão tomada pelo

Colegiado nos autos do PAS CVM nº 25/03<sup>19</sup>, que consagraria o entendimento de que *"as decisões tomadas de boa-fé e com 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"*.

32.14. O defendente argui que sua conduta foi exatamente aquela esperada de um administrador leal e diligente, já que ele e os demais conselheiros *"examinaram, indagaram e ponderaram à exaustão sobre os valores calculados pelos especialistas"*, conforme pode se aferir das atas das reuniões do Conselho de Administração da DPPI realizadas em 06 e 12.11.07. Conclui que fizeram o que caberia de fato aos conselheiros da DPPI fazer: *"questionar se na elaboração dos laudos foram observadas as normas aplicáveis, ponderar todas as informações e questionamentos disponíveis, debater tudo isso com o avaliador e verificar se os critérios eram os mais benéficos para a companhia"* (fl. 6.179).

32.15. Por fim, o defendente repete o argumento dos demais acusados acerca da inaplicabilidade do Parecer de Orientação CVM nº 35/08.

## **VII) Das propostas de Termo de Compromisso**

33. Consoante faculta a Deliberação CVM nº 390/01, os acusados André Covre, Carlos José Fadigas de Souza Filho, Eduardo de Toledo, Flávio do Couto Bezerra Cavalcanti, Francisco Pais, João Adolfo Oderich, José Afonso Alves Castanheira, Pedro Wongtschowski, Roberto Kutschat Neto, Roberto Lopes Pontes Simões e José Roberto de Camargo Opice apresentaram propostas de termo de compromisso, que consistiam no pagamento individual no valor de R\$100 mil em favor da CVM. Posteriormente, os proponentes informaram a desistência das propostas apresentadas, nos termos das correspondências de 14 e 24.08.12 (fl. 6.225).

34. Também o acusado S.R.W.F.C. apresentou proposta de termo de compromisso, a qual foi aceita pelo Colegiado em 17.12.13. Uma vez cumprida a obrigação assumida pelo proponente, o Colegiado, em 05.08.14, deliberou pelo arquivamento do processo em relação ao mesmo (ata às fls. 6.298), razão pela qual as imputações a ele atribuídas pela Acusação não foram abordadas no presente relatório.

## **VIII) Da diligência realizada pela SPS**

35. Considerando a preliminar de nulidade arguida por parte dos acusados, no sentido de que documentos colhidos na fase de inquérito não teriam sido acostados aos autos do presente PAS, em afronta aos princípios constitucionais da ampla defesa e contraditório, este Diretor-Relator, com fulcro nos artigos 19 e 20 da Deliberação CVM nº 538/08, determinou a baixa dos autos à SPS/PFE para verificação da procedência das citadas alegações e, se fosse o caso, juntada de documentos eventualmente faltantes (Despacho às fls. 6.251/6.252).

36. Após diligência, a SPS concluiu pela improcedência das alegações realizadas pelos acusados, agrupadas em quatro itens, nos termos do MEMO/SPS/Nº58/2014 (fls. 6.294 a 6.297), conforme abaixo sintetizado:

- a) Documentos "respondidos", mas que não constam dos autos: a SPS esclareceu que se cuida de ofícios enviados às companhias pela CVM, mas que não foram

- fruto de qualquer diligência ocorrida durante a instrução do IA CVM nº 01/09, e sim relativos a outros procedimentos em curso na Autarquia;
- b) Apresentações enviadas à CVM e não incluídas nos autos: a SPS esclareceu que somente foi incluído nos autos deste PAS o que era pertinente a este inquérito, não sendo cabível a juntada de documentos que não fazem parte do âmbito investigativo deste IA;
  - c) Ofício, às fls. 1.037, cuja resposta não consta dos autos: a SPS esclareceu que, diferente do alegado, a resposta ao referido ofício já consta dos autos, às fls. 1.047;
  - d) Ausência de ofícios cujas respostas constam nos autos: a SPS esclareceu que algumas respostas foram enviadas dentro das investigações do IA CVM nº 10/08, de sorte que foram juntados aos autos deste IA CVM nº 01/09 tão somente aqueles documentos pertinentes ao processo de investigação; e que alguns ofícios fazem parte de outros processos, de sorte que não havia sentido se buscar nesses processos os ofícios referenciados na resposta para incluí-los no IA CVM nº 01/09 ou anexar documentos que não fossem pertinentes à investigação<sup>20</sup>.

## IX) Da manifestação dos acusados

37. Instados a se manifestar sobre a diligência realizada pela SPS, nos termos do art. 24 da Deliberação CVM nº 538/08 (fls. 6.301/6.303), os acusados André Covre, Carlos José Fadigas de Souza Filho, Eduardo de Toledo, Flávio do Couto Bezerra Cavalcanti, Francisco Pais, João Adolfo Oderich, José Afonso Alves Castanheira, Pedro Wongtschowski, Roberto Kutschat Neto e Roberto Lopes Pontes Simões apresentaram a petição de fls. 6.314/6.322, na qual expressam o entendimento de que, em prol do prosseguimento do processo, restaria superada a questão, por acreditarem no firmado pela SPS de que tais documentos não dizem respeito ao objeto deste PAS e que em nada aproveitariam em sua defesa.

38. Não obstante, os acusados consignam que o método de investigação aplicado pela SPS levaria à desconsideração e a não juntada de documentos que comprovariam a tese da defesa, citando, a título de exemplo, "**diversos e-mails que, se bem examinados, certamente comprovam a total ausência de interferência ou indução por parte da Ultrapar no laudo do Deutsche Bank como, ainda, demonstram a rigorosa independência por parte deste avaliador**" (grifos do original). Nesse sentido, anexam cópia dos seguintes e-mails:

- a) E-mail de 15.03.07, em que o Sr. J.S. (do Deutsche Bank) afirmou ao Sr. J.N. (da Ultrapar) que não iria encaminhar o modelo naquele momento para "*não influenciar a discussão e mantermos a independência do exercício*" (Doc. 01);
- b) Troca de e-mails em 20.03.07 (um dia após o Fato Relevante que divulgou a operação) entre os Senhores J.S. e André Covre, em que o primeiro continua afirmando que ainda não iria enviar os modelos (Doc. 2);
- c) E-mails de 30.03.07 (portanto, após a operação e relações de troca terem sido anunciadas), em que o Sr. J.N.: questiona o Sr. J.S. como ele pretendia demonstrar no laudo do Deutsche Bank o *value destruction issue* da Ultrapar (Doc. 3); solicita ao Sr. J.S. uma versão atualizada do material utilizado no *conference call* ocorrido no mesmo dia com os gráficos da composição do *equity value* de cada empresa (Doc. 04); e

- d) E-mail de 23.03.07, em que o Sr. J.N. questiona o Sr. J.S. acerca do *equity value* que se chegou na Ultracargo (Doc. 05).

39. Adicionalmente, os acusados juntam "relatório de perícia investigativa" elaborado pela *KPMG Transaction and Forensic Services* Ltda. (fls. 6.330/6.371), que, diferentemente da Acusação, concluiu pela ausência de influência na elaboração do laudo do Deutsche Bank, diante dos seguintes fatos:

- a) Declaração do Deutsche Bank acerca do uso de fontes de informações independentes;
- b) Depoimentos dos acusados, Estáter e do Deutsche Bank à CVM, esclarecendo a inexistência de direcionamento dos trabalhos;
- c) Cartas declaratórias emitidas pela Estáter e pelo Deutsche Bank, anexadas pela Ultrapar em sua defesa, suportando a inexistência de direcionamento dos trabalhos;
- d) Não inclusão do valor de ágio discutido com a Ultrapar no laudo do Deutsche Bank, o que seria benéfico para a Ultrapar;
- e) WACC aplicado pelo Deutsche Bank difere do praticado e informado pela Ultrapar;
- f) Valores do laudo do Deutsche Bank são convergentes aos constantes no laudo do Credit Suisse, que não sofreu qualquer questionamento sobre a metodologia utilizada;
- g) *Disclaimers* utilizados e informados no laudo do Deutsche Bank são semelhantes aos *disclaimers* utilizados por outros bancos de investimentos, considerados padrão no setor financeiro.

40. No mais, os acusados reiteram os termos de sua defesa e requerem sua absolvição das imputações formuladas.

#### X) **Das considerações adicionais**

41. Em razão da inclusão do presente processo para julgamento, os acusados André Covre, Carlos José Fadigas de Souza Filho, Eduardo de Toledo, Flávio do Couto Bezerra Cavalcanti, Francisco Pais, João Adolfo Oderich, José Afonso Alves Castanheira, Pedro Wongtschowski, Roberto Kutschat Neto e Roberto Lopes Pontes Simões protocolaram, em 19.05.15, considerações adicionais, no intuito de "*esclarecer questões que entendem essenciais para a desqualificação da acusação de falta de dever de lealdade a eles imputada*".

42. Nesse sentido, os acusados apresentaram parecer da lavra dos professores Alexandre Di Miceli da Silveira e Sandra Guerra, que analisaram de forma independente o cumprimento dos deveres fiduciários pelos acusados (fls.6.375/6.408), bem como apresentaram simulações para a negociação preconizada pela Acusação e também para os diferentes critérios de avaliação, para fins de demonstrar que os resultados seriam desfavoráveis às companhias do Grupo Ipiranga (fls. 6.409/6.427).

É o Relatório.

Rio de Janeiro, 02 de junho de 2015.

ROBERTO TADEU ANTUNES FERNANDES  
DIRETOR-RELATOR

-----

<sup>1</sup> As ações do bloco de controle da RPI e da DPPI representavam, respectivamente, 61,6% e 65,5% do capital votante dessas sociedades. A DPPI detinha 62,88% das ações ON da CBPI. Além das ações representativas do controle dessas sociedades, a Ultrapar adquiriu 13,8% e 12,6% das ações preferenciais da RPI e da DPPI, respectivamente, além de 3,6% das ações ordinárias e 0,4% das ações preferenciais de emissão da CBPI detidas pelos antigos controladores.

<sup>2</sup> O Laudo do Credit Suisse foi contratado pelo Grupo Ipiranga com o objetivo de obter nova avaliação independente, adotando as mesmas metodologias de análise utilizadas pelo DB.

<sup>3</sup> A Acusação destacou que o DB registrou como medida de *disclosure* em seu laudo que: "*Todas avaliações, projeções, estimativas e outras premissas contidas neste laudo de avaliação (incluindo aquelas relacionadas à performance financeira e operacional) foram preparadas a partir de informações fornecidas (oralmente ou por escrito) pela Ultrapar, grupo Ipiranga e Braskem ou originadas de outras fontes públicas de informação, sem qualquer verificação independente ter sido conduzida pelo Deutsche Bank.*" (fl. 173).

<sup>4</sup> André Covre era Diretor-Financeiro e de Relações com Investidores da Ultrapar e membro do Conselho de Administração da DPPI e da CBPI. Roberto Kutschat Neto também era funcionário da Ultrapar e membro do Conselho de Administração da DPPI e Conselheiro Fiscal da RPI.

<sup>5</sup> "Art. 155. O administrador deve servir com lealdade à companhia e manter reserva sobre os seus negócios, sendo-lhe vedado: (...)"

<sup>6</sup> Processo Administrativo CVM nº RJ2007/3296 (pedido de reconsideração de decisão do Colegiado no âmbito de OPA unificada – Trafo Equipamentos Elétricos S.A.).

<sup>7</sup> "Art. 11. Para formular a acusação, as Superintendências e a PFE deverão ter diligenciado no sentido de obter do investigado esclarecimentos sobre os fatos descritos no relatório ou no termo de acusação, conforme o caso.

*Parágrafo único. Considerar-se-á atendido o disposto no caput sempre que o acusado:*

*I – tenha prestado depoimento pessoal ou se manifestado voluntariamente acerca dos atos a ele imputados; ou*

*II – tenha sido intimado para prestar esclarecimentos sobre os atos a ele imputados, ainda que não o faça."*

<sup>8</sup> Processos Administrativos Sancionadores: 10/03, 01/02, RJ2001/8363, SP2003/0445 e SP2003/0446.

<sup>9</sup> Os defendentes destacam que a valorização das ações de emissão da Ultrapar — de 139% desde o anúncio da operação, frente a uma variação de 34% do índice Bovespa no mesmo período — evidencia que a reorganização foi extremamente vantajosa para as companhias e para os acionistas, benefícios esses que teriam sido posteriormente reconhecidos inclusive por parte de "um dos mais enfáticos acionistas reclamantes", em declaração publicada na ValorInvest de abril de 2011. Arguem que a acusação de suposta falta de lealdade de seus administradores "*chega a causar estranheza à luz dos grandes benefícios gerados por uma organização societária há muito pedida pelo mercado*".

<sup>10</sup> Os defendentes apresentam às fls. 5.660/5.661 as razões pelas quais descartaram os outros critérios de avaliação.

<sup>11</sup> Os defendentes observam que o Diretor Pedro Oliva Marcílio, no julgamento do PAS CVM nº RJ2005/1443, reconheceu a falta de competência da CVM para avaliar decisões negociais dos administradores, sempre quando as decisões forem informadas, refletidas e desinteressadas.

<sup>12</sup> Dispõe sobre os deveres fiduciários dos administradores nas operações de fusão, incorporação e incorporação de ações envolvendo a sociedade controladora e suas controladas ou sociedades sob controle comum.

<sup>13</sup> Os defendentes referem-se às reuniões do Conselho de Administração da RPI e da DPPI de 12.11.07.

<sup>14</sup> Arguem os defendentes que essa declaração é absolutamente usual e corriqueira entre os avaliadores no mercado e constava até mesmo dos laudos do Credit Suisse e da Apsis, que também foram analisados pela SPS/PFE, mas que não tiveram sua independência questionada. Deste modo, defendem que a Acusação utilizou dois pesos e duas medidas para a mesma situação. Ademais, apresentam amostragem de 16 laudos, realizados especificamente para operações

societárias entre 2005 e 2001, para afirmar que todos eles continham declaração do avaliador de que teriam mantido contato e obtido informações das administrações das companhias envolvidas e que não foram realizadas verificações independentes, bem como que cinco deles sequer declaram que procederam a testes de consistência das informações, como declarado pelo Deutsche Bank (vide Doc. 25, às fls. 6.124-6.136).

<sup>15</sup> Os defendentes citam como fonte documentos públicos e outras fontes de mercado, tais como relatórios de Research de mercado, Bloomberg, Factset, Sindipeças, ANP, Associação Brasileira da Indústria Química, IBGE e BCB. Observam ainda que o Deutsche Bank contou com a assessoria externa da consultoria CMAI (setor químico) do consultor José Manuel Magro e das suas próprias equipes internas de *Energy, Utilities and Chemicals* e de *Oil and Gas*.

<sup>16</sup> Os defendentes alegam que "o Deutsche Bank, na fase investigativa deste inquérito, manifestou-se no sentido de que não poderia aceitar a consideração de preço de controle no laudo porque tal comprometeria sua independência, em evidente prova de que o resultado da avaliação e a maneira como as informações foram utilizadas foram definidas exclusivamente pelo Deutsche Bank. Tanto que, diante do pleito dos acionistas reclamantes, ele se recusou a considerar informações que comprometeriam sua independência." (fl. 5.700).

<sup>17</sup> Citam, entre outro, entendimento esposado pelo ex-presidente da CVM Luiz Leonardo Cantidiano em crítica ao Parecer de Orientação CVM nº 35/08 (*Incorporação de Sociedades e Incorporação de Ações*, in Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais. São Paulo: Quartier Latin, 2010, pp.154-155).

<sup>18</sup> O defendente faz um paralelo entre o dever de lealdade e o dever de diligência, citando o entendimento de Flávia Parente (O Dever de Diligência dos Administradores de Sociedades Anônimas. Ed. Renovar, Biblioteca de Teses. Pág. 176), e cita trecho do voto proferido pelo Diretor Eli Loria nos autos do PAS CVM nº 25/03.

<sup>19</sup> Julgado em 25.03.08.

<sup>20</sup> Não obstante, a SPS anexou ao MEMO/SPS/Nº58/2014 cópia dos referidos ofícios.

## **PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº 01/2009**

**Acusados:** André Covre  
Carlos José Fadigas de Souza Filho  
Eduardo de Toledo  
Flávio do Couto Bezerra Cavalcanti  
Francisco Pais  
João Adolfo Oderich  
José Afonso Alves Castanheira  
Pedro Wongtschowski  
Roberto Kutschat Neto  
Roberto Lopes Pontes Simões  
José Roberto de Camargo Opice

**Assunto:** Dever de lealdade (art. 155, *caput*, da Lei nº 6.404/76).

**Relator:** Diretor Roberto Tadeu Antunes Fernandes

### **Voto**

#### **I - Das Preliminares**

1. Parte dos acusados argui, em sede preliminar, que documentos colhidos na fase investigativa foram omitidos dos autos, de forma que não foram observados os princípios da ampla defesa e do contraditório, sendo causa de nulidade deste processo

sancionador. Tal preliminar, contudo, resta superada, como reconhecido pelos próprios acusados diante da manifestação da Superintendência de Processos Sancionadores – SPS, em atendimento à diligência por mim requerida, nos termos do Despacho de 30.06.14 (fls. 6.251 a 6.322).

2. Ainda no entender de parte dos acusados, a Acusação teria se omitido em sua obrigação legal de investigar, em violação ao disposto no art. 11 da Deliberação CVM nº 538/08<sup>1</sup>, o que igualmente daria causa à nulidade do processo, à medida que as acusações formuladas não teriam sido objeto de diligência específica. Defendem que era dever da SPS questioná-los especificamente sobre os pontos que pretendia responsabilizá-los antes de decidir adiante com a acusação.

3. Entendo, todavia, que tal argumento não merece prosperar. Como é sabido, o processo investigativo, por sua própria natureza, é dinâmico e avança a partir da realização dos diversos atos de apuração, tais como diligências e tomadas de depoimentos. Assim, durante esse processo, os investigados são inquiridos acerca dos fatos objeto de investigação e novos elementos vão surgindo na medida em que o processo avança, de sorte que é impossível prever com antecedência todas as possibilidades acusatórias.

4. Portanto, nesta fase de inquérito, não há qualquer acusação formulada a quem quer que seja, mas tão somente a apuração de fatos supostamente ilícitos, ilicitude essa que, apenas se confirmada, culminará na instauração do PAS a partir da intimação dos acusados para apresentação de defesa (art. 8º, §1º, da Deliberação CVM nº 538/08). E é nesta fase litigiosa, quando formulada a acusação, que o acusado exercerá seu direito à ampla defesa e ao contraditório, conforme expresso no art. 5º, inciso LV, da Constituição Federal<sup>2</sup>.

5. Não por outra razão que o art. 11 da Deliberação CVM nº 538/08 (que, segundo os acusados, teria sido violado), ao dispor sobre a manifestação prévia do investigado, não faz referência à acusação propriamente dita, mas apenas aos fatos objeto desta. O Colegiado, inclusive, já opinou sobre a finalidade do citado artigo, como destaque do voto proferido pelo Diretor Otávio Yazbek no PAS CVM nº SP2011/0233<sup>3</sup>:

*"(...) aqui vale, novamente, esclarecer com que finalidade foi concebido o art. 11 da Deliberação CVM nº 538/08, qual seja, proteger e viabilizar o exercício do poder de polícia pela CVM. Com efeito, a oitiva preliminar tem por objetivo tão somente dar suporte à formação da convicção da área técnica quanto à materialidade e à autoria das infrações e auxiliar na boa instrução do processo, durante a etapa investigativa de que trata o art. 9º, §2º, da Lei nº 6.385, de 7.12.1976. O dispositivo não confere, portanto, um direito subjetivo aos investigados, nem deve ser confundido com defesa prévia."*

6. No caso concreto, ao contrário do arguido pelos acusados, entendo que a Acusação cumpriu com a sua obrigação legal de investigar, observando o disposto no aludido art. 11 da Deliberação CVM nº 538/08, ao indagá-los, ainda na fase investigativa, em dezembro de 2010 (fls<sup>4</sup>), sobre quais diligências teriam sido por eles realizadas e que teriam servido de suporte ao seu processo de decisão nas reuniões do Conselho de Administração das companhias do Grupo Ipiranga, que aprovaram o Protocolo de Justificação e Incorporação. Além disso, por ocasião da tomada do depoimento dos acusados André Covre (fls. 2.152-2.155) e Roberto Kutschat Neto (2.163-2.166), foi-lhes perguntado sobre o grau de colaboração entre a Estáter e o Deutsche Bank na



elaboração do laudo de avaliação, bem como inquirido J.S. (corresponsável no Banco pela elaboração do laudo) acerca dos contatos havidos entre o Deutsche Bank e a Estáter (fls. 2.142 e 2.143).

7. Apesar de reconhecer que tais argumentos são suficientes para afastar a nulidade arguida pelos acusados, atesto ainda que eles exerceram plenamente o seu direito à ampla defesa, como demonstram os documentos acostados aos autos, onde, de forma minuciosa, contestaram todas as provas produzidas na peça acusatória.

8. Ainda de acordo com os acusados, restaria ausente no caso concreto a tipicidade e o interesse de agir da CVM. Defendem que as condutas passíveis de punição pela Administração Pública são aquelas que, além de infringirem dispositivo legal, causam dano à companhia, a seus acionistas ou ao mercado, sendo que ambos os requisitos encontrar-se-iam ausentes neste processo.

9. Novamente discordo dos acusados. O art. 155 da Lei nº 6.404/76 não reclama, para a caracterização de violação ao dever de lealdade, a superveniência de prejuízo, elemento este que não integra o tipo em questão, conforme se verifica da leitura de seus dispositivos.

10. Quanto aos demais argumentos apresentados como preliminares de defesa, tais como a ausência de tipicidade e individualização da suposta ilicitude, na verdade, se confundem com a análise de mérito, de sorte que serão abordados no item II deste voto.

## **II – Do Mérito**

11. Primeiramente, passo a analisar a imputação, efetuada aos acusados André Covre e Roberto Kutschat Neto, de violação ao dever de lealdade, previsto no art. 155, *caput*, da Lei nº 6.404/76, ao atestarem a independência do Deutsche Bank na elaboração do laudo de avaliação que subsidiou a relação de troca estabelecida no protocolo de incorporação, apesar de cientes da inexistência desta independência.

12. A Acusação se baseia em e-mails trocados pela Ultrapar, Braskem e Petrobras, interna e externamente, que antecederam a operação, os quais indicariam a existência de orientação para que o laudo fosse elaborado na forma pretendida pela Ultrapar e seus assessores da Estáter, demonstrando, no mínimo, a ausência de imparcialidade. Apurou-se que André Covre e Roberto Kutschat Neto possuíam ciência dessa ausência da independência do Deutsche Bank, à medida que teriam figurado como interlocutores dessas mensagens, na qualidade de funcionários da Ultrapar. Não obstante, prossegue a Acusação, teriam os acusados, como membros do Conselho de Administração da DPPI (André e Roberto) e da CBPI (André), atestado a independência do Deutsche Bank nas reuniões do Conselho dessas companhias, em violação ao dever de lealdade a eles exigido.

13. Ainda no entender da Acusação, a inexistência de independência do Deutsche Bank restaria patente a partir da sua declaração constante do laudo de avaliação, no sentido de que não teria realizado qualquer verificação independente, admitindo, de forma neutra, todas as avaliações, projeções, estimativas e outras premissas obtidas por meio dos administradores das companhias avaliadas.

14. Como é próprio da natureza dos processos sancionadores, a emissão de juízo de valor pelo julgador perpassa por uma análise sistemática dos elementos constantes dos autos, nos termos trazidos tanto pela Acusação como pelos Acusados.

15. Da simples leitura dos sete e-mails referidos pela Acusação, anexados às fls. 4.914 a 4.920 dos autos, pode-se, de fato, extrair conclusões que poderiam semear alguma dúvida acerca da imparcialidade do Deutsche Bank na elaboração do laudo de avaliação que serviu de base para a relação de trocas pactuada. Nesses e-mails, datados entre 05 e 16.03.07 e que possuem como interlocutores representantes da Ultrapar, Estáter, Deutsche Bank e Petrobras, são feitas referências à existência de um laudo "*Estáter/Deutsche*", ao agendamento de uma reunião com o Deutsche Bank e a Estáter sobre "*coordenação dos laudos*", à adoção de modelos "*em linha com os modelos da Estáter*" e a "*valores dos laudos de avaliação acordados com o Deutsche Bank*".

16. Entretanto, os Acusados apresentaram provas que refutariam a tese acusatória, consubstanciadas também em e-mails trocados entre as partes interessadas e em relatório elaborado pela KPMG Transaction and Forensic Services Ltda.

17. Ao contrapor os e-mails trazidos aos autos por ambas as partes, não me convenço da efetiva ausência de independência do Deutsche Bank, conforme sustenta a Acusação. Isso porque se nas mensagens contidas nos e-mails apontados pela Acusação há referências à existência de um laudo Estáter/Deutsche Bank; de outro lado, nas mensagens anexadas pelos acusados, há também referências de que não haveria, em verdade, interferências junto ao Banco, conforme resumo a seguir:

- a) E-mail de 15.03.07, entre representantes do Deutsche Bank e da Ultrapar, em que o primeiro informa que não iria encaminhar o modelo naquele momento sob o argumento de "*não influenciar a discussão e mantermos a independência do exercício*". (fl. 6.324-6.325);
- b) E-mail de 23.03.07, em que o representante da Ultrapar questiona o representante do Deutsche Bank acerca do "equity value" que se chegou na Ultracargo (fls. 6.329); e
- c) E-mails de 30.03.07, em que o representante da Ultrapar questiona o representante do Deutsche Bank como ele pretendia demonstrar no laudo o "value destruction issue" da Ultrapar (referente ao pagamento do prêmio de controle) e solicita-lhe uma versão atualizada do material utilizado no *conference call* ocorrido no mesmo dia com os gráficos da composição do "equity value" de cada empresa (fls. 6.327-6.328).

18. Igualmente, há que se sopesar o trabalho realizado pela KPMG, cujo escopo foi o de verificar se houve de fato o direcionamento dos trabalhos do Deutsche Bank, a partir da análise de informações obtidas em consulta aos sites da CVM e da Ultrapar, da Instrução CVM nº 361/02<sup>5</sup> e dos documentos constantes dos autos do presente processo, em especial os mais de quatro mil e-mails anexados em papel e em meio eletrônico<sup>6</sup>.

19. Após responder os diversos quesitos formulados pela Ultrapar<sup>7</sup>, concluiu a KPMG que não foram identificados sinais de que o Deutsche Bank tenha sido influenciado na emissão de seu laudo de avaliação em relação à Ultrapar ou ao Grupo Ipiranga, considerando os seguintes aspectos:

- a) Declaração do Deutsche Bank acerca do uso de fontes de informações independentes;

- b) Depoimentos dos acusados, da Estáter e do Deutsche Bank à CVM, esclarecendo a inexistência de direcionamento dos trabalhos;
- c) Cartas declaratórias emitidas pela Estáter e pelo Deutsche Bank, anexadas pela Ultrapar em sua defesa, suportando a inexistência de direcionamento dos trabalhos;
- d) Não inclusão no laudo do Deutsche Bank do valor presente do ágio, o que seria benéfico para a Ultrapar;
- e) WACC aplicado pelo Deutsche Bank difere do praticado e informado pela Ultrapar;
- f) Valores do laudo do Deutsche Bank são convergentes aos constantes no laudo do Credit Suisse, o qual foi contratado pelo Grupo Ipiranga com o objetivo de obter nova avaliação independente e que não sofreu qualquer questionamento sobre a metodologia utilizada; e
- g) *Disclaimers* utilizados e informados no laudo do Deutsche Bank são semelhantes aos *disclaimers* utilizados por outros bancos de investimentos, considerados padrão no setor financeiro<sup>8</sup>.

20. Adicionalmente, vale transcrever o seguinte trecho do voto da Diretora Ana Novaes no julgamento do PAS CVM nº RJ2013/1840<sup>9</sup>, que bem ilustra a questão relacionada à independência do avaliador diante das informações obtidas junto aos administradores da companhia:

*"29. Quanto a este último ponto, entendo que a Acusação deveria ser mais específica sobre que premissas são essas e como o fato prejudicou a independência do avaliador. Afinal, é razoável que os administradores da IAP, detentores dos ativos sob avaliação, passem informações sobre este ativo para os avaliadores, tais como perspectivas do negócio, das receitas, custos operacionais, custo da dívida etc. Evidentemente, as premissas devem ser realistas, fornecidas de boa-fé, condizentes com o planejamento da sociedade, e refletir as perspectivas do ativo sob avaliação. Caberia ao avaliador realizar julgamento sobre estas informações e premissas e decidir usá-las tais como fornecidas ou ajustá-las. O avaliador, caso utilize as informações repassadas pela administração sem as ajustar, deve atestar que não foram encontradas inconsistências nas premissas repassadas pela companhia."*

21. Como este Colegiado já teve a oportunidade de se manifestar em outras ocasiões<sup>10</sup>, o sistema jurídico brasileiro não estabeleceu uma hierarquia dos meios de prova, tendo todas o mesmo valor, mesmo as indiciárias. Nestes casos, é determinante que os indícios sejam sérios, consistentes e convergentes e, portanto, suficientes para sustentar uma condenação, sendo a prova indiciária essencial para a resolução de casos em que a prova direta torna-se impossível. Um conjunto qualquer de indícios, entretanto, não é suficiente para a condenação. Sua robustez é necessária para que o fato seja provado, ou seja, a prova indiciária que autoriza uma condenação constitui-se quando múltiplos indícios sugerem a ocorrência do ilícito<sup>11</sup>. Deve-se, portanto, analisar o conjunto de indícios existentes em cada caso concreto.

22. No presente caso, diante das contraprovas apresentadas pelos Acusados e considerando que a Acusação apoiou-se exclusivamente em trechos de sete e-mails que julgo inconclusivos, dentro do universo de mais de 4 mil e-mails relacionados à operação e trocados entre as partes envolvidas<sup>12</sup>, e em declaração constante do laudo do Deutsche Bank que aparenta prática comum do mercado e, portanto, padrão do avaliador, entendo

que não se logrou comprovar o direcionamento dos trabalhos do Deutsche Bank em favor da Ultrapar e, com isso, a ausência de independência do seu laudo de avaliação.

23. Assim sendo, os indícios apurados no presente processo sancionador não foram suficientes para me convencer da possibilidade de condenação dos acusados André Covre e Roberto Kutschat Neto por violação ao dever de lealdade previsto no art. 155, *caput*, da Lei nº 6.404/76, ao atestarem a independência do laudo do Deutsche Bank nas reuniões do Conselho de Administração das companhias do Grupo Ipiranga.

24. Passo, adiante, a analisar a imputação comum a todos os acusados, referente à violação ao dever de lealdade previsto no art. 155, *caput*, da Lei nº 6.404/76, ao aprovarem a proposta de incorporação de ações submetida pela Ultrapar nas reuniões dos Conselhos de Administração da DPPI e RPI realizadas em 12.11.07, sem manifestarem, diante das circunstâncias específicas do caso, qualquer ponderação ou tentativa de negociação sobre os valores sugeridos para as ações ordinárias da CBPI detidas por essas companhias, em evidente prejuízo destas e de seus acionistas.

25. A Acusação se baseia no fato de as ações da CBPI terem sido negociadas de forma privada e por meio da OPA por alienação de controle por um valor bastante superior ao que estava sendo proposto na relação de troca na operação de incorporação<sup>13</sup>, para concluir que competia aos conselheiros da DPPI e da RPI, no mínimo, uma negociação, pois seria muito difícil encontrar uma justificativa que fundamentasse tal disparidade de valor.

26. Para a Acusação, ainda que os parâmetros utilizados no laudo do Deutsche Bank, que representava a proposta da Ultrapar, estivessem supostamente corretos, não teria havido a negociação de forma livre e no melhor interesse de cada uma das companhias de um valor para as ações de emissão da CBPI por elas detidas, tendo sido aprovado o menor valor encontrado sem qualquer ponderação. Assim, a mera aceitação dos valores propostos pela Ultrapar com base no laudo do Deutsche Bank evidenciaria uma inércia indevida por parte dos conselheiros da DPPI e da RPI, em flagrante violação ao dever de lealdade que estes deveriam ter para com estas e seus acionistas.

27. A exemplo da imputação tratada anteriormente, os acusados apresentaram provas que refutariam a tese acusatória, isto é, que comprovariam que os mesmos foram diligentes e leais na medida em que teriam analisado criticamente a relação de troca proposta e os vários critérios e formas de avaliação, incluindo eventual consideração do preço de controle pago aos antigos controladores e aquele ofertado nas OPAs, tendo se consultado com especialistas e analisado os benefícios esperados da reorganização societária.

28. Assim, novamente, cumpre-me uma análise sistemática dos elementos que ora se apresentam para julgar se, de fato, os acusados não agiram com lealdade às companhias das quais eram conselheiros.

29. De início, corroboro o entendimento da Acusação no sentido de que o cumprimento dos deveres fiduciários pelos administradores ganha especial relevância diante de operações de incorporação de ações envolvendo a sociedade controladora e suas controladas, nas quais é considerável, por suas características, o risco de que a relação de troca de ações na operação não seja comutativa. Não por outra razão que a CVM editou, em 01.09.08, o Parecer de Orientação CVM nº 35, que buscou conceder maior concretude aos deveres fiduciários atribuídos aos administradores pela Lei nº 6.404/76 em operações dessa natureza. Vale destacar, contudo, que os fatos objeto

deste processo sancionador são anteriores à edição do citado Parecer de Orientação, razão pela qual não se pode exigir a aplicação da interpretação nele exposta e, por conseguinte, a observância dos procedimentos sugeridos, tais como a constituição de comitê especial independente para negociar a operação<sup>14</sup>.

30. O art. 155 da Lei nº 6.404/76 dispõe, em seu *caput*, que o administrador deve servir com lealdade à companhia e manter reserva sobre os seus negócios, sendo-lhe vedada a prática das condutas estabelecidas em seus dispositivos, que trazem um rol meramente exemplificativo. Como é sabido, a Lei nº 6.404/76 estabeleceu os deveres fiduciários dos administradores de forma abstrata, fixando padrões gerais de conduta, os denominados *standards*, cuja abrangência é proposital justamente para abrigar diversas circunstâncias e peculiaridades, já que é praticamente impossível a enumeração de todas as regras de conduta que devem ser seguidas pelo administrador<sup>15</sup>.

31. Especificamente quanto aos *standards* do dever de lealdade, infere-se que são aplicáveis quando o administrador tem interesse na decisão, dado que, caso contrário, aplicam-se os *standards* do dever de diligência previsto no art. 153 da mesma Lei. Nesse sentido é o voto proferido pelo Diretor Pedro Marcílio no julgamento do PAS CVM nº RJ2005/1443, ao assim dispor:

*"34. O padrão de exigência muda completamente, entretanto, quando o administrador é parte interessada na decisão. Nesse caso, deixamos de lado o art. 153 e aplicamos o art. 155 (ou o 154, ou, ainda, o 156, como veremos nos próximos tópicos) (...)*

*35. Sem me preocupar com todas as nuances dos incisos do caput desse artigo, eles estabelecem que o administrador deve ser leal, não se aproveitando (ou deixando que outros se aproveitem) de oportunidades negociais (ou de direitos) que, se os administradores agissem lealmente, teriam sido aproveitados pela Companhia."*

32. Tal entendimento foi ainda reiterado pelo Diretor-Relator no julgamento do PAS CVM nº 21/2004<sup>16</sup>, nos seguintes termos:

*"(...) quando a decisão **não** for desinteressada, aplicam-se as regras do dever de lealdade (artigos 154 e 155), a partir das quais é possível analisar o mérito da decisão negocial (...) Como se pode ver, a revisão da diligência de um administrador, quando **não há** falta de dever de lealdade, é, essencialmente, uma revisão sobre o processo de tomada de decisão."* (grifei)

33. O dever de lealdade, portanto, baseia-se no caráter fiduciário das atribuições dos administradores, sendo-lhes vedado buscar os seus interesses pessoais ou de terceiros, em detrimento dos interesses da companhia e de seus acionistas.

34. No caso concreto, a Acusação concluiu que os acusados não teriam agido no melhor interesse da DPPI e da RPI, ao sequer tentarem negociar os valores estabelecidos nas relações de troca das ações da CBPI detidas por essas companhias, prevalecendo, portanto, o interesse da controladora Ultrapar.

35. Parece-me evidente que o fato controvertido do presente PAS consiste em verificar se os acusados buscaram, em primeiro lugar, o interesse pessoal ou de terceiros (no caso, da Ultrapar), em detrimento das companhias das quais eram conselheiros. Vale dizer, há que se perquirir se os acusados agiram (ou se omitiram) no sentido de

violarem, conscientemente, a obrigação de perseguir o interesse social, sendo imprescindível, para tanto, a prova de dolo por parte dos mesmos<sup>17</sup>.

36. No presente caso, os elementos trazidos pela defesa me convencem de que os acusados não se quedaram passivos, ao contrário, examinaram e discutiram os resultados dos laudos de avaliação apresentados e a relação de troca proposta.

37. Em 06.11.07, foi realizada Reunião Extraordinária Conjunta dos Conselhos de Administração da DPPI, RPI e CBPI exclusivamente para apreciar o andamento dos trabalhos relacionados à reestruturação societária das três companhias. Nos termos consignados em ata (fls. 2.251 e 2.252), após as apresentações dos trabalhos realizados pelo Credit Suisse (responsável pelo laudo de avaliação econômica por fluxo de caixa descontado), pela Apsis (responsável pelo laudo de avaliação do patrimônio líquido a preços de mercado) e pela KPMG (responsável pelo laudo de avaliação contábil)<sup>18</sup>, os conselheiros teriam realizado diversas perguntas com relação aos trabalhos em andamento. Especificamente quanto ao Credit Suisse, foi indagado se eles levaram em consideração, por ocasião da elaboração de seu laudo de avaliação, os questionamentos de acionistas minoritários objeto das correspondências que lhe foram encaminhadas pelas Diretorias das companhias, tendo os representantes respondido afirmativamente. Registrou-se, ainda, que seriam convocadas reuniões específicas de cada uma das três empresas assim que os laudos definitivos estivessem concluídos, para dar andamento à reestruturação societária.

38. Por sua vez, a partir da leitura das atas das reuniões dos Conselhos de Administração da DPPI e da RPI, ambas realizadas em 12.11.07 (fls. 2.257 a 2.262), verifica-se que os acusados teriam examinado e discutido os resultados dos laudos preparados pelo Deutsche Bank e pelo Credit Suisse, mormente diante do posicionamento de alguns acionistas minoritários em relação à pretendida incorporação de ações e que, embora já tivessem participado de discussões anteriores com o Credit Suisse, teriam solicitado alguns esclarecimentos adicionais em relação à versão final do documento. Na ocasião, os representantes do Credit Suisse teriam confirmado que, com base na avaliação por eles realizada, a relação de substituição oferecida na incorporação de ações afigurava-se adequada. Vale lembrar que o Credit Suisse foi contratado pelo Grupo Ipiranga com o objetivo de obter nova avaliação independente, adotando as mesmas metodologias de análise utilizadas pelo Deutsche Bank. Aliás, os próprios acusados argumentam que basearam sua decisão no laudo do Credit Suisse e não naquele contratado pela Ultrapar.

39. Vale destacar que a aprovação da proposta de incorporação de ações, submetida pela Ultrapar nas citadas reuniões dos Conselhos de Administração da DPPI e RPI realizadas em 12.11.07<sup>19</sup>, deu-se por unanimidade, inclusive com o voto do conselheiro independente eleito pelos acionistas minoritários<sup>20</sup> e com a presença dos conselheiros fiscais. Na ocasião, apenas o conselheiro fiscal da RPI eleito pelos preferencialistas, Sr. R.M.G., apresentou manifestação contrária à submissão da proposta de incorporação de ações à Assembleia Geral da companhia (fls. 3.020-3.033), ao questionar as premissas e critérios adotados pelo avaliador, tanto no laudo do Deutsche Bank como no do Credit Suisse, o que, contudo, não foi objeto de análise pela Acusação pelas razões já expostas no relatório a este voto<sup>21</sup>.

40. Também a contratação de pareceres jurídicos<sup>22</sup> à época dos fatos, tanto pela Ultrapar como pelo Grupo Ipiranga, no meu entender denotam uma preocupação dos acusados em tomarem sua decisão no melhor interesse das companhias das quais eram administradores. Nesses pareceres, foram abordados, dentre outros, os seguintes

questos: (i) a existência de relação entre os preços atribuídos pela Ultrapar às ações ordinárias das companhias do Grupo Ipiranga e a avaliação das ações preferenciais para os fins das incorporações de ações; (ii) se as relações de substituição oferecidas para as incorporações de ações foram determinadas de acordo com a legislação vigente; (iii) se a metodologia utilizada para a definição das relações de substituição está de acordo com os critérios aceitos pela CVM; (iv) se a RPI poderia aderir à OPA por alienação de controle da DPPI e CBPI e se os administradores poderiam ser responsabilizados por não aderirem às ofertas em questão; (v) a responsabilidade dos administradores e conselheiros fiscais das companhias do Grupo Ipiranga com relação ao conteúdo do laudo de avaliação; (vi) os deveres e responsabilidades dos administradores e conselheiros fiscais no que respeita às relações de substituição das incorporações de ações; se a eles compete deliberar ou se manifestar sobre tais relações ou apenas encaminhar a proposta à Assembleia Geral; se a manifestação sobre os termos e condições das incorporações de ações, inclusive sobre as relações de troca de ações, implica no reconhecimento pelos administradores e conselheiros fiscais de que tais relações são corretas.

41. É plenamente plausível o questionamento acerca da proatividade dos acusados, notadamente diante da natureza da operação e dos valores atribuídos às ações por ocasião da alienação do controle acionário frente aquele proposto na operação de incorporação. No entanto, embora os acusados não tenham envidado esforços no sentido de negociar os valores estabelecidos nas relações de troca das ações na operação de incorporação, não vislumbro no caso em tela, diante dos elementos apresentados, uma omissão voluntária por parte dos acusados a caracterizar a violação do dever de lealdade de que trata o art. 155, *caput*, da Lei nº 6.404/76, como sustenta a Acusação. Registro, ainda, embora tal imputação não tenha sido atribuída aos acusados, que igualmente não vislumbro uma omissão por inércia ou descuido a caracterizar a violação do dever de diligência de que trata o art. 153 da mesma Lei.

42. A meu sentir, sob a ótica dos acusados, todos os elementos então disponíveis aparentavam-lhes robustos o suficiente para embasarem sua decisão no melhor interesse das companhias das quais eram conselheiros, em atendimento aos deveres fiduciários a eles impostos. Vale lembrar que, à época dos fatos, não havia ainda sido editado o Parecer de Orientação CVM nº 35 que, como já exposto acima, buscou conceder maior concretude aos deveres fiduciários atribuídos aos administradores pela Lei nº 6.404/76, melhor orientando-os em operações dessa natureza, especialmente quanto à importância, do ponto de vista deste órgão regulador, da adoção de um processo de negociação independente a propiciar a comutatividade da operação.

43. Diante do exposto, concluo que não restou caracterizada uma deslealdade por parte dos acusados para com as companhias das quais eram conselheiros, em descumprimento do dever fiduciário previsto no art. 155, *caput*, da Lei nº 6.404/76.

### III – Conclusões

44. Por tudo o que foi exposto, voto nos seguintes termos:

- a) pela **absolvição** de **André Covre** das seguintes imputações: (i) violação ao dever de lealdade, previsto no art. 155, *caput*, da Lei nº 6.404/76, na qualidade de Conselheiro da DPPI e da CBPI, ao atestar a independência do Deutsche Bank na elaboração do laudo econômico de fluxo de caixa descontado apesar de ciente da inexistência desta independência; e (ii) violação ao dever de lealdade, previsto no art. 155, *caput*, da Lei nº 6.404/76, na qualidade de Conselheiro da DPPI, ao aprovar a proposta de

incorporação de ações submetida pela Ultrapar na reunião do Conselho de Administração de 12.11.07 sem manifestar, diante das circunstâncias específicas do caso, qualquer ponderação ou tentativa de negociação sobre os valores sugeridos para as ações ordinárias da CBPI detidas pela DPPI, em evidente prejuízo da Companhia e de seus acionistas;

- b) pela **absolvição** de **Roberto Kutschat Neto** das seguintes imputações: (i) violação ao dever de lealdade, previsto no art. 155, *caput*, da Lei nº 6.404/76, na qualidade de Conselheiro da DPPI, ao atestar a independência do Deutsche Bank na elaboração do laudo econômico de fluxo de caixa descontado, apesar de ciente da inexistência desta independência; e (ii) violação ao dever de lealdade, previsto no art. 155, *caput*, da Lei nº 6.404/76, na qualidade de Conselheiro da DPPI, ao aprovar a proposta de incorporação de ações submetida pela Ultrapar na reunião do Conselho de Administração de 12.11.07, sem manifestar, diante das circunstâncias específicas do caso, qualquer ponderação ou tentativa de negociação sobre os valores sugeridos para as ações ordinárias da CBPI detidas pela DPPI, em evidente prejuízo da Companhia e de seus acionistas;
- c) pela **absolvição** de **Carlos José Fadigas de Souza Filho, Flávio do Couto Bezerra Cavalcanti, Francisco Pais, João Adolfo Oderich e Roberto Lopes Pontes Simões**, da imputação de violação ao dever de lealdade, previsto no art. 155, *caput*, da Lei nº 6.404/76, na qualidade de conselheiros da RPI, por aprovarem a proposta de incorporação de ações submetida pela Ultrapar na reunião do Conselho de Administração de 12.11.07 sem manifestar, diante das circunstâncias específicas do caso, qualquer ponderação ou tentativa de negociação sobre os valores sugeridos para as ações ordinárias da CBPI detidas pela RPI, em evidente prejuízo da Companhia e de seus acionistas;
- d) pela **absolvição** de **Eduardo de Toledo e José Afonso Alves Castanheira** da imputação de violação ao dever de lealdade, previsto no art. 155, *caput*, da Lei nº 6.404/76, na qualidade de conselheiros da DPPI e da RPI, por aprovarem a proposta de incorporação de ações submetida pela Ultrapar nas respectivas reuniões do Conselho de Administração de 12.11.07, tanto da DPPI quanto da RPI, sem manifestar, diante das circunstâncias específicas do caso, qualquer ponderação ou tentativa de negociação sobre os valores sugeridos para as ações ordinárias da CBPI detidas pela DPPI e pela RPI, em evidente prejuízo das Companhias e de seus acionistas; e
- e) pela **absolvição** de **José Roberto de Camargo Opice e Pedro Wongtschowski** da imputação de violação ao dever de lealdade, previsto no art. 155, *caput*, da Lei nº 6.404/76, na qualidade de conselheiros da DPPI, por aprovarem a proposta de incorporação de ações submetida pela Ultrapar na reunião do Conselho de Administração de 12.11.07 sem manifestar, diante das circunstâncias específicas do caso, qualquer ponderação ou tentativa de negociação sobre os valores sugeridos para as ações ordinárias da CBPI detidas pela DPPI, em evidente prejuízo da Companhia e de seus acionistas.

É o meu voto.



Rio de Janeiro, 02 de junho de 2015.

Roberto Tadeu Antunes Fernandes  
Diretor-Relator

-----  
<sup>1</sup> "Art. 11. Para formular a acusação, as Superintendências e a PFE deverão ter diligenciado no sentido de obter do investigado esclarecimentos sobre os fatos descritos no relatório ou no termo de acusação, conforme o caso.

*Parágrafo único. Considerar-se-á atendido o disposto no caput sempre que o acusado:*

*I – tenha prestado depoimento pessoal ou se manifestado voluntariamente acerca dos atos a ele imputados; ou*

*II – tenha sido intimado para prestar esclarecimentos sobre os atos a ele imputados, ainda que não o faça."*

<sup>2</sup> Conf. voto do Diretor-Relator Otávio Yazbek em recente julgado desta autarquia: "Além disso, não procede a alegada violação ao direito de defesa neste processo. Argumentou-se, nesse sentido, que os acusados não teriam tido a possibilidade de exercer tal direito durante a fase de inquérito. Sucede que, nesta fase, como os próprios acusados reconhecem, ainda não existia sequer o processo administrativo sancionador e a respectiva acusação. Apenas, naquele momento, a administração realizou diligências, circunscritas às atividades inquisitórias e informativas, com o objetivo específico de se concluir pela formulação de acusação ou pelo arquivamento daquilo que foi analisado." (PAS CVM nº 13/05, julgado em 25.06.12). Ademais, o STF manifestou-se pelo não cabimento de contraditório nos inquéritos administrativos conduzidos no âmbito desta autarquia, conforme seguinte ementa: "INQUÉRITO ADMINISTRATIVO – COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CONTRADITÓRIO. Descabe ter-se como necessário o contraditório em inquérito administrativo. O instrumento consubstancia simples sindicância visando a, se for o caso, instaurar processo administrativo no qual observado o direito de defesa". (RE 304.857/RJ, Relator Min. Marco Aurélio, DJE 05.02.10).

<sup>3</sup> Julgado em 25.03.14.

<sup>4</sup>Fls. 3.917-3.918 (Andre Covre); fls. 3.932-3.933 (Eduardo de Toledo); fls. 3.936-3.937 (Jose Afonso Alves Castanheira); fls. 3.940-3.941 (Jose Roberto de Camargo Opice); fls. 3.954-3.955 (Pedro Wongtschowski); fls. 3.958-3.959 (Roberto Kutschat Neto); fls. 3.962-3.963 (Carlos José Fadigas de Souza Filho); fls. 3.978-3.979 (Roberto Lopes Pontes Simões); fls. 3.984-3.985 (João Adolfo Oderich); fls. 3.993-3.994 (Flavio do Couto Bezerra Cavalcanti); e fls. 3.998-3.999 (Francisco Pais).

<sup>5</sup> A Instrução CVM nº 361/02 trata das Ofertas Públicas de Aquisição de Ações (OPAs).

<sup>6</sup> Segundo a KPMG, foram identificados 4.563 e-mails, sendo 236 impressos (fls. 2.892 a 3.884) e 4.327 em meio eletrônico.

<sup>7</sup> 1) Quantos e-mails foram anexados ao Processo em papel e em meio eletrônico? 2) Quantos dos e-mails abrangidos pelo item 1 apresentam conteúdo que poderia ser interpretado como tentativa de direcionar os trabalhos do Deutsche? 3) Confrontando-se as informações constantes do laudo de avaliação do Deutsche e o conteúdo de cada um dos e-mails do item 2, é possível concluir que houve, de fato, tal direcionamento? 4) Em relação a cada um dos e-mails constantes do item 2 para os quais não foi possível realizar o confronto com dados do laudo do item 3, foram prestados, pelos acusados, esclarecimentos e comprovações suficientes para colocar em dúvida a conclusão de que tenha havido tal direcionamento? 5) Em relação à declaração do Deutsche apontada pela acusação como sendo prova de que este não teria realizado verificação independente de informações: existem declarações de mesmo teor em uma quantidade suficiente de laudos disponíveis publicamente, para permitir a conclusão de que se trata de declaração-padrão de avaliadores? 6) No laudo do Deutsche constam quais fontes de informações utilizadas para a realização de seu trabalho de avaliação? 7) O laudo do Deutsche contém declaração no sentido de este confirmar ter utilizado apenas aquelas informações recebidas de terceiros, inclusive dos acusados, que entendeu serem "consistentes", em conformidade com o item III do Anexo III da Instrução CVM nº 361/02?

<sup>8</sup>Alguns dos laudos selecionados: Deutsche Bank, contratado por Vale Fertilizantes em 24.06.11; Goldman Sachs, contratado por ArcelorMittal Inox Brasil em 19.12.07; Deloitte, contratado por Cosan S.A. e Cosan Ltd. em 19.12.07; Banco Real, contratado por Petroquímica União S.A. em

04.07.08; Itaú BBA, contratado por Redentor Energia S.A. (Light) em 29.11.11; e Credit Suisse (Brasil) S.A., contratado pelo Grupo Ipiranga em 08.11.07.

<sup>9</sup> Julgado em 15.04.14.

<sup>10</sup> PAS CVM nº 08/2001, julgado em 23.09.04, PAS CVM nº 24/2000, julgado em 18.08.05, PAS CVM nº 10/2008, julgado em 23.11.10, PAS CVM nº 19/2009, julgado em 07.06.11, PAS CVM nº 13/2009, julgado em 13.12.11, PAS CVM nº 13/2005, julgado em 25.06.12.

<sup>11</sup> Conf. voto do Diretor Luiz Antonio de Sampaio Campos no julgamento do PAS CVM nº 22/1994 em 15.04.04.

<sup>12</sup> Anexados aos autos de forma impressa (às fls. 2.892 a 3.884 e 4.914 a 4.920) e em CD (às fls. 2.806, 2.807 e 2.819).

<sup>13</sup> Como exposto no relatório a este voto, quando da aquisição do controle, realizada em negociação privada entre Ultrapar, como comissária de Petrobras e Braskem, e as famílias detentoras do controle das companhias do Grupo Ipiranga, foi estabelecido o valor a ser pago pelas ações por estes detidas. No tocante às ações de emissão da CBPI detidas pela DPPI e RPI que faziam parte do controle, foi estabelecido o valor de R\$ 72,63, enquanto que as demais ações não vinculadas ao controle e detidas também por integrantes das famílias controladoras seriam adquiridas por R\$58,10 (equivalente a 80% daquele valor). Por sua vez, na OPA por alienação de controle, foi apresentado, num primeiro momento, o valor de R\$ 58,10, o qual foi retificado para R\$64,43 por determinação do Colegiado da CVM que, em reunião realizada em 14.09.07, acolheu entendimento manifestado pela área técnica responsável pela análise da OPA.

<sup>14</sup> O próprio Parecer dispõe que, quando da sua aplicação, a CVM observará, quando aplicável, o art. 2º, parágrafo único, XIII, da Lei nº 9.784, de 29 de janeiro de 1999, que veda a incidência retroativa de nova interpretação.

<sup>15</sup> Cf. voto da Diretora-Relatora Norma Parente no julgamento do PAS CVM nº 04/1999 em 17.04.02.

<sup>16</sup> Julgado em 15.05.07.

<sup>17</sup> Cf. PARENTE, Flávia. O Dever de Diligência dos Administradores de Sociedades Anônimas. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, p. 176. Ao fazer uma correlação entre o dever de lealdade e o dever de diligência, Flávia Parente destaca que este último assumiria *"a função complementar ao dever de lealdade nos casos em que, diante da impossibilidade de se provar a conduta ilícita do administrador ao agir de acordo com seus próprios interesses, demonstra-se que o mesmo não observou um dos aspectos do dever de diligência — bem administrar, desempenhar seu cargo, se informar, investigar, ou vigiar."*

<sup>18</sup> Além do laudo do Deutsche Bank, foram ainda elaborados os seguintes laudos, visando a subsidiar a operação de incorporação de ações: a) laudo de avaliação econômica por fluxo de caixa descontado, com data-base de 30.09.07, elaborado pelo Banco de Investimentos Credit Suisse (Brasil) S.A.; b) laudo de avaliação contábil, com data-base de 30.09.07, elaborado pela KPMG Auditores Independentes; e c) laudo de avaliação do patrimônio líquido a preços de mercado, com data-base de 30.09.07, elaborado pela Apsis Consultoria Empresarial S/C Ltda., com vistas a determinar o valor de reembolso devido aos acionistas dissidentes, nos termos do artigo 264, §3º da Lei nº 6.404/76.

<sup>19</sup> Cópias das respectivas atas de reunião às fls. 2.257- 2.262.

<sup>20</sup> José Afonso Alves Castanheira, conselheiro de ambas as companhias, eleito pelos acionistas preferencialistas nas respectivas AGOs realizadas em 18.04.07, nos termos do art. 141, §4º, II, da Lei nº 6.404/76.

<sup>21</sup> A Acusação destacou que, segundo a jurisprudência recente, não cabe à CVM, a menos que os esclarecimentos procedidos pelo avaliador sejam manifestamente desarrazoados ou inverídicos, opinar sobre aspectos técnicos de laudos de avaliação, de sorte que se afastou o prosseguimento de algumas das reclamações apresentadas, exatamente por questionarem critérios subjetivos não passíveis de revisão pela autarquia, restringindo-se as investigações aos itens que poderiam, em uma análise preliminar, importar em violação direta a prescrições regulamentares, sem a necessidade de se abordar critérios ou parâmetros utilizados pelos especialistas.

<sup>22</sup> Pareceres da lavra dos professores Nelson Eizirik (datado de 17.10.07, fls. 5.864-5.880), Modesto Carvalhosa (datados de 25.06.07 e 16.10.07, fls. 5.887-5.994) e Luiz Gastão Paes de Barros Leães (datado de 30.09.07, fls. 5.995-6.015).

**Manifestação de voto do Diretor Pablo Renteria na Sessão de Julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº 01/2009 realizada no dia 02 de junho de 2015.**

Senhor Presidente, eu acompanho o voto do Relator.

Pablo Renteria  
DIRETOR

**Manifestação de voto do Presidente da CVM, Leonardo P. Gomes Pereira, na Sessão de Julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº 01/2009 realizada no dia 02 de junho de 2015.**

Eu também acompanho o voto do Relator e proclamo o resultado do julgamento, em que o Colegiado desta Comissão, por unanimidade de votos, decidiu pela absolvição de todos os acusados, nos termos do voto do Diretor-relator.

Encerro a Sessão, informando que CVM interporá recurso ofício das decisões absolutórias ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional.

Leonardo P. Gomes Pereira  
PRESIDENTE