

EXTRATO DA SESSÃO DE JULGAMENTO DO PROCESSO ADMINISTRATIVO  
SANCIONADOR CVM nº 09/2009

- Acusados: Carla Cico  
Danielle Silbergleid Ninio  
Maria Amália Delfim de Melo Coutrim  
Paulo Pedrão Rio Branco  
Rodrigo Bhering Andrade  
Verônica Valente Dantas
- Ementa: Suposto descumprimento do dever de diligência – Não convocação de Assembleia Geral. Absolvições. Descumprimento do dever de informar – não divulgação de informação relevante. Multas. Conflito de interesse. Multa.
- 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. **Absolver Carla Cico e Paulo Pedrão Rio Branco** da acusação de violação ao dever de diligência exigido pelo art. 153 da Lei nº 6.404, de 1976, por, na qualidade de, respectivamente, diretora-presidente e diretor-financeiro da BrT, terem assinado o contrato de aquisição das ações preferenciais classe A dos Fundos Estrangeiros antes de ser apresentada a estrutura final da operação aos conselhos de administração da BTP e da BrT;
  2. **Absolver Verônica Valente Dantas, Danielle Silbergleid Ninio e Maria Amália Delfim de Melo Coutrim** da acusação de, na qualidade de membros do conselho de administração da Opportunity Zain, deixar de convocar assembleia geral de acionistas para deliberar acerca da aquisição do IG;
  3. Aplicar aos acusados **Carla Cico e Paulo Pedrão Rio Branco** a pena de **multa individual no valor de R\$300.000,00**, por, na qualidade de, respectivamente, DRI da BrT e de DRI da BTP, deixar de divulgar oportunamente a operação de aquisição das ações preferenciais classe A dos Fundos Estrangeiros, fato este relevante e do qual tinham conhecimento, em violação ao disposto no art. 157, §4º, da Lei nº 6.404, de 1976, c/c os artigos 2º e 3º da Instrução CVM nº 358, de 2002.
  4. **Absolver Rodrigo Bhering Andrade** da acusação de, na qualidade de conselheiro de administração da BrT, não ter comunicado ao mercado, ou à CVM, a operação de aquisição de ações preferenciais classe A dos Fundos Estrangeiros por subsidiária da BrT.
  5. Aplicar à acusada **Verônica Valente Dantas** a pena de **multa pecuniária no valor de R\$300.000,00**, por, na qualidade de conselheira de administração da BTP, ter votado para a aprovação e conclusão da compra do IG nas reuniões do conselho de administração

dos dias 18.12.2003 e 22.11.2004, em situação de conflito de interesses, violando o art. 156 da Lei nº 6.404, de 1976.

Os acusados punidos terão um prazo de 30 dias, a contar do recebimento de comunicação da CVM, para interpor recurso, com efeito suspensivo, ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional, nos termos dos artigos 37 e 38 da Deliberação CVM nº 538, de 05 de março de 2008, prazo esse, ao qual, de acordo com a orientação fixada pelo Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional, poderá ser aplicado o disposto no art. 191 do Código de Processo Civil, que concede prazo em dobro para recorrer quando os litisconsórcios tiverem diferentes procuradores.

Proferiram defesas orais os advogados *Francisco Antunes Maciel Müssnich*, representando os acusados Danielle Silbergleid Ninio, Maria Amália Delfim de Melo Coutrim, Rodrigo Bhering Andrade e Verônica Valente Dantas; e *Cláudia Domingues*, representante dos acusados Carla Cico e Paulo Pedrão Rio Branco.

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

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

O Diretor Pablo Renteria declarou-se impedido de participar da Sessão de Julgamento,

Rio de Janeiro, 21 de julho de 2015.

Luciana Dias  
*Diretora-Relatora*

Leonardo P. Gomes Pereira  
Presidente da Sessão de Julgamento

### **Processo Administrativo Sancionador CVM nº 09/2009**

**Acusados:** Carla Cico  
Danielle Silbergleid Ninio  
Maria Amália Delfim de Melo Coutrim  
Paulo Pedrão Rio Branco  
Rodrigo Bhering Andrade  
Verônica Valente Dantas

**Assunto:** Apuração de eventuais irregularidades envolvendo a aquisição de participação acionária, por subsidiária integral da Brasil Telecom S.A., no capital social da Internet Group Limited (Cayman), controladora da Internet Group do Brasil Ltda.

**Relatora:** Diretora Luciana Dias

## Relatório

### I. Objeto

1. Trata-se de processo administrativo sancionador instaurado pela Superintendência de Processos Sancionadores ("SPS") em conjunto com a Procuradoria Federal Especializada junto à CVM ("PFE" e, em conjunto com a SPS, "Acusação") e que discute a responsabilidade de administradores da Brasil Telecom S.A. ("BrT"), da Brasil Telecom Participações S.A. ("BTP") e da Opportunity Zain S.A. ("Opportunity Zain")<sup>1</sup> no âmbito de operação para a aquisição de participação, pela Brasil Telecom Subsea Cable Systems Ltd. ("BT Bermuda"), subsidiária integral da BrT, no capital social da Internet Group Limited (Cayman) ("IG"), controladora da Internet Group do Brasil Ltda. ("IG Brasil").

### II. Origem

2. O presente processo tem origem no Inquérito Administrativo CVM nº 09/2009, instaurado em 21.10.2009, com o objetivo de apurar *"eventuais irregularidades envolvendo a aquisição de participação acionária, por subsidiária da Brasil Telecom S.A., no capital social da Internet Group Limited (Cayman), controladora da Internet Group do Brasil Ltda."* (fl. 1).

3. O referido inquérito administrativo, por sua vez, teve origem em proposta da Superintendência de Relações com Empresas ("SEP") (fls. 4-14) elaborada com base em (i) reclamação apresentada à CVM pela Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil – PREVI e pela Fundação Petrobrás de Seguridade Social – PETROS; (ii) reclamação apresentada à CVM pela BTP e pela BrT, sob nova administração, em 20.3.2006; (iii) diligências conduzidas pela Superintendência de Fiscalização Externa ("SFI"), a pedido da SEP, antes da instauração do inquérito; e (iv) consulta formulada pela SEP à PFE.

#### ***i) Reclamação apresentada por PREVI e PETROS***

4. Na qualidade de acionistas diretas e indiretas da BTP, PREVI e PETROS apresentaram reclamação à CVM em 17.2.2005 (fls. 49-185), alegando, em suma, que:

- (i) em 18.12.2003, teria sido realizada reunião prévia dos acionistas da Invitel S.A. ("Invitel"), controladora indireta da BTP e da BrT, com o objetivo de definir a orientação de voto dos membros do conselho de administração dessas duas últimas companhias nas reuniões que seriam realizadas na mesma data para aprovar o que se chamou de "Projeto Tupy", o qual consistiria na aquisição do IG por subsidiária da BrT;
- (ii) nessa reunião, as reclamantes teriam votado contrariamente à aprovação do projeto, uma vez que não haveria informações suficientes para a tomada de decisão; ainda assim, a matéria teria sido aprovada pela maioria dos acionistas;
- (iii) em função de negativas para a prestação de informações e do adiamento de reuniões do conselho de administração, os membros do conselho da BTP indicados pelas reclamantes teriam enfrentado dificuldades para verificar se a aquisição do IG, tal como divulgada pela BTP por meio de fatos relevantes, estava sendo feita em condições de mercado e no interesse da própria BTP, configurando um

cerceamento do exercício das atribuições legais dos membros do conselho de administração, tal como descritas no art. 142, III, da Lei nº 6.404, de 1976<sup>2</sup>;

- (iv) dentre os acionistas do IG, seria possível identificar alguns integrantes do grupo *Opportunity*, o qual também detinha participação na BTP e, por meio dos administradores por ele indicados, seria responsável pelo cerceamento de informações aos acionistas minoritários;
- (v) pelo menos um dos acionistas do IG que teriam alienado ações à subsidiária da BrT (NG9 Internet Investments Ltd.) parecia integrar o grupo *Opportunity*;
- (vi) alguns acionistas do IG que teriam optado por não alienar suas ações à BT Bermuda e aos quais teria sido assegurada uma oferta de aquisição de ações por parte dessa sociedade seriam vinculados ao grupo *Opportunity*;
- (vii) considerando tais vínculos entre acionistas do IG e o grupo *Opportunity*, seria possível afirmar que a Opportunity Zain, detentora de 67,82% do capital votante da Invitel, estaria em posição de conflito de interesses na reunião prévia de acionistas dessa sociedade em que foi aprovada a orientação de voto dos membros do conselho de administração da BTP e da BrT para aquisição do controle do IG;
- (viii) além disso, tendo em vista a ausência de informações detalhadas sobre os acionistas do IG, os direitos que detinham nessa sociedade e a oferta que lhes foi assegurada pela BT Bermuda, também seria possível identificar falhas na divulgação de informações sobre a operação ao mercado;
- (ix) por fim, a submissão do Projeto Tupy à reunião prévia de acionistas da Invitel corresponderia a uma medida para burlar o estatuto social da BTP, sua controlada, segundo o qual competiria privativamente à assembleia geral dessa companhia aprovar contratos de longo prazo entre a própria BTP ou suas controladas, de um lado, e seu controlador, sociedades controladas, coligadas, sujeitas a controle comum ou controladoras daquele, de outro; e
- (x) tendo em vista (a) que a aquisição do IG foi aprovada em reunião do conselho de administração da BTP e da BrT em 18.12.2003; (b) que em 18.5.2004 foi divulgado fato relevante para informar a aceitação, por parte de acionistas do IG, de oferta de aquisição de suas ações; e (c) que as condições dessa oferta foram estendidas até agosto de 2005 aos acionistas do IG, seria possível identificar um negócio de longo prazo e, conseqüentemente, a violação ao estatuto social da BTP.

5. Diante da reclamação apresentada por PREVI e PETROS, tanto a administração da BTP quanto a administração da BrT foram chamadas pela SEP a se manifestar (fls. 331-334). Em resposta apresentada conjuntamente (fls. 211-330), os diretores de relações com investidores dessas companhias indicaram que:

- (i) considerando sua importância estratégica para a BrT e o disposto em acordo de acionistas da Invitel, o Projeto Tupy foi objeto de avaliação econômico-financeira e posterior submissão à apreciação dos acionistas da Invitel em reunião prévia;

- (ii) todas as informações pertinentes ao Projeto Tupy foram apresentadas em reunião prévia realizada em 11.12.2003, quando a matéria foi retirada de pauta para que os acionistas da Invitel pudessem melhor avaliá-las e esclarecer eventuais dúvidas; em seguida, em reunião realizada em 18.12.2003, foram novamente prestadas informações sobre a operação e o Projeto Tupy foi aprovado;
- (iii) não obstante a apresentação de uma análise minuciosa do projeto nas reuniões prévias de acionistas da Invitel e nas reuniões dos conselhos de administração da BTP e da BrT, as diretorias da BTP e da BrT se comprometeram a apresentar aos conselhos das respectivas companhias a estrutura final do Projeto Tupy antes do fechamento do negócio, o que ocorreu em 22.11.2004;
- (iv) previamente a essa data, os membros do conselho de administração da BTP indicados pela PREVI e pela PETROS solicitaram informações à diretoria acerca da estrutura final da operação, porém, esta não estava definida; ainda assim, considerando que todas as informações existentes à época teriam sido enviadas a tais conselheiros, não se poderia falar em cerceamento de suas atividades;
- (v) o acionista do IG que alienou sua participação à subsidiária da BrT e que foi indicado pelas reclamantes como integrante do suposto "grupo *Opportunity*" não seria controlador, ou controlado, nem estaria sob controle comum de qualquer acionista integrante, direta ou indiretamente, do bloco de controle da BTP e da BrT;
- (vi) ainda que um dos acionistas do IG que não alienou suas ações na operação fosse ligado ao bloco de controle da BTP e da BrT, esse fato seria irrelevante, uma vez que a operação teria sido realizada em bases comutativas e de mercado, no melhor interesse da BTP e da BrT;
- (vii) para evidenciar essas alegações, caberia destacar que (a) a oferta formulada pela BrT teria sido dirigida a todos os acionistas do IG nos mesmos termos de oferta formulada por uma de suas principais concorrentes; e (b) a oferta teria sido suportada por avaliação econômico-financeira;
- (viii) não haveria conflito de interesses da Opportunity Zain para a aprovação da operação, tendo em vista que operações entre partes relacionadas seriam autorizadas pela Lei nº 6.404, de 1976, desde que em condições equitativas, como se inferiria em seus artigos 117, §1º, "f", e 245<sup>3</sup>;
- (ix) o fato de acionistas do IG ligados ao "grupo *Opportunity*" não terem alienado suas ações tampouco seria um indício de conflito de interesses, tendo em vista que, no momento de sua aprovação, os acionistas da Invitel, incluindo a *Opportunity Zain*, teriam aprovado um valor máximo para a aquisição de até 100% das ações de emissão do IG, sem ter ciência de quais acionistas viriam a aceitar ou não a oferta a ser formulada pela BrT;
- (x) considerando que determinados acionistas do IG teriam direito de preferência para a aquisição de ações dessa sociedade e que teriam optado, em um primeiro momento, por não alienar as ações de sua titularidade à BrT, esta teria proposto a extensão em 9 meses do período no qual manteria a oferta de aquisição, em contrapartida à renúncia ao exercício do direito de preferência; e

- (xi) essa proposta, porém, não poderia ser considerada como um contrato de longo prazo para fins do art. 14 do estatuto social da BTP, razão pela qual teria sido suficiente a sua aprovação pelo conselho de administração dessa sociedade.

6. Depois de analisar tanto a reclamação apresentada por PREVI e PETROS quanto a manifestação endereçada pela administração da BTP e da BrT, a SEP concluiu que seriam necessárias diligências adicionais para apurar fatos relativos à operação, sobretudo com vistas ao suposto conflito de interesses alegado pelas reclamantes e ao descumprimento do estatuto social da BTP (fls. 336-349).

### **ii) Reclamação apresentada por BTP e BrT**

7. Em 20.3.2006, sob nova administração, BTP e BrT apresentaram reclamação conjunta à CVM em face de Daniel Valente Dantas ("Daniel Dantas") e de outros membros do que identificaram como grupo *Opportunity* (fls. 1.328-1.460; 1.463-1.466). Nesse documento<sup>4</sup>, as duas companhias reiteraram alegações feitas previamente por PREVI e PETROS no que diz respeito (i) à não aprovação do Projeto Tupy pela assembleia geral da BTP, com a consequente violação do estatuto social dessa sociedade; (ii) às informações divulgadas ao mercado pela antiga gestão das companhias; e (iii) ao suposto conflito de interesses da Opportunity Zain para aprovar a operação em reunião prévia de acionistas da Invitel.

8. Além disso, a reclamação apontou para o fato de que, em reunião do conselho de administração da BTP realizada em 18.12.2003, teria sido aprovado o Projeto Tupy e solicitado que a diretoria dessa companhia apresentasse ao conselho, previamente ao fechamento do negócio, a estrutura de aquisição de participação no IG.

9. Nesse sentido, a BTP teria divulgado fato relevante em 23.12.2003 para informar que sua administração estava autorizada a iniciar as negociações para a aquisição do IG. No entanto, apesar de a estrutura da operação ter sido apresentada e aprovada pelo conselho de administração da BTP apenas em 22.11.2004, a diretoria da companhia teria promovido a aquisição de ações representativas de 12,1% do capital do IG em 2 e 29.4.2004 e teria divulgado, em 18.5.2004, a apresentação de ofertas vinculantes a acionistas do IG.

10. Por fim, a nova gestão da BTP e da BrT argumentou que existiriam indícios de manipulação da avaliação do IG para justificar o alto preço pago pela BrT por ações de sua emissão.

### **iii) Diligências solicitadas pela SEP**

11. Entre 12.9.2005 e 27.4.2006, por solicitação da SEP, foi realizada inspeção na BTP, BrT, Invitel e *Opportunity Zain* com o objetivo de apurar irregularidades na aprovação do Projeto Tupy. Indicando os resultados dessa fiscalização, o Relatório de Inspeção CVM/SFI/GFE-5/Nº004/2006 (fls.31-47) apontou para as seguintes conclusões:

- (i) com base nas informações analisadas, não seria possível identificar nenhum prejuízo aos acionistas minoritários da BTP e da BrT com relação ao valor e às condições de aquisição do IG;

- (ii) tomando como base documentos que registrariam a efetiva transferência de ações, por parte de determinados acionistas do IG à BT Bermuda em abril de 2004 e o fato de que a estrutura final da operação teria sido apresentada ao conselho de administração da BTP e da BrT somente em 22.11.2004, seria possível concluir que os administradores da BTP e da BrT não teriam cumprido a decisão do conselho de administração de ambas as companhias no sentido de lhe apresentar, previamente ao fechamento do negócio, a estrutura final da operação;
- (iii) considerando que: (a) em 5.5.2005, BTP e BrT teriam divulgado fato relevante para informar que, por decisão da Justiça Federal do Distrito Sulista de Nova York, Daniel Dantas e o "Opportunity" estariam proibidos de realizar qualquer operação na qual o Opportunity Fund tivesse interesse direto ou indireto; e (b) que determinados acionistas do IG vinculados ao grupo Opportunity e ao Opportunity Fund teriam alienado suas ações à BT Bermuda em 26.7.2005, poderia restar configurada violação à decisão da justiça norte-americana; e
- (iv) com relação à violação da decisão acima mencionada e a outros pontos levantados por PREVI e PETROS, seria pertinente consultar a PFE.

**iv) Manifestação da PFE**

12. A SEP solicitou a manifestação da PFE (fls. 15-23), que, por sua vez, apresentou as considerações resumidas sobre pontos destacados pela SFI (fls. 24-30) e acrescentou que novas diligências deveriam ser feitas a fim de verificar se os administradores da BTP e da BrT teriam favorecido os controladores dessas sociedades na medida em que tinham ciência daquela decisão e ainda assim adquiriram ações de emissão do IG pertencentes a sociedades do grupo Opportunity. Por isso, a SEP propôs à Superintendência Geral a instauração de inquérito para aprofundar a apuração dos fatos relacionados à aquisição do IG pela BrT.

**III. Fatos**

13. Os fatos discutidos no presente processo estão relacionados à aquisição do controle do IG, sociedade constituída nas Ilhas Cayman, pela BT Bermuda, subsidiária integral da BrT ("Operação" ou "Projeto Tupy"). As considerações feitas pela Acusação, por sua vez, guardam relação direta com a composição acionária do IG e com a cadeia de controle da BT Bermuda, as quais são descritas a seguir.

**i) Estrutura acionária do IG**

14. Na época da Operação, o capital social do IG era dividido entre duas espécies e cinco classes de ações: ações ordinárias classe A, ações ordinárias classe B, ações preferenciais classe A, ações preferenciais classe B-1 e ações preferenciais classe B-2. Antes da transferência de seu controle acionário, em 24.11.2004, seu capital social encontrava-se distribuído entre seus acionistas da seguinte forma:

Acionist a	Ações Ordinárias				Ações Preferenciais					
	A	%	B	%	A	%	B-1	%	B-2	%
GP Holdings	1.875. 250	25,00 %	0	0,00 %	0	0,00 %	0	0,00 %	0	0,00 %

Acionista	Ações Ordinárias				Ações Preferenciais					
	A	%	B	%	A	%	B-1	%	B-2	%
Inc.										
Global Internet Investments	1.875.250	25,00 %	1.723.600	7,88 %	411.009	6,58 %	735.545	33,58 %	0	0,00 %
Global Invest. and Consulting Inc.	3.750.500	50,00 %	1.710.500	7,82 %	504.792	8,08 %	0	0,00 %	0	0,00 %
Opportunity Fund	0	0,00 %	370.500	1,69 %	0	0,00 %	0	0,00 %	0	0,00 %
Vicência Participações Ltda.	0	0,00 %	4.168.848	19,05 %	0	0,00 %	0	0,00 %	0	0,00 %
Invest III Inc.	0	0,00 %	0	0,00 %	192.416	3,08 %	0	0,00 %	0	0,00 %
Nova Tarrafa Inc.	0	0,00 %	0	0,00 %	59.492	0,95 %	0	0,00 %	0	0,00 %
Nova Tarrafa Part. Ltda	0	0,00 %	2.056.152	9,40 %	0	0,00 %	700.614	31,98 %	854.525	84,22 %
Blue Star I, LLC	0	0,00 %	0	0,00 %	34.793	0,56 %	0	0,00 %	0	0,00 %
TH Lee Putnam Parallel Vent., LP	0	0,00 %	0	0,00 %	1.228.105	19,67 %	0	0,00 %	0	0,00 %
TH Lee Putnam Ventures, LP	0	0,00 %	0	0,00 %	1.619.332	25,93 %	0	0,00 %	0	0,00 %
THLi Coinvestments Partners, LLC	0	0,00 %	0	0,00 %	91.633	1,47 %	0	0,00 %	0	0,00 %
UBS Capital Americas III, LP	0	0,00 %	0	0,00 %	1.412.585	22,62 %	0	0,00 %	0	0,00 %
UBS Capital Americas Nominees B.V.	0	0,00 %	0	0,00 %	74.347	1,19 %	0	0,00 %	0	0,00 %



Acionista	Ações Ordinárias				Ações Preferenciais					
	A	%	B	%	A	%	B-1	%	B-2	%
Ideas & Solutions	0	0,00 %	0	0,00 %	50.592	0,81 %	0	0,00 %	0	0,00 %
Dunia Khazaal Company	0	0,00 %	0	0,00 %	8.886	0,14 %	0	0,00 %	0	0,00 %
Al Nahda Investment	0	0,00 %	0	0,00 %	237.910	3,81 %	0	0,00 %	0	0,00 %
Digital Network Investments Ltd.	0	0,00 %	5.717.500	26,13 %	319.223	5,11 %	754.494	34,44 %	0	0,00 %
Andrade Gutierrez Contractors Inc.	0	0,00 %	1.723.600	7,88 %	0	0,00 %	0	0,00 %	160.151	15,78 %
Infinity Trading Ltd.	0	0,00 %	1.723.600	7,88 %	0	0,00 %	0	0,00 %	0	0,00 %
NG9 Internet Investments	0	0,00 %	1.185.800	5,42 %	0	0,00 %	0	0,00 %	0	0,00 %
Diretores do IG Brasil	0	0,00 %	1.504.718	6,88 %	0	0,00 %	0	0,00 %	0	0,00 %
Subtotais	7.501.000	100,00 %	21.884.818	100,00 %	6.245.115	100,00 %	2.190.653	100,00 %	1.014.676	100,00 %
TOTAL	38.836.262									

15. Dentre os direitos assegurados por cada uma dessas espécies e classes de ações, caberia destacar que, nos termos do estatuto social do IG, (i) as ações ordinárias classe A conferiam aos seus titulares o direito de voto em proporção semelhante ao número de ações detidas; (ii) as ações preferenciais classe B não conferiam aos seus titulares o direito de voto; e (iii) as ações preferenciais classe A conferiam aos seus titulares o direito de voto, o direito de convertê-las em ações ordinárias classe A e, ainda, o direito de veto sobre determinadas matérias.

16. Observado o disposto na tabela acima, 76,19% das ações preferenciais classe A eram detidas por três grupos de acionistas: (i) o grupo ora designado como "THLee", que compreendia os acionistas Blue Star I, L.L.C., THLi Coinvestment Partners, L.L.C., TH Lee Putnam Parallel Ventures, L.P., TH Lee Putnam Ventures L.P.; (ii) o grupo ora designado como "UBS", que compreendia os acionistas UBS Capital Americas III, L.P. e UBS Capital Americas Nominees, B.V. e que, em conjunto com o primeiro grupo, detinha 71,44% de tais ações; e (iii) o grupo ora designado como "Árabe", que compreendia os acionistas *Ideas & Solutions*, *Dunial Khazaal Company* e *Al Nahda Investment*. Os grupos THLee, UBS e Árabe foram designados conjuntamente pela Acusação como "Fundos Estrangeiros".

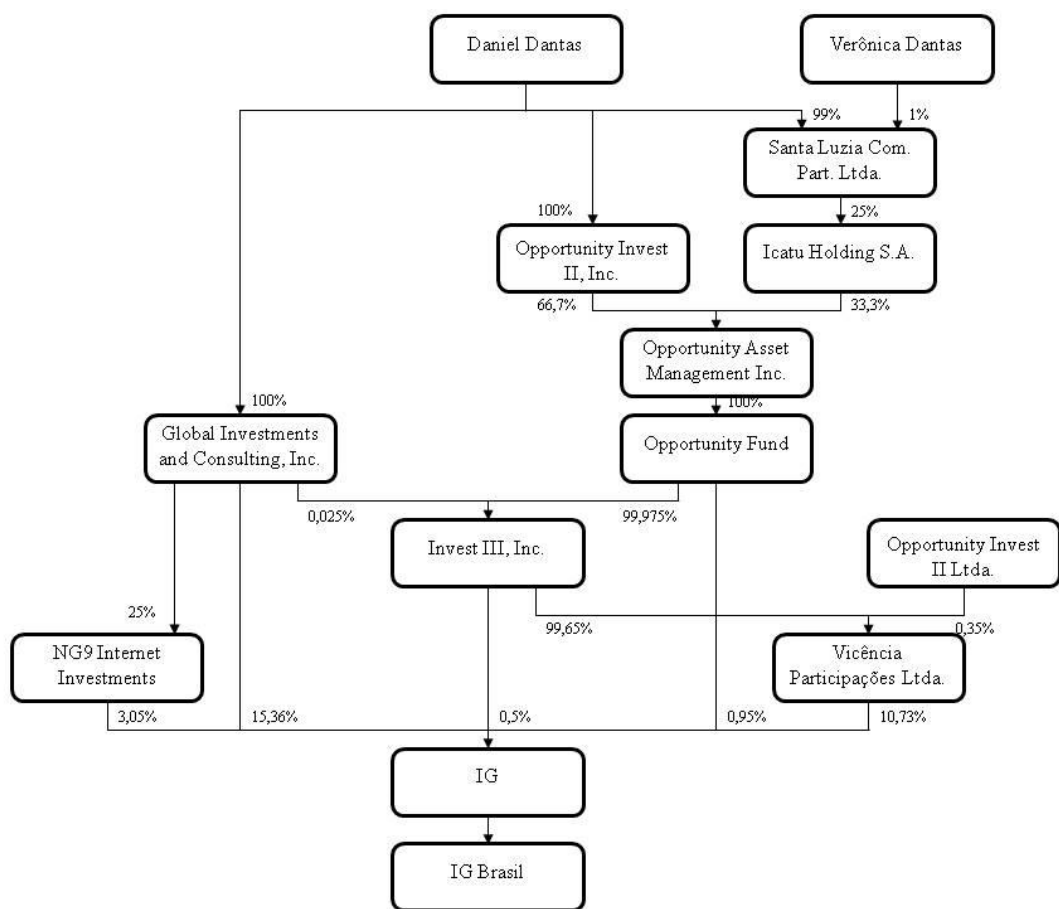
17. Ainda nos termos do estatuto social do IG, seu conselho de administração (*board of directors*) poderia ser formado por até 11 membros. A indicação de tais membros, porém, foi regulada por acordo celebrado entre os acionistas do IG, segundo o qual: (i) os grupos THLee e UBS detinham o direito de nomear 3 membros do conselho; (ii) a *Digital Network Investments Ltd.* ("*Digital Network*"), sociedade controlada indiretamente pela Tele Norte Leste Participações S.A. ("*Telemar*"), tinha direito de indicar 1 membro; e (iii) os demais membros do conselho de administração, isto é, até 7 membros seriam indicados pela GP Holdings Inc., pela *Global Internet Investments* e pela *Global Investment and Consulting Inc.* ("*Global I&C*"), sendo que metade deles seria indicada conjuntamente pelas duas primeiras sociedades e a outra metade pela última e, tratando-se de número ímpar, o último membro do conselho seria indicado conjuntamente pelas três.

18. Desse modo, enquanto o estatuto social do IG asseguraria direitos de veto aos titulares de ações preferenciais classe A (cujas maioria era formada pelos Fundos Estrangeiros), o acordo de acionistas dessa sociedade asseguraria aos titulares de ações ordinárias classe A (*GP Holdings Inc.*, *Global Internet Investments* e *Global I&C*) a indicação da maioria dos membros do conselho de administração.

19. Antes mesmo da aquisição do controle do IG, a BTP já detinha participação indireta nessa sociedade. Isso porque, dentre os acionistas indicados na tabela acima, dois – Nova Tarrafa Inc. e Nova Tarrafa Participações Ltda. – seriam subsidiárias da BTP. No entanto, as participações antes detidas não assegurariam à BTP quaisquer poderes decisórios sobre o IG.

20. Além disso, com base em documentos obtidos ao longo das investigações e, sobretudo, com base em documentos obtidos junto às autoridades das Ilhas Cayman e das Ilhas Virgens Britânicas por força do Memorando Multilateral de Entendimentos da IOSCO, a Acusação verificou que outros acionistas do IG teriam relação com o que chamou de "Grupo Opportunity" e, como se verá abaixo, com a cadeia de controle da BTP.

21. Em resumo, recompondo a estrutura societária de cada um dos acionistas do IG, a Acusação constatou que tanto Daniel Dantas quanto Verônica Valente Dantas ("*Verônica Dantas*"), pessoas físicas vinculadas ao chamado "Grupo Opportunity", deteriam participações indiretas nessa sociedade. O resultado das investigações conduzidas pela Acusação encontra-se indicado no organograma a seguir:



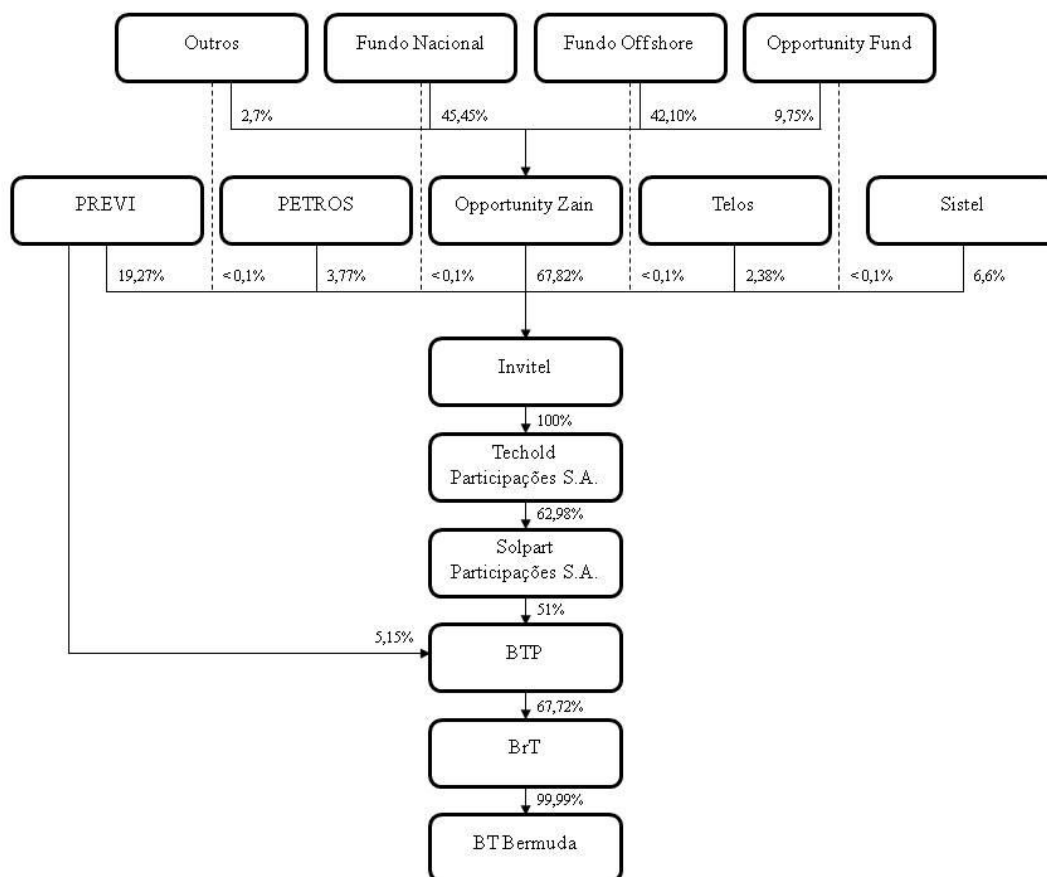
22. Com base nos percentuais indicados no organograma acima, a Acusação apurou que, antes da aquisição do controle do IG pela BT Bermuda, Daniel Dantas deteria indiretamente 25,22% do capital social do IG, enquanto Verônica Dantas deteria indiretamente 0,01% do capital da mesma sociedade.

23. Adicionalmente, a Acusação verificou que, quando da realização da Operação, Daniel e Verônica Dantas também exerciam cargos na administração de parte das sociedades indicadas nesse organograma, como abaixo demonstrado.

<b>Sociedade</b>	<b>Administradores</b>
Global Investment and Consulting Inc.	Daniel Dantas e Verônica Dantas
Vicência Participações Ltda.	Invest III Inc. e Opportunity Invest II Ltda.
Invest III Inc.	Daniel Dantas e Verônica Dantas
Opportunity Fund	Opportunity Asset Management Inc.
Opportunity Asset Management Inc.	Daniel Dantas, Verônica Dantas e Dório Ferman
Opportunity Invest II Inc.	Daniel Dantas, Verônica Dantas e Dório Ferman
Santa Luzia Comercial e Participações Ltda.	Daniel Dantas e Verônica Dantas

**ii) Estrutura acionária da BrT**

24. Quando da aprovação da estrutura final do Projeto Tupy pelo conselho de administração da BTP e da BrT, em 22.11.2004, a estrutura acionária da BrT correspondia à seguinte:



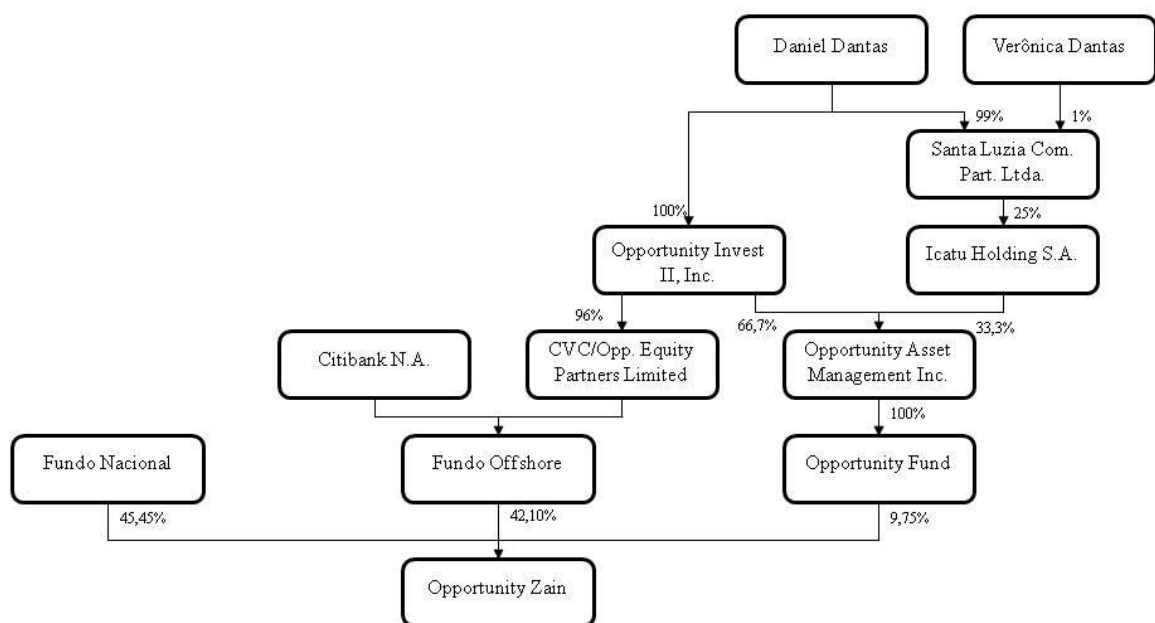
25. Conforme se depreende do organograma acima, a BrT era indiretamente controlada pela Opportunity Zain, sociedade brasileira que, por sua vez, tinha como principais acionistas o CVC/Opportunity Equity Partners Fundo de Investimento em Ações ("Fundo Nacional"), o CVC/Opportunity Equity Partners, L.P. ("Fundo Offshore") e o Opportunity Fund, sendo estes dois últimos constituídos sob as leis das Ilhas Cayman.

26. Em relação a esses acionistas, a Acusação destacou que:

- (i) por força de um acordo operacional (fls. 3.508-3.532), o Fundo Offshore, o Fundo Nacional e o Opportunity Fund deveriam realizar seus investimentos e desinvestimentos no Brasil conjuntamente (*side-by-side investments*);

- (ii) também teria sido celebrado entre os acionistas da Opportunity Zain, em conjunto com os administradores de cada um deles, um acordo designado como "Acordo Guarda-Chuva" (**Umbrella Agreement**) e que regulava, dentre outros assuntos, o exercício do direito de voto dos acionistas em caso de destituição de seus respectivos administradores (fls. 4.171-4.197);
- (iii) o Fundo Offshore teria como sócios o Citibank N.A. (sociedade sediada nos Estados Unidos) e a *CVC/Opportunity Equity Partners Ltd.* (sociedade sediada nas Ilhas Cayman), sendo que, por força do acordo de constituição do fundo<sup>5</sup> e da própria legislação de Cayman<sup>6</sup>, enquanto o primeiro teria sido responsável pelo aporte de recursos, o segundo seria exclusivamente responsável pela administração e gestão desses recursos;
- (iv) o contrato social do Fundo Offshore determinaria a existência de um conselho consultivo com membros indicados pelo Citibank N.A. e com a prerrogativa de anuir com ou vetar determinadas operações, dentre as quais aquelas que envolvessem conflitos de interesses<sup>7</sup>; e
- (v) Daniel Dantas seria um dos três administradores da *CVC/Opportunity Equity Partners Ltd.* e, tanto no prospecto quanto no contrato social do Fundo Offshore, seria indicado como o "homem chave" (**key man**) na condução dos negócios do fundo<sup>8</sup>.

27. Além disso, considerando a composição acionária da *CVC/Opportunity Equity Partners Ltd.*, a Acusação indicou que a cadeia de controle da Opportunity Zain corresponderia à seguinte:



28. Tendo em vista essa estrutura, a Acusação concluiu que, além de possuir participação indireta no IG, Daniel Dantas também possuiria participação indireta na companhia controladora da BrT, Opportunity Zain, além de ser o principal administrador do Fundo Offshore.

29. Além disso, a Acusação destacou que, dentre os acionistas da Invitel, vigorava desde 1998 um acordo para regular, entre outras matérias, o exercício do direito de voto em determinadas deliberações (fls. 3.769-3.783). Como exemplo, para a aprovação do Projeto Tupy, seria necessária a realização de reunião prévia de acionistas, na qual a aprovação do projeto dependeria do voto afirmativo de acionistas que representassem, no mínimo, 72% do capital social da Invitel. As deliberações tomadas em reunião prévia vinculariam o voto dos membros do conselho de administração de sociedades investidas que tivessem sido indicados pela Invitel e, caso tais deliberações fossem desobedecidas, caberia a substituição do conselheiro responsável pelo voto contrário.

30. Ainda, a Acusação chamou a atenção para os seguintes integrantes da administração das sociedades constantes da cadeia de controle da BrT na época de aquisição do controle do IG:

Companhia	Conselheiros	Diretores
Opportunity Zain	Verônica Dantas (presidente), Maria Amália Delfim de Melo Coutrim e Danielle Silbergleid Ninio.	Não identificados

Invitel	Verônica Dantas (presidente), Maria Amália Delfim de Melo Coutrim e L.F.F.	Não identificados
BTP	L.O.M.V. (presidente), Verônica Dantas, A.J.C., C.B.T.R., C.A.A. e L.F.F.	H.J.R.B. (Diretor Presidente) e Paulo Pedrão Rio Branco (Diretor Financeiro e DRI).
BrT	E.S.F. (presidente), Rodrigo Bhering Andrade, Maria Amália Delfim de Melo Coutrim, E.C.S., R.W.B., D.M.P. e F.R.M.F.	Paulo Pedrão Rio Branco (Diretor Financeiro) e Carla Cico (Diretora Presidente e DRI).
BT Bermuda	Paulo Pedrão Rio Branco e Carla Cico.	Paulo Pedrão Rio Branco (Diretor Financeiro) e Carla Cico (Diretora Presidente).

### **iii) Aquisição do IG**

31. Na cadeia de controle da BrT, a aquisição do IG pela BT Bermuda foi aprovada primeiramente em reunião prévia dos acionistas da Invitel, a qual foi realizada em 18.12.2003. Nessa oportunidade, o Projeto Tupy foi aprovado por acionistas que representavam 76,96%<sup>9</sup> do capital social da Invitel, sendo que votaram em contrário apenas PETROS e PREVI, sob a alegação de que não teriam tido acesso às informações necessárias para aquela deliberação.

32. Com base no resultado dessa votação, os membros do conselho de administração da BTP e da BrT eleitos por indicação da Invitel foram instruídos por essa sociedade a aprovar a Operação em reuniões agendadas para o mesmo dia 18.12.2003. Conforme carta de convocação dessas reuniões, o objeto de deliberação correspondia à *"aquisição de até 100% das ações do IG – Internet Group, observado o limite de US\$145 milhões (cento e quarenta e cinco milhões de dólares) para o valor da empresa, podendo existir diferenciação de preços entre as diversas classes de ações que comp[unham] o capital do IG"* (fl. 1037).

33. Tanto na reunião do conselho da BTP quanto na reunião do conselho da BrT, aprovou-se o Projeto Tupy por unanimidade. Além disso, determinou-se que a administração das respectivas companhias *"apresentasse, antes do fechamento do negócio, a estrutura da aquisição objeto do Projeto Tupy"* (fls. 277 e 281).

34. Diante desses fatos, a Acusação destacou que a aprovação da Operação ocorreu somente em reunião prévia de acionistas da Invitel e reuniões do conselho de administração da BTP e da BrT, não tendo sido objeto de deliberação pelos acionistas da Opportunity Zain, controladora direta da Invitel.

35. Ademais, a Acusação observou que Verônica Dantas teria participado, na qualidade de conselheira, de reunião do conselho da BTP, mesmo sendo acionista indireta do IG e administradora da Global I&C, da Invest III Inc. ("Invest III") e da Opportunity Asset Management Inc., todas acionistas diretas ou indiretas do IG.

36. Após as reuniões do conselho de administração da BTP e da BrT, em 23.12.2003, as duas companhias divulgaram fato relevante para informar ao mercado o início das negociações para aquisição do controle do IG.

37. Pouco depois, em 29.3.2004, a Telemar, concorrente da BrT, enviou uma proposta a todos os acionistas do IG, oferecendo U\$100 milhões pela totalidade do capital social da companhia, o que equivalia a uma oferta de US\$ 2,575 por ação, sujeita a alterações em função da variação do valor dos ativos e passivos do IG.

38. Em 2 e 29.4.2004, mesmo antes da apresentação da estrutura final do Projeto Tupy aos conselhos de administração da BTP e da BrT, a BT Bermuda adquiriu 4.758.183 ações preferenciais classe A de emissão do IG, correspondentes a 76,19% das ações dessa classe, a 12,25% do capital social total do IG e a 12,79% de seu capital votante. Referida participação foi adquirida pelo preço de US\$ 10,508 por ação, com base em contratos celebrados com os três Fundos Estrangeiros e nos quais a BT Bermuda foi representada por Carla Cico e Paulo Pedrão. Como consequência dessa aquisição, os conselheiros do IG indicados pelos Grupos THLee e UBS renunciaram aos seus respectivos cargos.

39. Ademais, em 20.4, 5.5 e 12.5.2004, a BrT encaminhou oferta aos demais acionistas do IG, comprometendo-se a pagar US\$ 2,575 por ação, sem distinção de espécie ou classe. De acordo com critérios estabelecidos na própria oferta, esse valor foi posteriormente corrigido para US\$ 2,785; sendo, portanto, 3,77 vezes inferior àquele pago por ação aos Fundos Estrangeiros.

40. Como consequência das aquisições promovidas pela BrT, a Telemar teria desistido da compra de ações de emissão do IG e teria aprovado a aceitação da oferta feita pela BrT para a alienação da participação detida por sua controlada Digital Network. No entanto, com base em documentos societários da Telemar, a Acusação indicou que esta sociedade não teria conhecimento, assim como o mercado, do valor oferecido pela BT Bermuda aos Fundos Estrangeiros.

41. Em 18.5.2004, após as aquisições de ações e o envio de propostas acima mencionadas, BTP e BrT divulgaram novo fato relevante ao mercado informando que: (i) em resposta às ofertas vinculantes previamente encaminhadas, haviam recebido aceitações por parte da GP Holdings Inc., Global Internet Investments, Digital Network, Andrade Gutierrez Contractors, Infinity Trading Ltd., NG9 Internet Investments, Fundos Estrangeiros e administradores do IG; e (ii) as ações detidas por esses acionistas representariam 63% do capital social total do IG. Conforme destacado pela Acusação, tal fato relevante não mencionava que as ações detidas pelos Fundos Estrangeiros já haviam sido adquiridas.

42. Não obstante a divulgação dessas informações, a aprovação da estrutura final do Projeto Tupy pelos conselhos de administração da BTP e da BrT se deu apenas em 22.11.2004. Nessas reuniões estiveram presentes Carla Cico e Paulo Pedrão, na qualidade de diretores, e Verônica Dantas, que, na qualidade de conselheira da BTP, votou pela aprovação da Operação.

43. Com base em apresentação feita pela diretoria ao conselho de administração de cada uma dessas sociedades, a qual foi anexada às atas das respectivas reuniões, a Acusação apurou que: (i) os Fundos Estrangeiros foram mencionados dentre os acionistas do IG que ainda iriam alienar suas ações à BT Bermuda, mesmo já tendo alienado suas respectivas participações meses antes; (ii) o valor total aprovado para aquisição de 100% das ações de emissão do IG seria de US\$145 milhões; e (iii) quatro acionistas do IG (Opportunity Fund, Vicência Participações Ltda., Invest III e Global I&C)



não teriam alienado suas ações e, ainda, teriam direito de preferência para a aquisição das ações detidas pela GP Holdings e pela Global Internet Investments, sem as quais a BrT não poderia exercer o controle do IG.

44. Em virtude dessa última constatação, seria negociada a renúncia do direito de preferência por parte dos acionistas remanescentes do IG em troca da extensão da oferta de compra de suas ações até agosto de 2005, assegurado o mesmo preço pago aos demais acionistas.

45. Ato contínuo, foi divulgado novo fato relevante pela BTP e pela BrT em 24.11.2004, no qual se mencionou que teriam sido adquiridas 24.467.923 ações de emissão do IG pelo valor de US\$104,892 milhões. Esse mesmo fato relevante, porém, não trataria da diferença de valor pago por ação aos Fundos Estrangeiros e aos demais acionistas do IG.

46. Finalmente, novo fato relevante teria sido divulgado em 27.7.2005 para informar que a BTP e a BT Bermuda deteriam 98,2% do capital social do IG. Para o cálculo desse percentual, teria sido considerada a alienação de ações ordinárias classe B pelo Opportunity Fund e pela Vicência Participações Ltda. ("Vicência") e de ações ordinárias classes A e B pela Global I&C como decorrência do exercício das opções de venda antes outorgadas pela BT Bermuda. Em oposição, a Global I&C teria permanecido titular de ações preferenciais classe A e a Invest III teria mantido suas ações da mesma classe.

47. Segundo os cálculos da Acusação, com base na participação indiretamente detida no IG, Verônica Dantas teria recebido indireta e aproximadamente US\$10,5 mil em razão da Operação.

#### **iv) Avaliação do IG**

48. Além da diferença entre o valor pago aos Fundos Estrangeiros e aos demais investidores por ações de emissão do IG, a Acusação também investigou o processo de definição do valor total pago pela BT Bermuda por ações daquela sociedade.

49. Nesse sentido, a Acusação indicou que, desde 2003, era cogitada a realização de uma oferta pública inicial de ações do IG. No âmbito das discussões sobre esse projeto, em 16.12.2003 e, portanto, dois dias antes da aprovação do Projeto Tupy pelos conselhos da BTP e da BrT, o conselho de administração da IG Brasil, controlada pelo IG, teria aprovado um valor mínimo de pré-investimento (**pre-money value**) correspondente a US\$70 milhões. No entanto, nem os documentos dessa sociedade nem os depoimentos de seus administradores teriam sido suficientes para informar como esse valor havia sido calculado.

50. Por outro lado, documentos obtidos pela Acusação demonstrariam que, em 29.12.2003, a administração do IG Brasil teria procedido a uma nova avaliação e teria atribuído ao IG o valor de US\$ 109,3 milhões.

51. Quando questionado sobre a nova avaliação e sobre a obtenção de valor superior ao apresentado previamente ao conselho de administração, o então diretor-financeiro do IG Brasil, F.K., explicou à Acusação que US\$ 70 milhões corresponderiam somente a um valor mínimo aprovado pelo conselho, enquanto o segundo valor decorreria da aplicação do método de fluxo de caixa descontado para avaliação do IG.

52. Em correspondências trocadas entre diretores do IG Brasil em 2.2.2004 e em apresentação preparada pela mesma diretoria, o IG teria sido avaliado, respectivamente, em US\$ 140 milhões e em US\$ 150,1 milhões. Segundo as mesmas correspondências e depoimento do então gerente financeiro do IG Brasil, R.G., tais valores teriam sido obtidos em vista de um cenário otimista, a pedido da BrT, para comprovar o investimento realizado no IG.

53. Paralelamente, em reunião dos conselhos de administração da BTP e da BrT de 18.12.2003, teria sido aprovado o investimento total de US\$145 milhões no IG. Posteriormente, o fato relevante de 18.5.2004 mencionou que o valor que seria pago aos acionistas que tinham aceitado a oferta vinculante da BT Bermuda implicaria no valor total de US\$137,7 milhões para a aquisição de 100% das ações do IG.

54. Finalmente, nos termo da estrutura aprovada pelo conselho de administração da BTP e da BrT em 22.11.2004, o valor total para a aquisição de 100% do capital social do IG corresponderia a US\$145 milhões, tendo sido esse aproximadamente o valor mencionado no fato relevante de 24.11.2004.

55. Esse último fato relevante teria feito referência a duas **fairness opinions** emitidas pelo NM Rothschild & Sons (Brasil) Ltda. a pedido da BrT. A primeira delas, datada de 17.5.2004, declarava que o valor de mercado do IG estaria compreendido por uma faixa entre US\$128 milhões e US\$181 milhões. A segunda delas era datada de 24.11.2004 e indicava que o valor do IG estaria no intervalo entre US\$141 milhões e US\$201 milhões.

#### **IV. Acusação**

56. Depois de analisar os fatos acima relatados, a Acusação tratou separadamente de cada uma das possíveis infrações a eles relacionadas, as quais são apresentadas a seguir.

##### ***i) Não realização de assembleia geral da Opportunity Zain***

57. A Acusação ressaltou primeiramente que, quando da aprovação do Projeto Tupy na cadeia de controle da BrT, não teria sido realizada assembleia geral da Opportunity Zain.

58. A esse respeito, a Acusação indicou que:

(i) o parágrafo 1º do art. 2º do estatuto social da Opportunity Zain vigente quando da aprovação da Operação atribuía à sua assembleia geral a competência para *“exercer efetivamente o controle direto da Companhia e indireto das sociedades por ela controladas, dirigindo as atividades sociais e orientando o funcionamento de seus órgãos, especialmente com relação a: (...) (b) instrução de voto dos representantes da Companhia nas Assembleias Gerais de sociedades controladas ou coligadas; (...) (d) prática de quaisquer atos na condição de sócia ou acionista das sociedades de que participe (...); (e) aquisição de participações em sociedades que as submetam ao controle indireto da Companhia e prática de quaisquer atos na condição de titular das mesmas”* (fl. 9.840);

(ii) mesmo diante dessa disposição e do fato de que a Opportunity Zain era

controladora direta da Invitel e indireta da BrT, não foi realizada qualquer assembleia geral daquela companhia para aprovação do Projeto Tupy;

- (iii) tendo em vista o disposto nos artigos 123 e 142, IV, da Lei nº 6.404, de 1976<sup>10</sup>, bem como o silêncio do estatuto social da Opportunity Zain acerca da convocação de assembleias gerais, a responsabilidade sobre referidas convocações recairia sobre todos os membros do conselho de administração dessa sociedade;
- (iv) na época da aprovação da Operação, o conselho da Opportunity Zain seria formado por Verônica Dantas, Maria Amália Delfim de Melo Coutrim ("Maria Amália Coutrim") e Danielle Silbergleid Ninio ("Danielle Silbergleid"), as quais teriam deixado de convocar uma assembleia geral daquela companhia mesmo tendo ciência de que o Projeto Tupy seria objeto de deliberação no âmbito de reuniões prévias de acionistas e reuniões do conselho de administração de sociedades por ela controladas; e
- (v) o fato de que as três administradoras teriam tomado conhecimento, com antecedência, sobre a Operação que seria objeto de deliberação em 18.12.2003 seria comprovado tendo em vista que (a) não obstante o adiamento da deliberação sobre sua aprovação para 18.12.2003, o Projeto Tupy teria sido em parte discutido em reunião prévia da Invitel em 11.12.2003 e em reuniões do conselho de administração da BTP e da BrT realizadas em 12.12.2003; (b) Verônica Dantas teria participado da reunião do conselho de administração da BTP de 12.12.2003 e assinado, na qualidade de representante da Opportunity Zain, a convocação da reunião prévia de acionistas da Invitel para o dia 18.12.2003, na qual teria sido indicada como único item da pauta a aprovação do Projeto Tupy; (c) Maria Amália Coutrim teria estado presente nas reuniões do conselho de administração tanto da BTP quanto da BrT em 12.12.2003; e (d) Danielle Silbergleid seria, em conjunto com Maria Amália Coutrim, procuradora dos acionistas do grupo Opportunity nas reuniões prévias da Invitel de 2003.

59. Instadas a se manifestar preliminarmente sobre o entendimento da Acusação, Verônica Dantas, Maria Amália Coutrim e Danielle Silbergleid argumentaram, em resumo, que (i) as decisões relacionadas à BrT não costumavam ser objeto de deliberação no âmbito da Opportunity Zain, mas sim, da Invitel; (ii) tendo em vista que os acionistas da Opportunity Zain também seriam acionistas da Invitel, as deliberações tomadas no âmbito dessa última atingiriam o mesmo propósito que uma assembleia geral da Opportunity Zain e, portanto, a tornariam desnecessária.

60. A Acusação, por sua vez, entendeu que a representatividade dos acionistas da Opportunity Zain não seria a mesma no capital social dessa sociedade e no da Invitel. Ainda que a representatividade dos acionistas fosse a mesma em ambas as sociedades, considerando a determinação estatutária para a realização de uma assembleia geral, não caberia ao conselho de administração qualquer análise de conveniência e oportunidade. Pelo contrário, a convocação de tal assembleia seria uma obrigação indeclinável.

61. Como consequência, a Acusação entendeu que acionistas da Opportunity Zain, como o Fundo Offshore e o Fundo Nacional, teriam tido seu direito de voto cerceado e que Verônica Dantas, Maria Amália Coutrim e Danielle Silbergleid deveriam ser responsabilizadas por terem deixado de convocar uma assembleia geral daquela sociedade para deliberar sobre a Operação. Segundo a Acusação, tais administradoras

teriam violado os artigos 123, c/c o art. 142, IV, da Lei nº 6.404, de 1976, e art. 2º, §1º, do estatuto social da Opportunity Zain.

**ii) Conflito de interesses de administrador**

62. O segundo ponto explorado pela Acusação corresponde ao fato de que, na qualidade de membro do conselho de administração da BTP, Verônica Dantas teria participado das reuniões dos dias 18.12.2003 e 22.11.2004 e votado favoravelmente ao Projeto Tupy em situação de conflito de interesses. Para justificar esse entendimento, a Acusação ressaltou que:

- (i) com base nas informações obtidas ao longo da investigação e previamente relatadas, seria possível comprovar que Verônica Dantas seria acionista indireta tanto da BTP e da BrT quanto do IG e que, portanto, teria interesse direto na Operação;
- (ii) junto a essa participação societária, o interesse pessoal de Verônica Dantas na Operação seria reforçado por sua vinculação ao acionista controlador das sociedades integrantes do grupo Opportunity; isso porque, além de ser irmã do controlador Daniel Dantas, ela também seria administradora de praticamente todas as sociedades direta ou indiretamente por ele controladas;
- (iii) assim, de um lado, o conflito de interesses poderia estar vinculado à relação familiar entre Verônica Dantas e o beneficiário da deliberação em que foi aprovado o Projeto Tupy;
- (iv) de outro, como exemplo de sua atuação próxima ao controlador na qualidade de administradora, poder-se-ia mencionar que, enquanto Daniel Dantas seria o único acionista da Global I&C, Verônica Dantas seria uma de suas administradoras e teria representado essa sociedade em assembleia geral da NG9 na qual foi aprovada a alienação da participação por ela detida no IG;
- (v) mesmo diante dessas circunstâncias, Verônica Dantas não teria consignado em ata a extensão de seu interesse e teria aprovado a Operação nas reuniões do conselho de administração da BTP realizadas em 18.12.2003 e 22.11.2004, o que violaria o disposto no art. 156 da Lei nº 6.404, de 1976; e
- (vi) nessa última oportunidade, o conflito seria agravado pelo fato de a deliberação incluir a aprovação da outorga de opção de venda de ações de emissão do IG a acionistas integrantes do grupo Opportunity e nos quais Verônica Dantas possuía participação indireta, como seria o caso do Opportunity Fund, da Vicência e da Invest III.

63. Em manifestação no âmbito da investigação, Verônica Dantas sustentou que os votos por ela declarados nas reuniões do conselho da BTP estariam vinculados à instrução recebida por força do acordo de acionistas da Invitel e que o fato de ela cumular cargos na administração de diferentes sociedades não seria suficiente para caracterizar qualquer conflito, ainda que tais sociedades fossem contrapartes em uma mesma transação.

64. Em oposição a essas alegações, a Acusação reiterou que o conflito identificado

decorreria do fato de Verônica Dantas ser acionista indireta das sociedades contrapartes na Operação, e não meramente administradora.

65. Em seguida, a Acusação afirmou que o posicionamento da CVM seria claro quanto à adoção da tese do conflito formal de interesses dos administradores, de modo que seria vedada *a priori* qualquer intervenção destes últimos em quaisquer operações em que tivessem interesse potencialmente conflitante com o da companhia.

66. Como consequência, a Acusação entendeu que, por não ter se absterido de votar nas reuniões do conselho de administração da BTP que trataram do Projeto Tupy, Verônica Dantas teria infringido o disposto no art. 156 da Lei nº 6.404, de 1976.

### **Conflito de interesse de acionista**

67. Outra questão analisada pela Acusação foi a existência de eventual conflito de interesse por parte dos acionistas da BrT para aprovação da Operação.

68. O assunto foi inicialmente abordado tendo em vista que o Opportunity Fund seria acionista indireto tanto da BrT quanto do IG e teria votado favoravelmente ao Projeto Tupy na reunião prévia de acionistas da Invitel realizada em 18.12.2003. A avaliação se concentrou sobre a manifestação do Opportunity Fund nessa reunião, sobretudo, por não ter sido realizada assembleia geral de acionistas da Opportunity Zain.

69. Ademais, a Acusação considerou que à época dos fatos prevalecia na CVM o entendimento de que o controle de voto dos acionistas deveria ser realizado *a posteriori*, com a demonstração de sua finalidade lesiva, de modo que, para fins do art. 115, §1º, da Lei nº 6.404, de 1976, seria necessário apurar se o posicionamento do Opportunity Fund teria sido prejudicial às sociedades de que participava.

70. Com base nas investigações, a principal suspeita era a de que pudesse ter ocorrido a manipulação do valor de mercado do IG, levando a BrT a pagar um valor superior ao devido pelas ações de sua emissão. No entanto, em suas conclusões, a Acusação indicou que não teria sido possível identificar qualquer irregularidade com relação à determinação do valor das ações do IG e, conseqüentemente, qualquer dano à BrT e aos seus acionistas ou benefício aos acionistas do IG vinculados ao grupo Opportunity. Segundo a Acusação, apesar de terem sido encontradas irregularidades quanto à sua divulgação e não ter sido comprovada a justificativa utilizada pela diretoria da BrT para a fixação de tal preço, não seria possível considerar que este fosse manifestamente irrazoável.

71. Assim, partindo da tese do conflito material de interesses dos acionistas, a Acusação afirmou que, mesmo que a aprovação do Projeto Tupy tivesse ocorrido em assembleia geral da Opportunity Zain (e não em reunião prévia dos acionistas da Invitel), restaria afastada a hipótese de conflito de interesses por parte do Opportunity Fund.

### **Operação de aquisição das ações detidas pelos Fundos Estrangeiros**

72. A Acusação também chamou a atenção para irregularidades envolvendo a aquisição, pela BT Bermuda, de ações preferenciais classe A de emissão do IG detidas pelos Fundos Estrangeiros, tendo apontado primeiramente que:

- i. em reuniões realizadas em 18.12.2003, os conselho de administração da BTP e da BrT teriam determinado expressamente que, antes da concretização da compra de ações de emissão do IG, a estrutura final do Projeto Tupy deveria ser a eles apresentada;
  - ii. contudo, apesar de a aprovação da estrutura final por esses órgãos ter ocorrido somente em reuniões realizadas em 22.11.2004, a BT Bermuda teria adquirido ações de emissão do IG detidas pelos Fundos Estrangeiros em abril de 2004;
  - iii. nessas operações, a BT Bermuda teria sido representada por Carla Cico e Paulo Pedrão;
  - iv. além disso, como resultado dessas operações, teria adquirido ações preferenciais classe A que lhe assegurariam determinados poderes de veto e que seriam essenciais para a aquisição do controle do IG;
73. o valor pago pelas ações detidas pelos Fundos Estrangeiros seria 3,77 vezes superior ao pago pelas ações detidas por outros acionistas do IG;
74. ainda que fossem relevantes tanto por seu caráter estratégico quanto pelo preço oferecido aos Fundos Estrangeiros, essas aquisições não teriam sido objeto de divulgação ao mercado nem teriam sido informadas ao conselho de administração da BTP e da BrT na época de sua conclusão;
75. além disso, não obstante tais operações terem sido realizadas em abril de 2004, um fato relevante divulgado pela BTP e pela BrT em 18.5.2004 incluiria os Fundos Estrangeiros dentre os acionistas que tinham apenas aceitado as ofertas vinculantes da BrT e não mencionaria o preço diferenciado que teria sido oferecido por suas ações;
76. posteriormente, em novo fato relevante da BTP e da BrT datado de 24.11.2004, os Fundos Estrangeiros teriam sido considerados como parte dos acionistas do IG que alienariam suas ações naquele momento, não obstante terem procedido a tal alienação seis meses antes;
77. a responsabilidade pelas falhas na divulgação da aquisição das ações detidas pelos Fundos Estrangeiros deveria recair sobre Carla Cico e Paulo Pedrão, que eram diretores de relação com investidores, respectivamente, da BrT e da BTP e que, por terem representado a BT Bermuda nessas operações, tinham plena ciência sobre sua ocorrência; e
78. como resultado, Carla Cico e Paulo Pedrão teriam faltado com seu dever de informar, violando o disposto no art. 157, §4º, da Lei nº 6.404, de 1976, c/c os artigos 2º e 3º da Instrução CVM nº 358, de 2002.
79. Em manifestação preliminar no âmbito do inquérito, Carla Cico e Paulo Pedrão argumentaram que não seria necessária a divulgação do negócio celebrado com os Fundos Estrangeiros em abril, uma vez que a operação de aquisição do controle do IG ainda não havia sido concluída e ainda deveriam ser observadas determinadas condições para a sua efetivação, como uma **due diligence** e a aprovação por entes reguladores.
80. Por outro lado, para a Acusação, os argumentos apresentados por Carla Cico e

Paulo Pedrão não se sustentariam, tendo em vista que os recibos de transferência de ações, os contratos de compra e venda e os comprovantes de envio de recursos demonstrariam que a aquisição das ações detidas pelos Fundos Estrangeiros não estaria sujeita a quaisquer condicionantes.

81. Paralelamente, a Acusação indicou que Rodrigo Bhering Andrade ("Rodrigo Bhering") seria membro titular do conselho de administração do IG e da BrT e membro suplente do conselho de administração da BTP. Em razão do primeiro posto, o administrador teria presidido as reuniões do conselho do IG em que teriam sido consignadas as transferências de ações dos Fundos Estrangeiros para a BT Bermuda e a renúncia dos conselheiros indicados por tais acionistas. Além disso, Rodrigo Bhering teria admitido participar das negociações com os Fundos Estrangeiros.

82. Considerando que Rodrigo Bhering tinha ciência da aquisição das ações detidas pelos Fundos Estrangeiros, a Acusação entendeu que esse administrador também poderia ser responsabilizado, na qualidade de conselheiro da BrT, pelas falhas na divulgação de fato relevante acerca dessa operação. O fundamento para tanto seria o art. 157, §4º, da Lei nº 6.404, de 1976, c/c o art. 3º, §2º, da Instrução CVM nº 358, de 2002.

83. Quando questionado por não ter demandado Carla Cico e Paulo Pedrão sobre a divulgação errônea e incompleta de informações ao mercado, Rodrigo Bhering afirmou que, no seu entendimento, o fato relevante de 18.5.2004 seria correto e oportuno, uma vez que tratava de oferta feita a todos os acionistas do IG e que a data de pagamento a cada um deles seria mera tecnicidade.

84. A fim de rebater tal argumento, a Acusação destacou que o que tornava relevante a aquisição das ações detidas pelos Fundos Estrangeiros não era a data em que houve o pagamento do preço, mas, sim, o preço pago por essas ações, a transferência dessas ações e de seus respectivos direitos e as consequências dessa operação para o IG, para a BTP e para a BrT.

85. Além da divulgação dessa operação para o mercado, a Acusação também considerou irregular o fato de a aquisição das ações detidas pelos Fundos Estrangeiros ter ocorrido à revelia da orientação dos conselhos de administração da BTP e da BrT de 18.12.2003, segundo a qual a aquisição de ações do IG deveria ser precedida pela aprovação da estrutura final do Projeto Tupy pelos mesmos órgãos. A Acusação notou também que, em apresentação feita a tais conselhos em 22.11.2004, Carla Cico e Paulo Pedrão também teriam deixado de mencionar que os negócios com os Fundos Estrangeiros já estavam concretizados.

86. Afastando a hipótese de qualquer infração, Carla Cico e Paulo Pedrão teriam indicado em sede preliminar que não houve aquisição antecipada de ações, tendo em vista a existência de condicionantes para a conclusão dos negócios. Ambos reiteraram que o fato relevante de 18.5.2004 estaria correto ao mencionar somente a aceitação de ofertas vinculantes por parte dos acionistas do IG. Ademais, ressaltaram que a orientação dada previamente pelos conselhos de administração da BTP e da BrT diziam respeito ao valor total do Projeto Tupy.

87. No entanto, a Acusação considerou que a orientação consignada nas atas das reuniões dos conselhos de administração da BTP e da BrT realizadas em 18.12.2003 seria clara no sentido de determinar que, enquanto a estrutura final do Projeto Tupy não fosse

apreciada, os diretores deveriam se abster de fechar o negócio. Na ata de reunião do conselho da BTP, essa orientação constaria antes mesmo da deliberação sobre a Operação.

88. Por outro lado, a Acusação indicou que a aquisição das ações detidas pelos Fundos Estrangeiros em abril de 2004 não teria sido aprovada previamente pelos conselhos de administração da BTP e da BrT nem teria sido objeto de ratificação específica em momento posterior.

89. Adicionalmente, não se poderia falar que as negociações feitas por esses acionistas estariam sujeitas a condições futuras, uma vez que ainda em abril de 2004 houve a efetiva transferência de ações mediante pagamento.

90. Conseqüentemente, a Acusação entendeu que Carla Cico e Paulo Pedrão teriam violado o art. 153 da Lei nº 6.404, de 1976, ao implementar a aquisição de ações de emissão do IG detidas pelos Fundos Estrangeiros previamente à apresentação da estrutura final do Projeto Tupy aos membros do conselho de administração da BTP e da BrT na forma por estes determinada.

91. Por fim, a Acusação destacou que essa conclusão divergiria daquela alcançada pela PFE no MEMO/PFE-CVM/GJU-2/Nº24/08. No entanto, ressaltou que essa divergência seria possível em razão de terem sido obtidos novos dados acerca do preço pago por ação aos Fundos Estrangeiros, da estrutura do grupo Opportunity e dos efeitos práticos dessas aquisições.

### ***Abuso de poder de controle***

92. A Acusação mencionou também que, no Relatório de Inspeção CVM/SFI/GFE-5/Nº004/06, havia sido alegada a possibilidade de abuso de poder de controle por parte do grupo controlador da BTP por dois motivos. Primeiro, por não terem sido atendidas determinadas solicitações dos membros do conselho de administração da BTP indicados por PREVI e PETROS. Segundo, por haver suspeitas de manipulação das avaliações realizadas para se obter o valor de mercado do IG.

93. Para apurar as infrações sugeridas em inspeção prévia, a Acusação buscou primeiro identificar quem seria o acionista controlador da BTP para, em seguida, verificar se as suspeitas a ele imputadas seriam procedentes.

94. Assim, depois de analisar a cadeia societária da BTP e da BrT apresentada na seção III acima, a Acusação concluiu que, para fins do art. 116 da Lei nº 6.404, de 1976, o controlador dessas sociedades poderia ser considerado, em última instância, como sendo Daniel Dantas.

95. Ato contínuo, a Acusação ressaltou que o cerceamento das atividades dos conselheiros da BTP indicados por PREVI e PETROS já havia sido analisado pela SEP no âmbito do Processo CVM nº RJ2004/5134 e que a área técnica havia concluído não existirem indícios suficientes para comprová-lo, razão pela qual procedeu ao arquivamento do processo.

96. Paralelamente, como já indicado, a Acusação concluiu que não teria sido possível demonstrar a ocorrência de uma deliberada alteração do valor de mercado do IG em



prejuízo da BrT, afastando a hipótese de manipulação e, portanto, de eventual abuso de poder de controle.

### ***Descumprimento da decisão da justiça de Nova York***

97. A última questão analisada pela Acusação dizia respeito ao possível descumprimento de decisão proferida pela Justiça Federal do Distrito Sulista de Nova York, dos Estados Unidos. Isso porque, enquanto a última operação de aquisição de ações de emissão do IG pela BT Bermuda teria ocorrido em 21.7.2005, referida decisão tomada em 4.5.2005 havia determinado a suspensão de todas as operações envolvendo entidades em que o Opportunity Fund tivesse interesses diretos ou indiretos, não relacionados ao curso ordinário de seus negócios.

98. Entretanto, a Acusação apurou que as aquisições concluídas em 21.7.2005 resultaram do exercício de opções de venda outorgadas pela BT Bermuda em 24.11.2004 a acionistas do IG. Conseqüentemente, por ser tratar de uma promessa irrevogável, que atribuiria direito potestativo em favor de suas contrapartes, a outorga de tais opções não poderia ter seus efeitos evitados pela proponente.

99. Finalmente, por entender que tais opções de venda estavam relacionadas aos demais negócios realizados no curso da operação de aquisição da integralidade do capital social do IG, consolidada em 24.11.2004 e, portanto, antes da decisão da justiça norte-americana, a Acusação considerou que tal decisão não teria sido afrontada.

### ***Imputação de responsabilidades***

100. Diante do exposto acima, a Acusação imputou responsabilidade a:

101. **Carla Cico**, por:

- i) na qualidade de diretora presidente da BrT, ter assinado o contrato de aquisição das ações preferenciais classe A dos Fundos Estrangeiros antes de ser apresentada a estrutura final da operação aos conselhos de administração da BTP e da BrT, na forma por estes determinada, violando, assim, o dever de diligência exigido pelo art. 153 da Lei nº 6.404, de 1976, infração considerada grave para os fins do §3º do art. 11 da Lei nº 6.385, de 1976, na forma da Instrução CVM nº 131, de 1990, vigente à época dos fatos; e
- ii) na qualidade de DRI da BrT, ter deixado de divulgar oportunamente a operação de aquisição das ações preferenciais classe A dos Fundos Estrangeiros, fato este relevante e do qual tinha conhecimento, em violação ao disposto no art. 157, §4º, da Lei nº 6.404, de 1976, c/c os artigos 2º e 3º da Instrução CVM nº 358, de 2002, infração considerada grave para os fins do §3º do art. 11 da Lei nº 6.385, de 1976, na forma do art. 18 da mesma Instrução;

102. **Danielle Silbergleid Ninio**, por, na qualidade de membro do conselho de administração da Opportunity Zain, ter deixado de convocar assembleia geral de acionistas para deliberar acerca da aquisição do IG; cerceando, assim, o direito de voto dos acionistas daquela companhia, em violação ao disposto no art. 123, c/c o

art. 142, IV, da Lei nº 6.404, de 1976, e com o art. 2º, §1º, do estatuto social da Opportunity Zain;

103. **Maria Amália Delfim de Melo Coutrim**, por, na qualidade de membro do conselho de administração da Opportunity Zain, ter deixado de convocar assembleia geral de acionistas para deliberar acerca da aquisição do IG; cerceando, assim, o direito de voto dos acionistas daquela companhia, em violação ao disposto no art. 123, c/c o art. 142, IV, da Lei nº 6.404, de 1976, e com o art. 2º, § 1º, do estatuto social da Opportunity Zain;

104. **Paulo Pedrão Rio Branco**, por:

i) na qualidade de diretor financeiro da BrT, ter assinado o contrato de aquisição das ações preferenciais classe A dos Fundos Estrangeiros antes de ser apresentada a estrutura final da operação aos conselhos de administração de BTP e BrT, na forma por estes determinada, violando, assim, o dever de diligência exigido pelo art. 153 da Lei nº 6.404, de 1976, infração considerada grave para os fins do §3º do art. 11 da Lei nº 6.385, de 1976, na forma da Instrução CVM nº 131, de 1990, vigente à época dos fatos; e

ii) na qualidade de DRI da BTP, ter deixado de divulgar oportunamente a operação de aquisição das ações preferenciais classe A dos Fundos Estrangeiros, fato este relevante e do qual tinha conhecimento, em violação ao disposto no art. 157, §4º, da Lei nº 6.404, de 1976, c/c os artigos 2º e 3º da Instrução CVM nº 358, de 2002, infração considerada grave para os fins do §3º do art. 11 da Lei nº 6.385, de 1976, na forma do art. 18 da mesma Instrução;

105. **Rodrigo Bhering Andrade**, por, na qualidade de conselheiro de administração da BrT, e em razão da omissão do DRI dessa companhia, não ter comunicado imediatamente à CVM a operação de aquisição de ações preferenciais classe A dos Fundos Estrangeiros por subsidiária da BrT, fato este relevante e do qual tinha conhecimento, em violação ao disposto no art. 157, §4º, da Lei nº 6.404, de 1976, c/c o art. 3º, §2º, da Instrução CVM nº 358, de 2002, infração considerada grave para os fins do §3º do art. 11 da Lei nº 6.385, de 1976, na forma do art. 18 da mesma Instrução; e

106. **Verônica Valente Dantas**, por:

i) na qualidade de conselheira de administração da BTP, ter votado para aprovação e conclusão da compra do IG nas reuniões do conselho de administração dos dias 18.12.2003 e 22.11.2004, em situação de conflito de interesses, violando, portanto, em duas oportunidades, o art. 156 da Lei nº 6.404, de 1976, infração considerada grave para os fins do §3º do art. 11 da Lei nº 6.385, de 1976, na forma da Instrução CVM nº 131, de 1990, vigente à época dos fatos; e

ii) por, na qualidade de membro do conselho de administração da Opportunity Zain, ter deixado de convocar assembleia geral de acionistas para deliberar acerca da aquisição do IG, cerceando, assim, o direito de voto dos

acionistas daquela companhia, em violação ao disposto no art. 123, c/c o art. 142, IV, da Lei nº 6.404, de 1976, e com o art. 2º, §1º, do estatuto social da Opportunity Zain.

## V. Defesas

107. Em defesa apresentada conjuntamente (fls. 9.925-10.000), Carla Cico e Paulo Pedrão alegaram, em resumo, que:

- (i) tanto Carla Cico quanto Paulo Pedrão teriam desempenhado as funções para as quais foram contratados na BTP e na BrT com boa fé e eficiência, tendo cumprido com seus deveres de diligência e lealdade, com resultados reconhecidos por analistas de mercado e investidores tanto no Brasil como no exterior;
- (ii) a aquisição do IG deveria ser compreendida dentro do planejamento estratégico da BrT, que extrapolaria determinadas decisões do conselho de administração da BTP e da BrT, tendo em vista que (a) estava em linha com o plano de negócios da BTP aprovado por seu conselho de administração para o período de 2004 a 2008, no qual constavam metas como "*a busca de oportunidades de crescimento*" e "*o foco em provedores de acesso à internet com posição relevante no mercado*" (fl. 9.930); (b) na época, o IG era o maior provedor de acesso discado à internet no Brasil, tinha um portal líder em audiência e era líder em distribuição de conteúdo sem fio no Brasil; e (c) concorrentes da BrT já haviam apresentado propostas para aquisição do IG;
- (iii) nesse contexto mais amplo em que estava inserido o Projeto Tupy, as medidas adotadas tanto por Carla Cico quanto por Paulo Pedrão no processo de aquisição do IG estariam protegidas pela **business judgment rule**;
- (iv) para embasar essa afirmação, poderia ser demonstrado que as decisões tomadas por Carla Cico e Paulo Pedrão para a execução do Projeto Tupy apresentariam todos os elementos necessários para a aplicação da "regra da decisão empresarial", a saber: decisão ou julgamento do negócio, desinteresse e independência, diligência, boa fé e ausência de abuso de discricionariedade;
- (v) para comprovar que houve "decisão ou julgamento do negócio", caberia destacar que Carla Cico e Paulo Pedrão tiveram que decidir em um curto espaço de tempo pela aquisição das ações preferenciais classe A detidas pelos Fundos Estrangeiros; ponderando, de um lado, o plano estratégico da BTP e a existência de prévia aprovação do Projeto Tupy pelo conselho de administração da BTP e da BrT e, de outro, o risco de as ações serem adquiridas por concorrentes da BrT; essa decisão não teria sido tomada nem de maneira negligente nem de maneira irrefletida;
- (vi) o desinteresse e a independência dos administradores em relação à aquisição das ações preferenciais classe A dos Fundos Estrangeiros seriam demonstrados na medida em que: (a) nenhum dos dois acusados auferiu qualquer benefício, financeiro ou não, com tal aquisição; (b) a operação foi pautada única e exclusivamente no interesse das companhias que administravam; e (c) a ausência de irregularidades na aquisição poderia ser demonstrada por sua ratificação pelo conselho de administração da BrT e da BTP em 22.11.2004 e pela aprovação dos atos da administração em assembleia geral ordinária das companhias realizada

em 29.4.2005;

- (vii) a diligência dos administradores na aquisição das ações detidas pelos Fundos Estrangeiros seria demonstrada na medida em que essa aquisição partiu de uma decisão informada, que levou em consideração: (a) a existência de concorrentes da BrT interessados na aquisição do IG; (b) o preço da oferta feita pela concorrente Telemar em 29.3.2004 a acionistas do IG; e (c) o posicionamento do conselho de administração da BrT sobre o Projeto Tupy;
- (viii) não haveria que se falar em má-fé dos administradores na aquisição das ações detidas pelos Fundos Estrangeiros, tendo em vista que buscavam atender ao interesse da BrT;
- (ix) a decisão de adquirir tais ações teria sido tomada dentro da discricionariedade esperada de qualquer administrador contratado por sua expertise e, tendo em vista a ausência de violação ao estatuto social das companhias ou à legislação e o fato de que a decisão foi racional e razoável, não haveria que se falar em abuso de discricionariedade;
- (x) quanto à racionalidade e razoabilidade da decisão, caberia notar que a aquisição das ações detidas pelos Fundos Estrangeiros foi feita pelo mesmo valor oferecido por concorrente da BrT;
- (xi) a discussão apresentada acerca da **business judgment rule** estaria em linha com precedentes da CVM em que essa regra foi aplicada<sup>11</sup>;
- (xii) para demonstrar o cumprimento do dever de diligência dos administradores e, portanto, afastar a acusação de violação ao art. 153 da Lei nº 6.404, de 1976, poderiam ser apontados na postura adotada pelos acusados todos os elementos identificados na doutrina pátria como formadores daquele dever, a saber: o dever de se qualificar para o exercício do cargo, o dever de bem administrar, o dever de se informar, o dever de investigar e o dever de vigiar;
- (xiii) todos esses subdeveres estariam presentes, uma vez que: (a) os currículos dos acusados demonstrariam que ambos estariam qualificados para o desempenho de suas funções; (b) o dever de bem administrar seria demonstrado pelo fato de que os acusados atuaram no interesse da BTP e da BrT, nos limites de seus respectivos estatutos sociais e mediante a prestação de informações ao conselho de administração de ambas as companhias, tendo se valido de todos os meios ao seu dispor para realizar o objeto social das companhias, alcançado as metas traçadas e apresentado bons resultados; (c) os acusados atuaram da maneira informada, levando em consideração tanto fatores internos relacionados à BTP e à BrT como a conjuntura do mercado; (d) não haveria violação ao dever de investigar, tendo em vista que não estariam presentes quaisquer **red flags** que indicassem eventual prejuízo às companhias ou qualquer envolvimento destas com condutas ilícitas; e (e) o dever de vigiar teria sido observado na medida em que os acusados teriam aprovado a aquisição de ações dos Fundos Estrangeiros em linha com prévia autorização da BrT e em busca da plena realização do objeto social dessa sociedade;
- (xiv) o Relatório de Inquérito teria interpretado de maneira equivocada a determinação

dos conselhos de administração da BTP e da BrT com relação à apresentação da estrutura final do Projeto Tupy; em reunião de 18.12.2003, teria sido exigida somente a apresentação da estrutura relativa ao fechamento do negócio, isto é, à aquisição de 100% das ações do IG;

- (xv) em relação à suposta violação ao art. 157, §4º, da Lei nº 6.404, de 1976, a acusação formulada em face de Carla Cico e Paulo Pedrão diria respeito à divulgação de um fato relevante de maneira incompleta; porém, a definição do conteúdo do fato relevante divulgado pela BTP e pela BrT em 18.5.2004 estaria protegida pela **business judgment rule**;
- (xvi) além disso, ao contrário do apontado pela Acusação, o fato relevante de 18.5.2004 não teria mencionado apenas a aceitação de ofertas vinculantes por determinados acionistas do IG, mas teria demonstrado a aquisição de ações, como evidenciado pelo trecho em que se mencionou que “[a]s *transações representa[vam] a aquisição de diferentes classes de ações*” (fl. 9.958);
- (xvii) apesar de a Acusação ter dado a entender que as ações preferenciais classe A de emissão do IG seriam iguais às ações ordinárias e que a BrT teria pago valor 3,77 vezes maior pelas primeiras, as ações preferenciais classe A garantiam aos seus titulares determinados direitos de veto e a indicação de membros para o conselho de administração do IG, razão pela qual possuíam maior valor;
- (xviii) a divulgação do preço pago por ação não seria exigida por qualquer norma em vigor, sendo padrão no mercado, no âmbito de aquisições de participações acionárias, a divulgação de fatos relevantes contendo somente “*o percentual adquirido em relação ao capital social da empresa, o preço total despendido, além da decisão que autorizou a operação*” (fl. 9.960);
- (xix) o pagamento de valores distintos por espécie de ação teria sido aprovado pelos conselhos de administração da BTP e da BrT quando da apresentação do Projeto Tupy e a própria CVM, em relatório de inspeção, teria indicado inexistirem indícios de irregularidades em relação aos preços pagos por ação de emissão do IG;
- (xx) ainda que se admitisse que Carla Cico e Paulo Pedrão teriam deixado de divulgar informação relevante, este fato não representaria uma infração em si, estando protegido pelo art. 157, §5º, da Lei nº 6.404, de 1976, e pela **business judgment rule**;
- (xxi) assim, a fim de proteger o interesse das companhias, os administradores teriam feito uma ponderação entre seus deveres de diligência e o de informar, não tendo agido de má-fé nem com outro objetivo que não o de alcançar o objeto social das companhias;
- (xxii) ademais, a divulgação do fato relevante de 18.5.2004 e as informações nele contidas não teriam provocado qualquer assimetria de informações entre os agentes do mercado, de forma que todos teriam recebido as mesmas informações;
- (xxiii) tendo em vista que os acusados Carla Cico e Paulo Pedrão não teriam cometido qualquer ato ilícito, não haveria que se falar na aplicação de sanções; e

(xxiv) por fim, caberia destacar que a Acusação não teria demonstrado nem culpa nem dolo dos acusados em relação às infrações que apontou, não afastando, portanto, a presunção de inocência.

108. Em vista das alegações acima indicadas, Carla Cico e Paulo Pedrão solicitaram (i) a retificação do Relatório de Inquérito, a fim de que fosse afastada a sua responsabilização; ou (ii) que fossem julgados inocentes.

109. Em sua defesa (fls. 10.001-10.018), Rodrigo Bhering alegou, em suma, que:

- (i) na qualidade de membro do conselho de administração da BrT, não participava do dia a dia dessa sociedade e, no âmbito do Projeto do Tupy, participou apenas da negociação para a aquisição das ações preferenciais classe A de emissão do IG detidas pelos grupos THLee e UBS, não tendo conhecimento sobre o estágio das demais negociações e estrutura do restante da operação;
- (ii) sua participação nas negociações ocorreu em função da relação mantida com os representantes dos grupos THLee e UBS que participavam do conselho de administração do IG; porém, essa participação foi bastante restrita, de modo que o acusado não foi nem mesmo o representante da BrT nos contratos de compra e venda de ações;
- (iii) para que pudesse ser responsabilizado na qualidade de conselheiro de administração por violação ao art. 157, §4º, da Lei nº 6.404, de 1976, c/c o art. 3º, §2º, da Instrução CVM nº 358, de 2002, seria necessário que (a) o acusado tivesse conhecimento de todos os aspectos da operação a ser divulgada; (b) fosse capaz de identificar o momento em que a divulgação seria devida; e (c) tivesse conhecimento da omissão do DRI;
- (iv) no entanto, não caberia a um conselheiro de administração duvidar, nem mesmo no âmbito de seu dever de fiscalizar, de uma decisão legítima do DRI no sentido de não divulgar uma informação em um determinado momento;
- (v) isso porque seria legítimo ao DRI optar por não divulgar uma determinada informação por entender que o fato ainda não estaria maduro ou suficiente ou porque a divulgação poderia prejudicar interesses legítimos da companhia; essa opção só deixaria de ser amparada pela regulamentação caso houvesse oscilação atípica ou vazamento de informações, o que não ocorreu no caso da BrT;
- (vi) para a compreensão da situação do acusado, caberia distinguir duas situações: (a) a primeira, em que um administrador comunica ao DRI um fato relevante e este se omite em divulgá-lo, cabendo ao primeiro proceder à divulgação; (b) a segunda, em que, apesar de o administrador ter conhecimento de uma parte da operação, o DRI tem amplo conhecimento sobre a mesma e toma uma decisão legítima de não divulgá-la; caso um administrador se sobrepusesse ao DRI na segunda situação, subverteria a lógica da regulamentação em vigor e poderia até mesmo trazer prejuízos à companhia;
- (vii) neste processo, Rodrigo Bhering tinha conhecimento somente de uma parte da operação e sequer tinha consciência da necessidade de divulgação de fato

relevante, motivo pelo qual também não poderia constatar a omissão do DRI da BrT;

- (viii) na avaliação feita pelo acusado, a aquisição das ações detidas pelos grupos THLee e UBS não seria relevante, pois, apesar de a aquisição de ações preferenciais classe A ser estratégica, as ações detidas por tais grupos representavam apenas 11,49% do capital social do IG e sua aquisição não representaria a aquisição do controle do IG;
- (ix) tendo em vista que, nos termos de fato relevante divulgado pela BrT em 23.12.2003, o mercado já saberia da intenção da BrT de adquirir o controle acionário do IG, uma informação relevante seria aquela que tratasse propriamente dessa aquisição de controle; além disso, não existiria a obrigação de se divulgar todos os passos de uma operação;
- (x) por outro lado, o DRI da BrT tinha conhecimento muito mais aprofundado da operação do que Rodrigo Bhering, de modo que tinha muito mais condições de decidir o momento correto para a divulgação de fato relevante; e
- (xi) seria importante destacar, ainda, que, no caso da BrT, não se verificou a ausência de divulgação de informações sobre a aquisição das ações preferenciais classe A detidas por determinados acionistas do IG, mas somente a sua divulgação em momento posterior, quando foi adquirida pela BrT participação que lhe assegurava o controle do IG.

110. Em defesa apresentada conjuntamente (fls. 10.019-10.424), Danielle Silbergleid, Maria Amália Coutrim e Verônica Dantas abordaram primeiro a acusação feita em face das três acusadas quanto ao descumprimento do art. 123, c/c o art. 142, IV, da Lei nº 6.404, de 1976, e ao art. 2º, §1º, do estatuto social da Opportunity Zain.

111. Inicialmente, as defendentes argumentaram que, para compreender como se tomavam as deliberações relativas ao exercício do poder de controle da BrT, seria necessário compreender a cadeia acionária dessa sociedade, destacando-se o fato de que o seu controle indireto era exercido pela Opportunity Zain por meio da Invitel. Quanto a isso, as defendentes explicaram que:

- (i) de acordo com a estrutura de controle da BrT, a Opportunity Zain controlava a Invitel, que controlava a Techold Participações S.A., que, por sua vez, controlava a Solpart Participações S.A., que controlava a BTP, que, finalmente, controlava a BrT;
- (ii) a definição dessa estrutura, porém, não teria ocorrido por acaso, estando relacionada ao contexto em que o Opportunity<sup>12</sup> se organizou para participar do programa de desestatização brasileiro;
- (iii) isso porque, em 1997, quando buscou organizar consórcios para participar do programa de desestatização, o Opportunity teria captado recursos junto ao Citigroup, fundos de pensão brasileiros e outros investidores, tendo se deparado com a dificuldade de reunir em um só fundo os recursos captados;
- (iv) essa dificuldade seria decorrente do fato de que: (a) os investimentos do

Citigroup eram feitos por meio da conversão de títulos da dívida externa brasileira, de forma que só poderiam se valer de um veículo de investimento **offshore** que fosse administrado e gerido por um terceiro independente; e, ao mesmo tempo, (b) os fundos de pensão não poderiam investir em veículos no exterior;

- (v) além disso, uma vez que os fundos de pensão (a) não queriam investir somente por meio dos fundos de investimento administrados pelo Opportunity, tendo em vista as taxas de administração cobradas, mas, (b) por força dos editais de privatização, não poderiam exercer o controle das companhias do sistema Telebrás desestatizadas nem adquirir mais do que 25% das ações ordinárias leiloadas, ficou estabelecido que as entidades de previdência complementar fariam investimentos diretos até o limite permitido pela regulamentação em vigor e investiriam os recursos remanescentes em fundos administrados e geridos pelo Opportunity;
- (vi) para a participação no programa de desestatização, os controladores do consórcio organizado pelo Opportunity seriam: (a) o Citibank, por meio de fundos de investimento administrados e geridos pelo Opportunity; (b) os fundos de pensão brasileiros, com investimentos diretos e por meio de fundo de investimento administrado e gerido pelo Opportunity; e (c) investidores estrangeiros, por meio de fundo de investimento administrado e gerido pelo Opportunity;
- (vii) com base em acordo operacional celebrado em 1997, os fundos de investimento acima mencionados "*deveriam investir e desinvestir em conjunto, como se um só fossem, para que, ao final do período de maturação do investimento, todos partilhassem o prêmio de controle*" (fl. 10.025);
- (viii) além dos controladores, também deveria haver no consórcio um sócio especializado no **core business** da companhia privatizada, sendo que, no caso do setor de telefonia fixa, foi escolhida a Telecom Italia;
- (ix) como resultado dos arranjos acima descritos, a cadeia de controle do consórcio estruturado pelo Opportunity foi definida da seguinte forma: (a) os principais controladores, isto é, os fundos de investimento administrados e geridos pelo Opportunity investiram no veículo Opportunity Zain; (b) os investimentos diretos dos fundos de pensão foram feitos no veículo Invitel, controlado pela Opportunity Zain; (c) a Invitel tinha como subsidiária integral a Techold, que, por sua vez, investia em conjunto com a Telecom Italia na Solpart, veículo que participou do leilão de privatização do setor de telefonia fixa; e
- (x) a fim de regular o exercício do poder de controle da BrT, todos os acionistas relevantes da Opportunity Zain também se tornaram acionistas da Invitel, tendo celebrado, no âmbito dessa sociedade, acordo de acionistas com a própria Opportunity Zain e com os fundos de pensão.

112. Em seguida, tratando diretamente da não convocação de assembleia geral da Opportunity Zain para deliberar sobre a aquisição do controle do IG, as acusadas argumentaram, em resumo, que:

- (i) não se trataria de infração a qualquer dispositivo legal ou regulamentar, mas, sim,



de uma suposta infração a uma formalidade prevista no estatuto social da Opportunity Zain;

- (ii) a realização de uma assembleia geral de acionistas da Opportunity Zain para tratar do Projeto Tupy seria desnecessária, tendo em vista que os seus principais acionistas eram também acionistas da Invitel e que a reunião prévia dessa última sociedade atingiria a finalidade prevista no estatuto social da primeira;
- (iii) a Opportunity Zain seria apenas uma sociedade constituída para receber os investimentos dos fundos administrados pelo Opportunity e exercer, por meio da Invitel, o controle da BTP e da BrT;
- (iv) dentre os acionistas da Opportunity Zain, os únicos que não eram acionistas diretos da Invitel eram (a) a CVC/Opportunity Equity Partners Administradora de Recursos Ltda., detentora de apenas uma ação; e (b) a Opportunity Lógica Rio Gestora de Recursos Ltda., detentora de 0,31% do capital votante da Opportunity Zain;
- (v) porém, essas duas acionistas eram sociedades sob controle comum do Banco Opportunity S.A., que administrava dois acionistas da Invitel classificados no acordo de acionistas dessa sociedade como "Acionistas Opportunity";
- (vi) desse modo, todos os acionistas da Opportunity Zain estavam devidamente representados ou cientes das deliberações que seriam tomadas em reunião prévia de acionistas da Invitel;
- (vii) a Acusação teria se equivocado ao afirmar que acionistas do "Grupo Opportunity" e o Fundo Nacional tiveram seus direitos de voto cerceados, uma vez que todos eles participavam das reuniões prévias da Invitel e, assim, poderiam se manifestar independentemente da realização da assembleia geral da Opportunity Zain;
- (viii) caberia notar que o procedimento questionado pela Acusação, isto é, a não realização de assembleia geral da Opportunity Zain, teria sido adotado reiteradamente, tendo sido alterado somente após a alteração da administração do Fundo Offshore<sup>13</sup>;
- (ix) justamente por serem custosas e desnecessárias, os acionistas da Opportunity Zain jamais teriam questionado a ausência de assembleias gerais antes da realização de reuniões prévias da Invitel, nem mesmo quando tais acionistas se enfrentavam em uma disputa societária;
- (x) a Acusação também teria se equivocado ao afirmar que o Fundo Offshore não teria tido ciência dos assuntos deliberados na reunião prévia da Invitel ora discutida, uma vez que a própria ata da reunião de 18.12.2003 demonstraria a presença desse acionista e sua aprovação ao Projeto Tupy;
- (xi) a Acusação também não teria razão em afirmar que haveria irregularidade no fato de o conselho consultivo do Fundo Offshore não ter apreciado a aquisição do controle do IG, em suposto descumprimento a dispositivo de seu respectivo regulamento que trataria de situações de potencial conflito de interesses, isso

porque: (a) a CVM não teria competência para fiscalizar o cumprimento do regulamento de um fundo **offshore**; e (b) a afirmação não seria verdadeira, tendo em vista que a operação em questão não precisaria ser apreciada pelo conselho consultivo do fundo – ao contrário do alegado pela Acusação, o regulamento exigia a apreciação somente de investimentos realizados diretamente pelo fundo, o que não teria se verificado na aquisição do IG por subsidiária da BrT;

- (xii) nesse sentido, nem o próprio conselho consultivo do Fundo Offshore nem seus cotistas jamais teriam reclamado acerca do descumprimento do regulamento;
- (xiii) a realização de uma assembleia geral da Opportunity Zain também não alteraria a instrução de voto e o teor da decisão tomada no âmbito da reunião prévia da Invitel, de modo que restaria comprovada a ausência de quaisquer prejuízos decorrentes do fato de a aprovação do Projeto Tupy ter sido deliberada apenas em reunião da Invitel;
- (xiv) em linha com precedentes da CVM<sup>14</sup>, caberia destacar que, caso não sejam observadas consequências negativas para a companhia, para seus acionistas ou para o mercado, a inobservância de uma formalidade não poderia ensejar responsabilização;
- (xv) dada a ausência de prejuízos, ainda que se admitisse a falha em convocar a assembleia geral da Opportunity Zain, também poderia ser aplicado ao presente caso o princípio da insignificância, de acordo com o qual a aplicação de sanção somente seria cabível diante de impacto significativo ao bem protegido<sup>15</sup>;
- (xvi) tendo em vista que (a) o estatuto social da Opportunity Zain nada mais seria do que um contrato passível de alteração a qualquer tempo por seus acionistas; (b) os objetivos de uma assembleia geral dessa sociedade teriam sido alcançados por meio da reunião prévia de acionistas da Invitel; e (c) a não realização de assembleias gerais previamente às reuniões da Invitel teria se dado de forma reiterada ao longo dos anos, também se poderia falar em uma dispensa tácita da realização dessa assembleia e, conseqüentemente, do estatuto social da Opportunity Zain;
- (xvii) analogamente, a própria Lei nº 6.404, de 1976, dispensaria a observação de determinadas formalidades quando seus objetivos já estivessem cumpridos, tal como indicado nos arts. 124, §4º, e 133, §§4º e 5º;
- (xviii) ainda caberia destacar que, nos termos de Escritura Pública de Transação assinada em 25.4.2008, todos os acionistas da Opportunity Zain teriam outorgado aos seus administradores, antigos ou contemporâneos, ampla, geral, irrestrita, irrevogável e irretroatável quitação, tendo contemplado, inclusive, todos os atos das defendentes enquanto membros do conselho de administração daquela sociedade;
- (xix) ainda que essa transação não possa afastar o poder de fiscalização da CVM, o fato de os próprios acionistas – reais interessados na observância de todos os procedimentos devidos na Opportunity Zain – terem dado quitação da conduta dos administradores indicaria a inexistência de justificativa para que a CVM se

valesse de seu poder fiscalizador; e

- (xx) diante do exposto acima, sem negar a possibilidade e utilidade da aplicação das penas pela CVM, caberia mencionar também que, no presente caso, a punição das defendentes não seria proporcional à suposta infração a elas atribuída e não proporcionaria quaisquer efeitos educativos ao mercado.

113. Em seguida, no mesmo instrumento de defesa, foram apresentados argumentos contrários à acusação de Verônica Dantas por violação ao art. 156 da Lei nº 6.404, de 1976, os quais se encontram resumidos a seguir:

- (i) conforme demonstrado em carta encaminhada pela Invitel à BTP e à BrT (fl. 10.424), a orientação do voto proferido pela acusada em reunião do conselho de administração da BTP teria sido instruída pela Invitel, na qualidade de acionista indireta da BTP que a elegeu para o exercício do cargo de conselheira;
- (ii) por força do art. 118, §§8º e 9º da Lei nº 6.404, de 1976<sup>16</sup>, o voto de um administrador seria vinculado, nos termos de um acordo de acionistas, às deliberações tomadas pelos acionistas em reunião prévia, não cabendo a tal administrador votar contrariamente ao pactuado pelos acionistas que o elegeram;
- (iii) havendo uma orientação de voto com base em acordo de acionistas, o voto proferido pelo administrador em reunião do conselho de administração não expressaria a vontade individual do administrador, mas, sim, a vontade do acionista que o instruiu;
- (iv) no presente caso, tendo em vista que a orientação de voto dada à Verônica Dantas corresponderia à expressão da vontade da maioria dos acionistas da BTP, seria possível afirmar também que essa corresponderia ao próprio interesse social da sociedade;
- (v) considerando que acordos de voto teriam como objetivo a perseguição do interesse social de uma determinada sociedade, não se poderia falar em violação do dever de independência previsto no art. 154, §1º, da Lei nº 6.404, de 1976<sup>17</sup>, quando da observação, pelo administrador, da instrução dada por acionistas;
- (vi) tendo em vista que (a) o conflito de interesses pressupõe um antagonismo entre interesses pessoais do administrador e interesses da companhia; e que (b) o voto de Verônica Dantas foi a expressão da vontade dos acionistas da Invitel, e não de sua própria vontade, não estariam presentes os elementos necessários para um eventual conflito de interesses;
- (vii) ainda assim, caberia demonstrar que Verônica Dantas não possuía qualquer interesse pessoal conflitante com o da BTP;
- (viii) nos termos de seu art. 156<sup>18</sup>, a Lei nº 6.404, de 1976, não vedaria ao administrador, direta ou indiretamente, contratar com a companhia que administra, mas somente proibiria o administrador de intervir em tal contratação e exigiria que o negócio se desse de forma comutativa;
- (ix) considerando que a preocupação do legislador seria justamente coibir os danos

decorrentes do conflito de interesses, o mesmo art. 156 indicaria em seu parágrafo 2º que, mesmo que o administrador interviesse na operação, seria anulável somente a operação que não atendesse ao requisito da comutatividade;

- (x) no presente caso, a própria Acusação teria reconhecido a comutatividade da aquisição do IG;
- (xi) além disso, em linha com a doutrina jurídica e com precedentes da CVM<sup>19</sup>, para a identificação de um conflito de interesses, não bastaria a existência de uma pluralidade de interesses, mas, sim, o choque entre o interesse pessoal do administrador e o da companhia, de modo que a persecução de um interesse prejudicasse o outro;
- (xii) a CVM já teria pacificado o entendimento de que a mera cumulação de cargos pelo administrador não seria suficiente para caracterizar uma situação de conflito, isso porque, nessas situações, seria verificada a mera pluralidade de interesses, e não um choque;
- (xiii) o mesmo raciocínio poderia ser aplicado ao fato de Verônica Dantas deter participação indireta de apenas 0,0012% no IG<sup>20</sup>;
- (xiv) considerando que, para a verificação do conflito, seria necessário o choque de interesses, de modo que um restasse prejudicado em razão da persecução do outro, e que a própria lei societária reconheceu que só seriam anuláveis as operações em que fossem verificados danos à companhia, caberia mencionar que a aquisição do IG não foi prejudicial à BTP;
- (xv) muito pelo contrário, tal operação seria estrategicamente relevante e representaria inegáveis sinergias para a BTP – o que seria demonstrado pela imprensa na época da operação<sup>21</sup> e comprovado pelo fato de que a BTP já possuía participação indireta no IG (mas insuficiente para lhe assegurar o controle);
- (xvi) ao mesmo tempo, a operação também era interessante para os acionistas vendedores do IG, que já analisavam alternativas para seus investimentos na companhia (como a realização de uma oferta pública de ações);
- (xvii) para os acionistas do IG seria indiferente alienar suas ações para a BrT ou para a Telemar, uma vez que o valor oferecido por ambas era idêntico; porém, para a BrT, a não aquisição do IG seria desastrosa do ponto de vista estratégico;
- (xviii) nesse sentido, os interesses da BTP e de Verônica Dantas seriam convergentes e, caso esta tivesse vendido a posição detida indiretamente no IG pela Telemar, seria acusada de agir contrariamente ao interesse da BrT;
- (xix) a aquisição do IG pela BrT seria aprovada independentemente da vontade e opinião de Verônica Dantas, uma vez que, de um lado, a aquisição era estratégica para a BrT e, de outro, a acusada só possuía participação em acionistas minoritários do IG, de modo que, ainda que não alienasse suas ações, a BrT poderia adquirir o controle daquela sociedade;
- (xx) além de a aquisição do IG ser de interesse da BrT, as condições em que tal

operação se deu teriam sido inequivocamente equitativas, uma vez que: (a) o preço pago pela BrT correspondia ao mesmo preço que um terceiro independente se dispôs a pagar; (b) a própria CVM já teria reconhecido, em outras oportunidades, que o preço de operações entre partes independentes seria equitativo; e (c) este fato já teria sido reconhecido pela Comissão de Inquérito; e

- (xxi) considerando que a própria Comissão de Inquérito teria reconhecido que a operação não teria implicado em benefício particular para os acionistas do IG e, portanto, para a própria Verônica Dantas, na qualidade de acionista indireta detentora de apenas 0,0012% do IG, não seria possível falar que essa mesma participação representaria um conflito para a acusada na qualidade de administradora.

Rio de Janeiro, 21 de julho de 2015.

Luciana Dias  
Diretora

-----  
1 Antiga denominação da Zain Participações S.A.

<sup>2</sup> “Art. 142. Compete ao conselho de administração: (...)

III - fiscalizar a gestão dos diretores, examinar, a qualquer tempo, os livros e papéis da companhia, solicitar informações sobre contratos celebrados ou em via de celebração, e quaisquer outros atos (...).”

<sup>3</sup> “Art. 117. O acionista controlador responde pelos danos causados por atos praticados com abuso de poder.

§ 1º São modalidades de exercício abusivo de poder: (...)

f) contratar com a companhia, diretamente ou através de outrem, ou de sociedade na qual tenha interesse, em condições de favorecimento ou não equitativas (...).”

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

<sup>4</sup> Cabe notar, ainda, que esse documento consistiu em aditamento à reclamação apresentada pela BTP e pela BrT em 12.12.2005 e abrangeu outros assuntos não relacionados à aquisição do IG, os quais foram analisados em processos distintos pela CVM.

<sup>5</sup> Conforme destacado pela Acusação, referido acordo continha as seguintes disposições: “6.1.1 [...] **a administração, controle, operação e política do Fundo [Offshore] caberão exclusivamente ao Administrador [CVC/Opportunity Limited], que terá poderes para, ele mesmo (ou por intermédio de seus agentes devidamente nomeados) levar a cabo o objeto e propósito, no todo ou em parte, do Fundo [Offshore], e praticar todo os atos (inclusive pagamento de obrigações do Fundo [Offshore]) e celebrar e cumprir todos os contratos e demais compromissos que porventura, a seu critério, julgue necessários, convenientes ou inerentes à sua função, ficando autorizado a, por conta e em nome do Fundo, atuar da maneira supracitada.**

6.1.2 [...] **o Administrador [CVC/Opportunity Limited], por conta do Fundo [Offshore], terá direito, a seu critério exclusivo, de praticar os seguintes atos ou fazer com que o Fundo [Offshore] pratique os seguintes atos, conforme aplicável: [...] (b) identificar, adquirir, deter, administrar, vender e alienar Investimentos pelos preços e segundo as condições que, segundo seu julgamento, atendam os melhores interesses do**

**Fundo [Offshore] [...] (c) celebrar, no cumprimento de seus deveres aqui previstos, todos e quaisquer acordos, contratos, documentos, certificados e demais instrumentos havidos por necessários ou convenientes ao Administrador [CVC/Opportunity Limited]; [...] (k) exercer todos e quaisquer direitos de voto ou de outra natureza relativos a quaisquer Valores Mobiliários [...] e a seleção dos membros (i) do conselho de administração; ou (ii) de grupos de administração ou consultoria, em cada caso de qualquer Investimento em carteira; [...]"** (grifos da Acusação) (fls. 9.824/9.825).

<sup>6</sup> A Acusação fez referência à seção 7.1 da Lei de Isentas de Cayman (**Exempted Limited Partnership Law**), segundo a qual um **limited partner**, tal como seria o caso do Citibank N.A. no Fundo Offshore não poderia tomar *“parte na condução dos negócios de uma sociedade limitada isenta, e todas as cartas, contratos, escrituras, instrumentos ou documentos de qualquer tipo deve[riam] ser assumidos pelo General Partner em nome da sociedade limitada isenta”* (fl. 9.825).

<sup>7</sup> A Acusação destacou os seguintes trechos do contrato social: “[...] **CONSELHO CONSULTIVO: Estabelecimento e Funções.** A Sociedade manterá conselho consultivo (“Conselho Consultivo”) que fica autorizado, não ficando, contudo, obrigado, a analisar e ouvir o Administrador [CVC/Opportunity Limited] e os Sócios de Responsabilidade Limitada com relação a matérias atinentes à Sociedade, **estando autorizado a aprovar ou rejeitar:** (i) qualquer avaliação de ativos da Sociedade conforme disposto no Capítulo 11 do presente Contrato ou em outro instrumento; (ii) **qualquer ato com relação ao qual seja permitida ou exigida a aprovação do Conselho Consultivo nos termos do presente Contrato;** (iii) quaisquer exceções à política de investimentos do Fundo (inclusive as limitações contidas no Capítulo 2); (iv) **solução de qualquer Conflito de Interesse ou Conflito de Interesse em potencial;** ou (v) qualquer outro assunto com relação ao qual o Administrador [CVC/Opportunity Limited] determine ouvir o Conselho Consultivo, ficando estipulado que caberá ao Administrador [CVC/Opportunity Limited] a responsabilidade em última instância pelas avaliações de ativos (observado o Capítulo 11) e pela tomada de todas as decisões referentes à operação e administração da Sociedade, inclusive, mas sem limitação, tomada de todas as decisões acerca de investimento (que não conforme expressamente previsto na Cláusula 2.2.4); e ficando estipulado, ademais, que **o Conselho Consultivo e seus membros** (em sua função como tal) **não terão poderes para agir em nome ou por conta da Sociedade ou de vincular a Sociedade no tocante ao relacionamento da Sociedade com terceiros.**”

“[...] 6.5 **CONFLITO DE INTERESSE EM POTENCIAL.** O Administrador [CVC/Opportunity Limited] avença com o Fundo [Offshore] que durante o prazo de vigência do presente Contrato: (a) não efetuará qualquer investimento por conta do Fundo [Offshore] em qualquer pessoa jurídica ou negócio no qual o Administrador [CVC/Opportunity Limited], a Opportunity, o Gestor de Carteira Brasileira, qualquer Gestor de Carteira do Fundo Paralelo ou qualquer de seus respectivos diretores, conselheiros, acionistas, ou qualquer de suas respectivas Afiliadas (designados em conjunto as “Partes em Conflito”), direta ou indiretamente, seja investidor em participação societária ou credor (...), a menos que o conflito de interesse em potencial tenha sido integralmente divulgado ao Conselho Consultivo, e o Conselho Consultivo aprove a realização do investimento em questão pelo fundo” (grifos da Acusação) (fls. 9.826/9.827).

<sup>8</sup> A Acusação destacou os seguintes trechos, respectivamente, do prospecto e do contrato social do Fundo Offshore: (i) *“1) ‘As atividades operacionais diárias do General Partner [CVC/Opportunity Limited] serão lideradas pelo Sr. Daniel Dantas.’ (fl. 3456); e 2) Dar-se-ia interrupção das atividades da Sociedade [Fundo Offshore] por 90 dias ‘na eventualidade de o Sr. Daniel Dantas (o Homem-Chave) cessar, por qualquer razão, de dedicar seu tempo e atenção integrais aos Investidores Conjuntos’; e (ii) “[...] a Sociedade [Fundo Offshore] deixará de realizar quaisquer novos Investimentos ou de dar andamento a quaisquer atividades adicionais” caso, dentre outros, “o Homem-Chave [...] tenha deixado [...] de dedicar seu tempo e atenção integrais, no horário comercial, ao negócio e assuntos da Sociedade”* (fls. 9.825/9.826).

<sup>9</sup> No item 83 do Relatório de Inquérito (fl. 9.828), mencionou-se que o Projeto Tupy teria sido aprovado por acionistas que representavam 76,98% do capital social da Invitel. No entanto, os valores indicados na nota de rodapé nº 91 (fl. 9.828) e no organograma refletido no presente relatório demonstram que o percentual correto corresponde a 76,96% do capital social da Invitel.

<sup>10</sup> “Art. 123. Compete ao conselho de administração, se houver, ou aos diretores, observado o disposto no estatuto, convocar a assembléia-geral”.

“Art. 142. Compete ao conselho de administração: (...) IV - convocar a assembléia-geral quando julgar conveniente, ou no caso do artigo 132; (...)”

<sup>11</sup> Os acusados fizeram referência aos Processos Administrativos Sancionadores CVM nº 2005/1443 e 25/03.

<sup>12</sup> As defendentes apontaram para o fato de que não seria correto se referir a um “grupo Opportunity” ou a uma entidade genericamente designada como “Opportunity”. No entanto, para simplificação, se valeram da expressão “Opportunity” para “*se referir a diferentes sociedades que contém a insígnia ‘Opportunity’, a não ser quando [fosse] necessário diferenciá-las*” (fls. 10.021).

<sup>13</sup> As defendentes mencionaram a realização de 57 reuniões prévias da Invitel, entre 1999 e 2005, que não teriam sido precedidas por assembleias gerais de acionistas da Opportuniy Zain.

<sup>14</sup> Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2005/7229, julgado em 10.5.2006.

<sup>15</sup> Para sustentar a aplicação do princípio da insignificância, as defendentes apontaram para os seguintes precedentes da CVM: Processos Administrativos Sancionadores nº SP2005/0180, julgado em 4.7.2007; SP2005/0338, julgado em 3.7.2007; 14/03, julgado em 15.5.2007; e RJ2002/8479, julgado em 11.10.2005.

<sup>16</sup> Art. 118. Os acordos de acionistas, sobre a compra e venda de suas ações, preferência para adquiri-las, exercício do direito a voto, ou do poder de controle deverão ser observados pela companhia quando arquivados na sua sede. (...)

§ 8º O presidente da assembléia ou do órgão colegiado de deliberação da companhia não computará o voto proferido com infração de acordo de acionistas devidamente arquivado.

§ 9º O não comparecimento à assembléia ou às reuniões dos órgãos de administração da companhia, bem como as abstenções de voto de qualquer parte de acordo de acionistas ou de membros do conselho de administração eleitos nos termos de acordo de acionistas, assegura à parte prejudicada o direito de votar com as ações pertencentes ao acionista ausente ou omissor e, no caso de membro do conselho de administração, pelo conselheiro eleito com os votos da parte prejudicada.

<sup>17</sup> Art. 154. O administrador deve exercer as atribuições que a lei e o estatuto lhe conferem para lograr os fins e no interesse da companhia, satisfeitas as exigências do bem público e da função social da empresa.

§ 1º O administrador eleito por grupo ou classe de acionistas tem, para com a companhia, os mesmos deveres que os demais, não podendo, ainda que para defesa do interesse dos que o elegeram, faltar a esses deveres.

<sup>18</sup> Art. 156. É vedado ao administrador intervir em qualquer operação social em que tiver interesse conflitante com o da companhia, bem como na deliberação que a respeito tomarem os demais administradores, cumprindo-lhe cientificá-los do seu impedimento e fazer consignar, em ata de reunião do conselho de administração ou da diretoria, a natureza e extensão do seu interesse.

§ 1º Ainda que observado o disposto neste artigo, o administrador somente pode contratar com a companhia em condições razoáveis ou equitativas, idênticas às que prevalecem no mercado ou em que a companhia contrataria com terceiros.

§ 2º O negócio contratado com infração do disposto no § 1º é anulável, e o administrador interessado será obrigado a transferir para a companhia as vantagens que dele tiver auferido.

<sup>19</sup> Nesse sentido, a defesa indicou os Processos Administrativos Sancionadores CVM nº 03/2007, julgado em 22.6.2010, e RJ2008/1815, julgado em 28.4.2009.

<sup>20</sup> Contestando esse valor, a Acusação calculou o valor da participação indireta de Verônica Dantas no IG como sendo de aproximadamente 0,01%.

<sup>21</sup> Como exemplo, foi mencionada reportagem do jornal Valor Econômico que indicava para o fato de que, em 2003, o IG teria sido responsável por 50% do tráfego de internet no Estado de São Paulo.

### **Processo Administrativo Sancionador CVM nº 09/2009**

**Acusados:** Carla Cico  
Danielle Silbergleid Ninio  
Maria Amália Delfim de Melo Coutrim  
Paulo Pedrão Rio Branco  
Rodrigo Bhering Andrade  
Verônica Valente Dantas

**Assunto:** Apuração de eventuais irregularidades envolvendo a aquisição de participação acionária, por subsidiária integral da Brasil Telecom S.A., no capital social da Internet Group Limited (Cayman), controladora da Internet Group do Brasil Ltda.

**Relatora:** Diretora Luciana Dias

### **Voto**

#### **I. Introdução**

1. O presente processo administrativo sancionador foi instaurado pela Superintendência de Processos Sancionadores ("SPS") em conjunto com a Procuradoria Federal Especializada junto à CVM ("PFE" e, em conjunto com a SPS, "Acusação") com o intuito de discutir a responsabilidade de administradores da Brasil Telecom S.A. ("BrT"), da Brasil Telecom Participações S.A. ("BTP") e da Opportunity Zain S.A. ("Opportunity Zain")<sup>1</sup> no âmbito de operação para a aquisição de participação, pela Brasil Telecom Subsea Cable Systems Ltd. ("BT Bermuda"), subsidiária integral da BrT, no capital social da Internet Group Limited (Cayman) ("IG"), controladora da Internet Group do Brasil Ltda. ("IG Brasil").

#### **II. Não realização de assembleia geral da Opportunity Zain**

2. A primeira infração identificada no relatório de inquérito diz respeito a não realização de uma assembleia geral da Opportunity Zain para a aprovação da aquisição do controle do IG pela BT Bermuda.

3. Conforme explicado pela Acusação, a obrigatoriedade de referida assembleia geral decorreria de disposição constante do estatuto social da Opportunity Zain vigente à



época da aprovação do Projeto Tupy. Isso porque, nos termos do art. 2º, §1º, de tal documento, a competência da assembleia de acionistas abrangeria o efetivo exercício do poder de controle sobre as sociedades controladas direta ou indiretamente pela Opportunity Zain, incluindo a aprovação da instrução de voto de seus representantes em assembleias gerais e a aprovação de qualquer aquisição, pelas controladas, de participação em quaisquer outras sociedades de modo a submetê-las ao controle indireto da Opportunity Zain.

4. A Acusação indicou que, no caso da Opportunity Zain, a responsabilidade pela convocação de uma assembleia geral recairia sobre todo o seu conselho de administração, na época, formado por Verônica Dantas, Maria Amália Coutrim e Danielle Silbergleid. Considerando, ainda, que essas três administradoras teriam ciência da aprovação da Operação pelos acionistas da Invitel e pelos conselhos de administração da BTP e da BrT, sociedades controladas pela Opportunity Zain, a Acusação destacou que não competiria a elas qualquer juízo de conveniência acerca da necessidade de assembleia geral e que, ao deixar de convocar o conclave para aprovação do Projeto Tupy, as três teriam violado o art. 2º, §1º do estatuto social da Opportunity Zain<sup>2</sup>, c/c artigos 123 e 142, IV, da Lei nº 6.404, de 1976<sup>3</sup>.

5. Em suas defesas, as acusadas não contestam as alegações da Acusação quanto à exigência de uma assembleia geral de acionistas pelo estatuto social da Opportunity Zain nem negam ter tido conhecimento prévio sobre as deliberações que seriam tomadas acerca do Projeto Tupy em reunião prévia da Invitel e em reuniões dos conselhos da BTP e da BrT. No entanto, para as acusadas, diversas razões suportariam a não realização de uma assembleia geral de acionistas da Opportunity Zain.

6. A meu ver, as acusadas trouxeram aos autos informações que permitem, no caso concreto, afastar a sua responsabilidade pela não convocação de uma assembleia geral da Opportunity Zain. Para chegar a essa conclusão, parece-me relevante a análise de dois conjuntos de argumentos trazidos pela defesa.

7. O primeiro conjunto de fatores relevantes para a presente análise diz respeito às circunstâncias que tornavam obrigatória a assembleia geral e o contexto em que ela foi dispensada.

8. A obrigatoriedade de realização de uma assembleia geral da Opportunity Zain decorria da vontade de seus acionistas, manifestada em seu estatuto social, e não da lei. Conseqüentemente, desde que observados os procedimentos estabelecidos na Lei nº 6.404, de 1976, esses mesmos acionistas poderiam promover a qualquer tempo a alteração do estatuto social e revogar a exigência de realização de tal assembleia.

9. No caso concreto, esses procedimentos não foram observados e, como consequência, entendo que assiste razão à Acusação ao afirmar que a realização de uma assembleia geral da Opportunity Zain para aprovação do Projeto Tupy não deixou de ser obrigatória.

10. Entretanto, no caso específico da Opportunity Zain e levando em consideração a origem da regra ora discutida, acredito que a responsabilidade dos membros do conselho de administração não pode ser apurada sem a análise de um padrão de comportamento e de uma expectativa, tanto por parte das administradoras quanto por parte dos acionistas, de dispensa da reunião. Isso porque, tal como demonstrado pela defesa, a

não realização de uma assembleia geral da Opportunity Zain para tratar de matérias relacionadas ao exercício do poder de controle da BTP e da BrT era uma prática reiterada.

11. Nesse sentido, as acusadas mencionaram 57 reuniões prévias de acionistas da Invitel, realizadas entre 1999 e 2005 e que, apesar de versarem sobre o exercício do poder de controle da BTP e da BrT, não teriam sido precedidas por assembleias gerais da Opportunity Zain. Esse número não me parece irrisório ou sem significado e, ainda que não tenha o condão de tornar regular o descumprimento do estatuto social da companhia, deve ser levado em consideração quando da análise da responsabilidade da administração da Opportunity Zain sobre a não convocação de uma assembleia específica.

12. Além disso, não há nos autos indícios de quaisquer reclamações, pelos acionistas da Opportunity Zain, com relação a não realização de qualquer dessas assembleias gerais – nem mesmo por parte daqueles cujas manifestações deram origem ao presente processo. De modo semelhante, também não há evidências de que quaisquer desses acionistas tenham se valido, ao longo de todos aqueles anos, da prerrogativa de convocar assembleia caso os administradores não o façam, conforme lhes é assegurado pela alínea “b” do parágrafo único do art. 123 da Lei nº 6.404, de 1976<sup>4</sup>.

13. O segundo grupo de fatores que me parece relevante diz respeito à identificação dos acionistas da Opportunity Zain que supostamente não teriam tido nem ciência nem oportunidade de se manifestar acerca do Projeto Tupy e que, portanto, teriam tido seus direitos cerceados em função da não realização de uma assembleia geral.

14. Conforme indicado pela defesa, os únicos dois acionistas da Opportunity Zain que não seriam acionistas diretos da Invitel e que, por isso, não teriam tido a chance de se manifestar no âmbito da reunião prévia de acionistas dessa sociedade seriam a CVC/Opportunity Equity Partners Administradora de Recursos Ltda., que detinha 1 ação da Opportunity Zain, e a Opportunity Lógica Rio Gestora de Recursos Ltda, detentora de apenas 0,31% do capital social votante dessa sociedade.

15. Ainda que as participações bastante pequenas não sejam suficientes para isoladamente autorizar a dispensa de uma assembleia geral em que tais acionistas pudessem se manifestar, chama a atenção o fato de que os dois estavam sob o controle comum do Banco Opportunity S.A., cuja orientação de voto foi justamente a que prevaleceu em reunião prévia da Invitel.

16. Considerando as duas informações acima junto ao fato de que os demais acionistas da Opportunity Zain não só eram acionistas da Invitel, como efetivamente participaram da reunião prévia de 18.12.2003, entendo haver elementos razoáveis para ponderar se a dispensa da realização de uma assembleia geral da Opportunity Zain teria ocorrido sem o consentimento de seus acionistas, impedindo a sua manifestação.

17. Assim, considerando que (i) praticamente a totalidade dos acionistas da Opportunity Zain tinha conhecimento das matérias que, pela regra, deveriam ser submetidas à assembleia desta sociedade, uma vez que também eram acionistas da Invitel e, assim, eram convocados para as reuniões prévias que tratariam de assuntos relacionados à BTP e à BrT; e que (ii) os únicos acionistas da Opportunity Zain que não detinham participação direta na Invitel eram vinculados ao seu grupo de controle, não

encontro elementos suficientes para duvidar de que, não obstante o caráter mandatório das regras estatutárias então vigentes, as administradoras ora acusadas agiram em conformidade com o que era esperado pelos acionistas beneficiários de tais regras e em linha com o que vinha sendo praticado na sociedade que administravam.

18. Em virtude dessas constatações e com base no princípio da insignificância, não me parece razoável responsabilizar Verônica Dantas, Maria Amália Coutrim e Danielle Sibergleid, na qualidade de membros do conselho de administração da Opportunity Zain, pela não convocação de uma assembleia geral específica.

### **III. Conflito de interesses de administrador**

19. A segunda infração identificada pela Acusação está relacionada ao exercício do direito de voto, por Verônica Dantas, em reuniões do conselho de administração da BTP, nas quais estaria em situação de conflito de interesses, implicando, portanto, violação ao art. 156 da Lei nº 6.404, de 1976<sup>5</sup>.

20. Segundo a Acusação, o conflito da administradora teria sido caracterizado pelo fato de que Verônica Dantas deteria participação indireta no IG e, portanto, seria beneficiada ao aprovar a aquisição do controle dessa sociedade por uma subsidiária da BrT. Esse conflito seria reforçado pelo vínculo existente entre Verônica Dantas e o controlador do grupo Opportunity, Daniel Dantas, que deteria participação relevante tanto no IG quanto na cadeia de controle da BTP e da BrT.

21. Para demonstrar esse vínculo, a Acusação mencionou que além de ser irmã do controlador, Verônica Dantas também exerceria cargos na administração de diversas sociedades do grupo Opportunity.

22. A Acusação entendeu que, nas reuniões do conselho de administração da BTP realizadas em 18.12.2003 e 24.11.2004 e que tiveram como objeto a aprovação do Projeto Tupy, Verônica Dantas deveria ter consignado a extensão de seu interesse na Operação e se absterido de votar.

23. Para contestar a tese acusatória, entre outros argumentos subsidiários, a defesa de Verônica Dantas argumentou que, ao proferir seus votos em reuniões do conselho da BTP, a administradora não teria manifestado sua própria vontade. Pelo contrário, por força dos parágrafos 8º e 9º do art. 118 da Lei nº 6.404, de 1976, a orientação dos votos por ela proferidos estaria vinculada à instrução dada pelos acionistas da Invitel que a indicaram para aquele cargo e que seriam signatários de um acordo. Assim, não haveria como se verificar no caso concreto um elemento essencial para a caracterização do conflito, qual seja: o choque entre os interesses próprios do administrador e os da companhia.

24. Confrontando os elementos trazidos aos autos pela Acusação e pela defesa de Verônica Dantas, considero que há dois pontos relevantes a serem analisados para que se possa chegar a uma decisão no presente caso. O primeiro deles é a eventual sobreposição do art. 118 da Lei nº 6.404/76 ao art. 156 da mesma lei e, assim, a discussão sobre a possibilidade de as instruções dadas por acionistas a administradores, em função de acordos de acionistas devidamente arquivados na companhia, serem capazes de afastar as regras atinentes aos conflitos de interesses a que estes últimos estão sujeitos. O segundo ponto corresponde à existência ou não de interesse conflitante

de Verônica Dantas para a aprovação do Projeto Tupy neste caso específico.

a) *Vinculação de administradores a acordos de acionistas e conflito de interesses*

25. Desde a modificação do art. 118 da Lei nº 6.404, de 1976, pela Lei nº 10.303, de 2001, discute-se na doutrina jurídica qual seria a extensão da aplicação de seus parágrafos 8º e 9º<sup>6</sup>, que introduziram no regime jurídico das sociedades por ações um mecanismo de autotutela em assembleias gerais e reuniões do conselho de administração para assegurar o cumprimento de acordos de acionistas.

26. No que diz respeito às reuniões do conselho de administração, esses dois dispositivos dizem que o presidente das reuniões do conselho “*não computará o voto proferido com infração de acordo de acionistas devidamente arquivado*” e, ainda, que o não comparecimento às reuniões dos órgãos de administração ou a abstenções de voto “*de membros do conselho de administração eleitos nos termos de acordo de acionistas, assegura à parte prejudicada o direito de votar*” (...) “*pelo conselheiro eleito com os votos da parte prejudicada*”.

27. A aplicação desses dispositivos é, em si, bastante polêmica.

28. Para parte da doutrina jurídica, tais comandos legais integrariam o arcabouço criado pela lei societária para viabilizar o exercício do poder de controle quando este é organizado por meio de acordos de acionistas. Nesse sentido, a subordinação dos administradores às orientações dadas por acionistas signatários de um acordo daria concretude ao art. 116 da Lei nº 6.404, de 1976, o qual traz como premissa para a caracterização do acionista controlador o exercício efetivo de seu “*poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia*” (grifos meus).

29. Com base nesse argumento é que parte da doutrina conclui que os parágrafos 8º e 9º do art. 118 da lei societária impediriam os administradores de exercer qualquer juízo sobre as orientações recebidas, cabendo-lhes somente o seu cumprimento<sup>7</sup>.

30. No entanto, a vinculação absoluta dos administradores aos acordos de acionistas arquivados na sede de companhias não é isenta de críticas<sup>8</sup>. Como exemplo das ponderações feitas por outras correntes doutrinárias, ressalta-se que uma interpretação literal de tais parágrafos do art. 118 enfraqueceria os deveres fiduciários dos administradores, sobretudo, o de independência e o de diligência, e ainda permitiria a usurpação de competências exclusivas do conselho de administração pelos acionistas<sup>9</sup>.

31. No entanto, essas posições não são unânimes entre si e, dentre tais críticos, distinguem-se aqueles que defendem apenas a flexibilização da vinculação dos administradores aos acordos de acionistas e aqueles que a ela se opõem completamente<sup>10</sup>.

32. A questão que se coloca nesse embate é em que medida a legislação permite uma relativização da vinculação dos administradores aos acordos de acionistas nos termos do art. 118 da Lei nº 6.404, de 1976. A extensão completa dessa discussão, no entanto, ultrapassa os limites do caso concreto que ora se analisa.

33. A meu ver, o problema presente neste processo se limita a verificar se a lei exige dos administradores uma avaliação quanto à adequação das orientações de voto por eles recebidas frente à legislação e ao estatuto social da companhia e, portanto, é a essa situação específica que me restringirei neste voto.

34. Dito isso, observo que, para os defensores da vinculação absoluta às orientações de voto recebidas por força de acordos de acionistas, até mesmo uma análise preliminar quanto à legalidade daquelas orientações não seria autorizada aos administradores. Como alegado pela defesa de Verônica Dantas, um conselheiro vinculado a um acordo seria um mero propagador da vontade dos acionistas nas reuniões do conselho de administração. Discordo dessa posição.

35. Parece-me que uma análise sistemática da Lei nº 6.404, que mantenha a coerência pretendida pelo legislador de 1976 e que compreenda de forma ampla o racional de cada um dos comandos contidos naquele diploma, implica uma leitura distinta do art. 118 do que faz a defesa e uma parte da doutrina jurídica.

36. Tomando-se a Lei nº 6.404, de 1976, como um conjunto integrado, parece-me inafastável a autorização e o dever dos administradores de avaliarem violações à lei ou ao estatuto social decorrentes das orientações de voto emanadas de acionistas signatários de acordo, ainda que tais orientações sigam os termos do acordo.

37. O principal motivo para tanto está relacionado ao fato de que as regras que trataram da vinculação dos administradores aos acordos de acionistas não afastaram a responsabilidade desses administradores pelo conteúdo dos votos por eles proferidos e, assim, seria, no mínimo, incoerente e injusto, por parte do legislador, exigir dos administradores a inquestionável execução de um ato pelo qual deveriam ser responsabilizados.

38. Ademais, não obstante a nossa lei societária ter consagrado a assembleia geral de acionistas como órgão soberano e hierarquicamente superior, a mesma lei não deixou de estabelecer limites à subordinação hierárquica dos órgãos de administração e, assim, preservar a autonomia dos administradores.

39. Admitir, como quer a defesa de Verônica Dantas, que a vontade dos acionistas se substitui completamente à vontade dos administradores quando da manifestação de votos convencionados nos termos de acordos de acionistas permitiria a inversão da lógica de separação de funções descrita pela lei societária, o que, em vista de dispositivos tão claros sobre o tema<sup>11</sup>, não me parece ter sido a intenção do legislador.

40. A autonomia dos administradores para avaliar e manifestar, ou não, a orientação de voto recebida dos acionistas não é afastada nem mesmo pelos dispositivos que tratam de sua vinculação a acordos de acionistas. Os parágrafos 8º e 9º do art. 118, como exemplo, oferecem remédios justamente para as situações nas quais os administradores optam voluntariamente por contrariar as orientações recebidas, ausentar-se das reuniões do conselho ou se abster de proferir o voto<sup>12</sup>.

41. Avaliar em que medida os administradores são compelidos a atuar de acordo com as orientações dos acionistas e em que medida se aplicam os parágrafos 8º e 9º em casos de divergência de mérito não é, como já expliquei, o objeto deste voto. Não pretendo aqui delimitar o fundamento e o sentido dos comandos previstos nos parágrafos

8º e 9º do art. 118, mas acredito que seja indubitável que eles não abrigam condutas dos administradores vedadas ou de outra forma reprováveis por outros comandos da Lei nº 6.404, de 1976.

42. Essa conclusão é especialmente pertinente quando se está diante de um caso em que o administrador se encontra em situação de conflito de interesses com a companhia. Isso porque, como já mencionei em caso precedente<sup>13</sup>, os administradores desempenham um papel fundamental no processo de negociação das operações de uma companhia.

43. Nesse sentido, cabem à diretoria e, eventualmente, dependendo de sua relevância e das regras do estatuto, ao conselho de administração, a identificação de oportunidades de negócio e a negociação das suas condições de contratação desde o início desses processos – são esses órgãos que desenham os negócios da companhia; é papel dessas pessoas barganhar, propor e, por vezes, abrir mão em nome da companhia.

44. Nesse contexto, a existência de um interesse paralelo do administrador que vai comandar ou participar ativamente das negociações pode influenciar as próprias bases do negócio, suas condições e, por isso, prejudicá-las de maneira irreparável. É por esse motivo que a isenção dos administradores nessas situações precisa ser olhada com rigor e não é por outra razão que a própria lei societária reconheceu que o interesse paralelo do administrador em relação ao da companhia poderia prejudicar o processo de construção do próprio negócio.

45. Dessa forma, com o intuito de preservar os interesses da companhia e inibir a atuação dos administradores em situação de conflito, a Lei nº 6.404, de 1976, vedou, em seu art. 156, qualquer intervenção por parte dos administradores em operações nas quais tenham interesse conflitante com o da companhia.

46. Conforme entendimento já consolidado pelo Colegiado da CVM, a tese que orienta a análise dessa situação é a do conflito formal de interesses, de modo que é vedada *a priori* a participação do administrador na operação em que se verifica o conflito, independentemente do conteúdo de seu voto e de seu objeto vir ou não a se alinhar com os interesses da companhia. Não me parece haver dúvidas também de que esta orientação perdura inclusive diante de orientações em sentido contrário recebidas dos acionistas que o elegeram ou signatários de acordos devidamente registrados na sociedade.

47. Após essas constatações, entendo que, ao se enxergar diante de uma situação de conflito de interesses, mesmo quando existente orientação de voto estabelecida por acordo de acionistas, compete ao membro do conselho de administração se abster de participar das negociações e fazer consignar em ata que se absterá de exercer o direito de voto, registrando a extensão de seu interesse na operação objeto de deliberação, em linha com o que dispõe o *caput* do art. 156 da Lei nº 6.404, de 1976.

b) *Conflito de interesses no caso concreto*

48. Feitas as considerações acima, cabe discutir se, no caso concreto, Verônica Dantas possuía interesse conflitante com o da BTP e se, portanto, poderia ter manifestado seu voto nas reuniões do conselho de administração dessa companhia, nas quais se deliberou sobre diferentes etapas do Projeto Tupy.

49. Essa questão não é menos delicada do que a que expus na subseção anterior. Isso porque a extensão do art. 156 da Lei nº 6.404, de 1976, também é em si controversa. Se, de um lado, precedentes desta casa são claros em afirmar que a análise de situações de conflito envolvendo administradores deve se pautar pela tese do conflito formal de interesses; de outro, os posicionamentos sobre as situações em que existem ou não conflitos de interesses são menos contundentes. E, de todo modo, a situação do presente caso é distinta da maior parte dos precedentes, exigindo análise específica.

50. Para determinar se neste caso concreto a acusada estava em situação de conflito, começo enfrentando os principais argumentos de defesa.

51. Para afastar o reconhecimento de um conflito, a defesa argumenta primeiramente que a própria Acusação teria identificado a comutatividade do Projeto Tupy. Assim, considerando que os acionistas das companhias envolvidas, incluindo Verônica Dantas, não teriam se beneficiado de modo particular, não haveria situação de conflito.

52. Esse argumento, no entanto, só teria sentido se prevalecesse a tese do conflito material de interesses em relação aos administradores, razão pela qual seria necessário avaliar se o voto de Verônica foi materialmente contra os interesses da companhia. Conforme já reiterado neste voto, em relação ao conflito de interesses de administradores, tanto os precedentes dessa casa, quanto a doutrina especializada são unívocos em relação à tese do conflito formal<sup>14</sup>.

53. Por força do art. 156 da Lei nº 6.404, de 1976, é vedada a intervenção do administrador em qualquer negociação ou deliberação relativa a uma operação na qual tenha interesse conflitante com o da companhia. Essa vedação deve ser observada independentemente do sentido da manifestação pretendida pelo administrador e dos efeitos que essa operação venha a produzir sobre os interesses da companhia. Em outras palavras, mesmo que as condições do Projeto Tupy tenham sido posteriormente consideradas comutativas pela Acusação, elas não seriam suficientes para autorizar a participação de um administrador que se encontrava em situação de conflito de interesses.

54. A defesa de Verônica Dantas também alegou que precedentes do Colegiado já teriam reconhecido que o exercício de cargos de administração em contrapartes de uma mesma operação não seria suficiente para caracterizar uma situação de conflito de interesses. Além disso, a defesa entendeu que a participação detida indiretamente no capital social do IG também não seria suficiente para dar origem a um interesse conflitante com o da BTP.

55. Mais uma vez, discordo dos argumentos trazidos pela defesa. A meu ver, a participação de Verônica Dantas nas deliberações do conselho de administração da BTP, que trataram do Projeto Tupy, deve ser analisada de maneira mais ampla. Nesse sentido, acredito que três elementos sejam relevantes para, conjuntamente, caracterizar a situação de conflito de interesses em que ela se encontrava, a saber: (i) a participação societária detida indiretamente por essa acusada no IG; (ii) os cargos exercidos pela acusada em mais de uma sociedade da cadeia de controle do IG; e (iii) o vínculo existente entre Verônica Dantas e outro acionista indireto do IG e controlador da BTP, Daniel Dantas.

56. Quanto ao primeiro elemento, lembro que a situação mais típica de conflito de interesses de administrador é aquela em que essa pessoa é a própria contraparte da companhia. Como já mencionei em outra oportunidade, não parece haver na doutrina nem nos precedentes desta casa dúvidas sobre a caracterização do conflito nessas situações<sup>15</sup>.

57. Nesses casos, como já reconhecido pelo Colegiado, estão compreendidas tanto as hipóteses em que o administrador pessoa física contrata diretamente com a companhia quanto aquelas em que o administrador contrata por meio de pessoa jurídica na qual detém participação, tal como verificado no presente processo<sup>16</sup>.

58. Reconheço que os demais processos em que o Colegiado identificou interesses conflitantes em virtude de participações detidas pelos administradores em contrapartes da companhia tratavam de situações em que tais administradores detinham participações consideradas relevantes naquelas contrapartes<sup>17</sup>.

59. No presente processo, ainda que não se possa considerar a participação de Verônica Dantas no IG como isoladamente relevante<sup>18</sup>, acredito que a sua importância e o seu potencial para colocá-la em uma situação de conflito de interesses sejam reforçados pelos demais elementos do contexto em que essa administradora se encontrava.

60. Em relação ao segundo elemento, a defesa tem razão ao afirmar que o Colegiado, em mais de uma oportunidade, registrou o entendimento de que a atuação de uma mesma pessoa em cargos da administração de contrapartes de uma operação não seria suficiente para, **isoladamente**, caracterizar uma situação de conflito de interesses<sup>19</sup>. O principal argumento para essa posição é o de que o exercício de cargos na administração de sociedades distintas não seria suficiente para proporcionar interesse pessoal do administrador na operação negociada entre ambas.

61. No entanto, esse elemento não foi destacado de forma isolada pela Acusação. Além disso, nesses mesmos precedentes, o próprio Colegiado admitiu que circunstâncias específicas envolvendo o exercício de cargos de administração poderiam levar a situações de conflitos de interesses<sup>20</sup>.

62. O terceiro e último elemento é o vínculo tanto familiar quanto profissional entre Verônica e Daniel Dantas, que, como acima aludido, me parece reforçar a relevância dos outros dois elementos apontados pela Acusação para caracterizar a situação de conflito de interesses da administradora da BTP.

63. Nos precedentes já apreciados por esta casa, as hipóteses de conflito de interesses foram identificadas com base em situações nas quais se verificava interesse pessoal e direto do administrador. Contudo, como já me manifestei anteriormente<sup>21</sup>, a meu ver, a redação do art. 156 parece não limitar o regime especial por ele estabelecido exclusivamente aos casos em que haja um interesse pessoal do administrador.

64. A expressão "interesse conflitante" (e não "interesse particular", como o legislador escolheu usar em outras partes da lei), notadamente ampla e abrangente, parece permitir estender o comando do art. 156 a situações em que o interesse do administrador não é direto, ou particular, ou seja, àqueles casos em que o interessado é uma pessoa ligada ao administrador ou em que o interesse do administrador seja



mediato ou eventual.

65. Para embasar essa afirmação, valho-me não somente do texto da lei, mas também do papel dos administradores na condução dos negócios da sociedade e das negociações e desenho de aquisições ou reorganizações societárias como a que é objeto do presente processo, cuja relevância elucidei na subseção anterior.

66. Adicionalmente, observo que, em três precedentes bastante recentes, o Colegiado reconheceu que, dentre as situações que poderiam vir a caracterizar um conflito de interesses para o administrador, estaria aquela em que uma parte a ele relacionada fosse contraparte da companhia e tivesse interesse na operação em questão<sup>22</sup>. Nos três processos a que me refiro, mencionou-se expressamente como exemplo de parte relacionada ao administrador um parente próximo<sup>23</sup>.

67. Além disso, noto que a existência de uma presunção relativa em relação à vinculação de interesses em virtude de relações de parentesco também já foi reconhecida pelo Colegiado da CVM em outras situações, em especial naquelas em que as pessoas sujeitas a tais relações detêm participações em uma mesma companhia. Apenas a título de exemplo, menciono as decisões tomadas recentemente pelo Colegiado diante da obrigatoriedade de realização de ofertas públicas de aquisição de ações por aumento de participação<sup>24</sup>.

68. No caso concreto, não foram apresentados elementos para afastar referida presunção. Paralelamente, cabe notar que Daniel Dantas, irmão de Verônica Dantas, detinha de forma indireta aproximadamente 25% do capital social do IG, participação essa que, a meu ver, pode ser considerada relevante e suficiente para embasar a presunção de que Daniel Dantas seria diretamente beneficiado pela implementação da operação aprovada por sua irmã.

69. Na época da aprovação do Projeto Tupy, Verônica Dantas participava diretamente da administração de pelo menos cinco sociedades integrantes da cadeia acionária do IG controladas por seu irmão Daniel Dantas, o que evidencia o vínculo entre essa administradora e aquele acionista. Existem nos autos indícios suficientes para demonstrar uma estreita relação de confiança e coordenação da atuação entre Daniel e Verônica Dantas para além de sua relação familiar.

70. Ponderar outros aspectos que não os pessoais e imediatos quando se analisa a isenção do administrador diante de certa situação que pode ensejar impedimento de voto ou procedimentos mais estritos de legitimação de transações com partes relacionadas não é uma tendência só dos recentes precedentes da CVM. No âmbito internacional, ainda que em casos bastante circunstanciados, a isenção dos administradores tem sido questionada mesmo quando se está diante de situações que não envolvam interesses pessoais e imediatos.

71. Por exemplo, a Superintendencia de Valores y Seguros – SVS, regulador chileno, já considerou que certos conselheiros eleitos pelo controlador, por suas relações próximas com quem os elegeu, não eram independentes e, portanto, não poderiam votar em operação que não lhes beneficiava pessoalmente, mas beneficiava o acionista que os elegera, mesmo que todos os outros critérios de independência estivessem presentes<sup>25</sup>.

72. Embora com consequências distintas, o precedente da Corte de *Delaware*

*Southern Peru Copper Corp. Shareholders Derivative Litigation*, 52 A3d. 761 (Del. Ch. 2011), confirmado pela Suprema Corte Americana em *American Mining Corp. Versus Theriault No. 29, 2012* (Del. Aug. 27, 2013), considerou que um dos membros do comitê independente formado para aprovar certa transação entre companhias sob controle comum, ainda que não tivesse interesses pessoais e diretos em relação à operação objeto do processo, era empregado do controlador comum em uma terceira empresa e, por isso, não mereceria a inversão do ônus da prova quanto à comutatividade e justiça da operação, a qual é geralmente concedida pela corte quando da utilização de comitês independentes.

73. Assim, tendo em vista o conjunto de vínculos tanto familiares quanto profissionais que ligam Verônica e Daniel Dantas, a participação indireta de Verônica Dantas no capital do IG, os precedentes mais recentes desta casa, bem como as evoluções no âmbito internacional sobre a análise de independência e isenção de administradores, considero que há nos autos elementos suficientes para demonstrar que Verônica Dantas estava em posição de conflito de interesses no Projeto Tupy.

74. Feitas essas considerações, entendo que Verônica Dantas deve ser responsabilizada por ter manifestado voto favorável ao Projeto Tupy e suas diferentes etapas, na qualidade de membro do conselho de administração da BTP, em reuniões desse órgão realizadas em 18.12.2003 e 22.11.2004.

#### **IV. Violação do dever de informar**

75. A Acusação apontou, ainda, para irregularidades relacionadas à divulgação da aquisição, pela BT Bermuda, de ações de emissão do IG detidas pelos chamados Fundos Estrangeiros, que corresponderia a uma das etapas por meio das quais o Projeto Tupy teria sido implementado.

76. Conforme sustentado pela Acusação, não obstante os Fundos Estrangeiros terem alienado à BT Bermuda as ações do IG de que eram titulares em abril de 2004, essa operação não teria sido devidamente abordada em fatos relevantes divulgados pela BTP e pela BrT. Pelo contrário, em fatos relevantes divulgados em 18.5.2004 e 24.11.2004, ambas as companhias teriam incluído os Fundos Estrangeiros dentre os acionistas do IG que teriam alienado suas respectivas participações à subsidiária da BrT em momento posterior.

77. A Acusação também verificou que os diretores de relações com investidores tanto da BTP quanto da BrT, respectivamente, Paulo Pedrão e Carla Cico, tinham ciência de que a aquisição das ações detidas pelos Fundos Estrangeiros já havia sido concluída, tendo em vista que eles mesmos haviam representado a BT Bermuda nessa operação.

78. Rodrigo Bhering, membro do conselho de administração da BrT, também estaria a par do negócio, uma vez que teria participado das negociações com os Fundos Estrangeiros e, na qualidade de membro do conselho de administração do IG, teria presidido as reuniões em que foram consignadas as transferências de ações daqueles acionistas para a BT Bermuda e a renúncia dos conselheiros por eles indicados.

79. Destacando a relevância da aquisição das ações detidas pelos Fundos Estrangeiros em função do preço a elas atribuído, dos direitos por elas assegurados e das consequências dessa operação para o Projeto Tupy, a Acusação entendeu que Carla Cico

e Paulo Pedrão deveriam ser responsabilizados por deixar de divulgá-la ao mercado, tendo violado o art. 157, §4º, da Lei nº 6.404, de 1976<sup>26</sup>, c/c os artigos 2º e 3º da Instrução CVM nº 358, de 2002<sup>27</sup>.

80. A Acusação indicou que, dada a omissão do DRI da BrT com relação a tal divulgação, Rodrigo Bhering teria responsabilidade subsidiária para proceder com a publicação de fato relevante e, ao deixar de fazê-lo, teria infringido o art. 157, §4º, da Lei nº 6.404, de 1976, c/c o art. 3º, §2º, da Instrução CVM nº 358, de 2002.

81. Para tratar dessas acusações, começarei analisando se a aquisição das ações detidas pelos Fundos Estrangeiros deveria ou não ter sido objeto de fato relevante para, em seguida, verificar se as informações prestadas ao mercado pela BTP e pela BrT em 18.5.2004 e em 24.11.2004 conferiram tratamento adequado ao assunto e se Paulo Pedrão, Carla Cico e Rodrigo Bhering devem ser responsabilizados como acima indicado.

82. O conceito de fato relevante é definido pelo art. 157, §4º, da Lei nº 6.404, de 1976, utilizado pela Comissão de Inquérito para fundamentar as acusações. Nos termos desse dispositivo, exige-se a divulgação, pela administração, de *"qualquer deliberação da assembleia-geral ou dos órgãos de administração da companhia, ou fato relevante ocorrido nos seus negócios, **que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia**"* (grifos meus).

83. Regulamentando esse dispositivo, o art. 2º da Instrução CVM nº 358, de 2008, dispõe que se considera relevante *"qualquer decisão de acionista controlador, deliberação da assembleia geral ou dos órgãos de administração da companhia aberta, ou qualquer outro ato ou fato de caráter político-administrativo, técnico, negocial, ou econômico-financeiro ocorrido ou relacionado aos seus negócios que possa influir de modo ponderável: I - na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados; II - na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários; III - na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados"*<sup>28</sup>.

84. Foi com base nessas duas definições que o Colegiado da CVM indicou, em mais de uma oportunidade, que, para fins da divulgação de informações ao mercado, deveria ser considerado como relevante qualquer fato que tenha *"o poder de alterar uma decisão de investimento de um investidor racional"*<sup>29</sup>. Em outras palavras, a ponderação exigida da administração de uma companhia aberta em relação à necessidade ou não de divulgação de um determinado fato perpassa a análise da potencial influência dessa informação sobre decisões futuras de investidores, independentemente de esse potencial vir a se concretizar e de essas decisões serem efetivamente influenciadas pelo fato divulgado<sup>30</sup>.

85. A defesa apresentada por Paulo Pedrão e Carla Cico sustentou que a conclusão dos administradores acerca da relevância ou não de um fato para fins de divulgação estaria protegida pela **business judgment rule** e, como resultado, não competiria à CVM avaliar **a posteriori** se aquela informação deveria ou não ter sido divulgada.

86. Discordo dessa afirmação. A meu ver, falta na presente acusação um dos elementos essenciais para a aplicação da regra acima aludida, qual seja: uma decisão negocial.

87. Os precedentes desta casa têm admitido a aplicação da lógica subjacente à **business judgment rule** para a proteção de decisões negociais tomadas por administradores de maneira informada, refletida e desinteressada. Entretanto, é preciso lembrar que, mesmo nas jurisdições em que teve origem, a doutrina da decisão negocial não diz respeito a toda e qualquer decisão da administração de uma companhia, mas volta-se a decisões de cunho negocial e afasta decisões relacionadas a questões organizacionais<sup>31</sup>, ou ao mero cumprimento de obrigações impostas pela regulamentação ou pelo estatuto da companhia<sup>32</sup>.

88. No caso da divulgação de fatos relevantes, o que se discute é o cumprimento, ou não, de uma regra de transparência, cabendo à administração a responsabilidade de identificar se a realidade fática se encaixa à definição legal e regulamentar de fato relevante. Em virtude disso, não vislumbro nessa decisão qualquer caráter relacionado ao negócio da companhia administrada.

89. Não é por outra razão que a CVM tem reiteradamente apreciado casos nos quais se discute o cumprimento ou não das obrigações contidas no art. 157, §4º, da Lei nº 6.404, de 1976, e na Instrução CVM nº 358, de 2002, e tem se debruçado sobre a relevância ou não de determinadas informações para fins de divulgação<sup>33</sup>.

90. Dito isso, julgo correta a análise feita pela Acusação sobre a pertinência ou não de se divulgar como fato relevante a aquisição, pela subsidiária da BrT, das ações de emissão do IG detidas pelos Fundos Estrangeiros. Mais do que isso, concordo que, no caso concreto, as circunstâncias dessa operação exigiam a sua divulgação por meio de fato relevante.

91. A aquisição das ações detidas pelos Fundos Estrangeiros envolveu uma série de fatores que a tornaram relevante. Primeiro, essa operação foi essencial para a consecução do Projeto Tupy. De um lado, ao se analisar tanto os direitos de veto atribuídos pelo estatuto do IG às ações preferenciais classe A detidas pelos Fundos Estrangeiros, quanto os direitos atribuídos a esses acionistas por acordo para a eleição de administradores, verifica-se que as ações por eles detidas eram fundamentais para que a BT Bermuda viesse a deter o controle daquela companhia.

92. De outro, cabe observar que a transferência das ações detidas pelos Fundos Estrangeiros contribuiu para alterar o cenário em que a BrT e sua subsidiária se encontravam frente a seus concorrentes, tendo em vista que foi justamente a conclusão daquela operação que levou a Telemar a desistir da aquisição de novas ações do IG<sup>34</sup>.

93. Ainda que já tivesse sido divulgado fato relevante pela BTP e pela BrT para informar o mercado sobre a autorização dada pelos seus respectivos conselhos de administração para a negociação de ações do IG, a aquisição das ações detidas pelos Fundos Estrangeiros correspondeu não só a um primeiro passo concreto daquela operação, mas também a um sinal bastante importante da probabilidade de sucesso do Projeto Tupy.

94. As operações envolvendo os Fundos Estrangeiros já haviam sido concluídas há mais de um mês quando da divulgação do fato relevante de 18.5.2004 e não foi apresentada pela defesa de qualquer dos acusados nenhuma justificativa que pudesse explicar em que medida a divulgação imediata dos negócios realizados com os Fundos

Estrangeiros poderia colocar em risco interesse da BrT ou da BTP e, assim, em que medida poderia ser legitimamente postergada. Por essas razões, não considero haver qualquer evidência de que havia algo de estratégico que pudesse ser protegido pela não divulgação dessa informação<sup>35</sup>.

95. Ao contrário do que foi alegado por parte dos acusados, não há quaisquer indícios de que a aquisição das participações dos Fundos Estrangeiros ainda estivesse sujeita a condições em abril de 2004. Pelo contrário, a análise dos documentos acostados aos autos, incluindo comprovantes de transferência de preço e da renúncia dos conselheiros indicados pelos acionistas vendedores, contribui para a convicção de que as operações foram celebradas de forma definitiva muito antes de sua menção no fato relevante de 18.5.2004.

96. Em termos de disseminação de informações e atualização do mercado, a relevância da aquisição dessas ações assemelha-se à das demais aquisições divulgadas por meio dos fatos relevantes de 18.5.2004 e 24.11.2004. Caberia, portanto, se não quando da conclusão da aquisição em abril de 2004, ao menos, a correta indicação dessas aquisições nesses fatos relevantes<sup>36</sup>.

97. Em vista dos argumentos trazidos pela defesa de Carla Cico e Paulo Pedrão, analisarei também os fatos relevantes divulgados em 18.5.2004 e 24.11.2004 para avaliar se, ainda que intempestivamente, houve a correta divulgação das operações de aquisição das ações do IG detidas pelos Fundos Estrangeiros. Isso porque, para a defesa, o primeiro fato relevante teria informado ao mercado a efetiva aquisição, pela BT Bermuda, das participações dos Fundos Estrangeiros e o segundo teria apenas confirmado essa operação.

98. Dessa forma, observo que o fato relevante divulgado pela BTP e pela BrT em 18.5.2004 mencionava que: “[e]m resposta às ofertas vinculantes formuladas pela **Brasil Telecom S.A.**, em conformidade com a deliberação havida em reunião do Conselho de Administração em 18 de dezembro de 2003, para a aquisição das ações de emissão do Internet Group Limited (“iG”), **foram recebidas as confirmações da aceitação dos seguintes acionistas: GP Holdings Inc.; Global Internet Investments; Digital Network Investments Ltd.; Andrade Gutierrez Contractors; Infinity Trading Ltd.; NG9 Internet Investments; Blue Star I, LLC; TH Lee Putnam Parallel Ventures, LP; TH Lee Putnam Ventures, LP; THLi Coinvestments Partners, LLC; UBS Capital Americas III, LP; UBS Capital Americas Nominees B.V.; Ideas & Solutions; Al Nahda Investment, Dunial Khazal Company, e administradores da companhia**”, mas que essas “aquisições est[avam] **condicionadas ao cumprimento de determinadas condições precedentes usuais em operações dessa natureza**, incluindo due diligence e negociação de contratos definitivos, bem como as aprovações necessárias pelas autoridades competentes” (grifos meus).

99. Posteriormente, em fato relevante divulgado em 24.11.2004, BTP e BrT informaram ao mercado que “[e]m conformidade com as deliberações tomadas nas reuniões dos Conselhos de Administração da BTP e da BrT, de 18 de dezembro de 2003, e nas mesmas condições constantes das ofertas de compra referidas no Fato Relevante publicado em 18 de maio de 2004, **foi concluída, em 24 de novembro de 2004, a aquisição, pela Brasil Telecom Subsea Cable Systems (Bermuda) Ltd. (“BrT Bermuda”), controlada pela BrT, das ações de emissão do Internet Group Limited (“iG”) de propriedade dos seguintes acionistas: GP Holdings Inc.; Global**

*Internet Investments; Digital Network Investments Ltd.; Andrade Gutierrez Contractors Inc.; Infinity Trading Ltd.; NG9 Internet Investments; **Blue Star I, LLC; TH Lee Putnam Parallel Ventures, LP; TH Lee Putnam Ventures, LP; THLi Coinvestments Partners, LLC; UBS Capital Americas III, LP; UBS Capital Americas Nominees B.V.; Ideas & Solutions; Al Nahda Investment, Dunial Khazal Company, e administradores da companhia**" (grifos meus).*

100. Pela leitura de ambos os fatos relevantes, não consigo identificar com clareza a distinção entre as operações que envolviam os Fundos Estrangeiros e os demais acionistas, cujas ações foram efetivamente adquiridas em períodos posteriores. Ademais, no fato relevante de 18.5.2004, as operações com os Fundos Estrangeiros foram incluídas dentre aquelas que ainda estavam sujeitas a determinadas condições, o que, como indiquei acima, não é verdadeiro.

101. Consequentemente, parece-me que não só os fatos relevantes de 18.5.2004 e 24.11.2004 não trataram da efetiva aquisição das ações detidas pelos Fundos Estrangeiros em abril do mesmo ano, como ainda houve a prestação de informações inverídicas por meio do primeiro.

102. A meu ver, considerando o disposto no art. 3º, *caput*, da Instrução CVM nº 358, de 2002<sup>37</sup>, os elementos destacados acima são suficientes para comprovar a omissão dos diretores de relações com investidores da BTP e da BrT em relação à divulgação da aquisição de ações detidas pelos Fundos Estrangeiros.

103. Diante do exposto acima, entendo que Carla Cico e Paulo Pedrão devem ser responsabilizados, respectivamente, na qualidade de DRI da BrT e da BTP, por deixarem de divulgar informações corretas e tempestivas acerca da aquisição, pela BT Bermuda, de ações de emissão do IG detidas pelos Fundos Estrangeiros<sup>38</sup>.

104. Resta ainda analisar a responsabilidade de Rodrigo Bhering, a quem, na qualidade de membro do conselho de administração da BrT, seria aplicável o disposto no art. 3º, §2º, da Instrução CVM nº 358, de 2002<sup>39</sup>.

105. Por força do dispositivo acima mencionado, todos os administradores de companhias abertas que saibam de ato ou fato relevante são considerados responsáveis pela divulgação de referida informação caso "*constatem a omissão do Diretor de Relações com Investidores no cumprimento de seu dever de comunicação e divulgação*".

106. Como já me manifestei em outra oportunidade, a regulamentação imputa aos demais administradores, que não o DRI, uma responsabilidade subsidiária, a qual deve ser analisada de acordo com as circunstâncias de cada caso<sup>40</sup>.

107. No presente processo, Rodrigo Bhering, na qualidade de membro do conselho de administração da BrT e do IG, tinha conhecimento dos direitos assegurados pelas ações detidas pelos Fundos Estrangeiros, bem como da negociação de sua aquisição e desdobramentos dessa operação (como, por exemplo, a renúncia dos conselheiros do IG indicados por tais acionistas) – sua defesa não nega esse fato.

108. No entanto, alguns fatores me levam a crer que havia elementos que poderiam induzir esse administrador a acreditar que a DRI da BrT estava cuidando para que a regulamentação aplicável fosse cumprida e que, portanto, tais elementos estabelecem

uma dúvida razoável em relação a sua responsabilidade pela divulgação de um fato relevante.

109. Primeiro, não há qualquer evidência de que Rodrigo Bhering sabia dos demais passos da operação. Tanto a Acusação quanto a defesa apontam que sua participação foi pontual na negociação com parte dos Fundos Estrangeiros, investidores com os quais o referido administrador tinha contato prévio.

110. É importante considerar também que, em 23.12.2003, antes da aquisição das participações dos Fundos Estrangeiros, já havia sido divulgado um primeiro fato relevante que abordava o Projeto Tupy como um todo. Essa relativa publicidade da operação poderia ter sido interpretada por Rodrigo Bhering como uma postura pró-ativa e diligente de Carla Cico, DRI da companhia - em especial, porque se tratava de um administrador do qual não se espera a mesma expertise de um DRI para a análise do cabimento de fatos relevantes.

111. Finalmente, um terceiro fator que me parece crucial neste caso concreto é o fato de não se estar diante das hipóteses de vazamento de informações ou de oscilações atípicas no volume ou preço dos valores mobiliários da companhia, situações nas quais é mandatória uma postura ativa do DRI e, na falta dela, dos demais administradores. A ocorrência de qualquer dessas hipóteses deve funcionar como um sinal de alerta (**red flag**) tanto para o DRI como para os demais administradores de que, se há algo não divulgado ao mercado, é o momento de informá-lo a respeito daquilo que se mantinha em sigilo.

112. A relativa publicidade da operação, somada à participação pontual de Rodrigo Bhering e, principalmente, à falta de sinais de alerta de que era necessária a divulgação de informações que estavam sendo mantidas em sigilo, poderia ter sido interpretado por Rodrigo Bhering como uma postura adequada de Carla Cico, DRI da Companhia, no tratamento dessas informações.

113. Por essa razão, voto pela absolvição de Rodrigo Bhering.

## **V. Violação do dever de diligência**

114. A última infração identificada pela Acusação diz respeito à violação do dever de diligência, por Carla Cico e Paulo Pedrão, ao conduzirem a aquisição das ações de emissão do IG detidas pelos Fundos Estrangeiros antes da aprovação da estrutura final do Projeto Tupy pelos conselhos de administração da BTP e da BrT, o que desrespeitaria a orientação dada por esses mesmos órgãos em 18.12.2003.

115. Para a Acusação, com base na redação constante da ata das reuniões realizadas nessa data, os acusados, na qualidade de diretora-presidente e diretor-financeiro da BrT, deveriam se abster de concluir a aquisição de quaisquer ações do IG até que a estrutura final da Operação fosse definitivamente aprovada pelos conselhos de administração da BTP e da BrT.

116. Tendo em vista que essa aprovação se deu somente em reuniões realizadas em 22.11.2004, seriam irregulares as operações realizadas em abril do mesmo ano com os Fundos Estrangeiros.

117. Os acusados discordam dessa interpretação. Segundo eles, a ordem dada pelos conselhos de administração da BTP e da BrT em 18.12.2003 diria respeito somente à prévia aprovação de estrutura que correspondesse à aquisição de 100% das ações do IG, não englobando, portanto, a aquisição das participações minoritárias dos Fundos Estrangeiros.

118. A defesa de Carla Cico e Paulo Pedrão também buscou demonstrar a relevância dos negócios realizados com os Fundos Estrangeiros, indicando que a decisão de proceder a essas aquisições estaria protegida pela **business judgment rule**. Essa última alegação, porém, não me parece pertinente para a discussão das infrações apontadas pela Acusação. A meu ver, o ponto central para essa discussão guarda relação com o comando dado pelos conselhos de administração da BTP e da BrT às diretorias das respectivas companhias e com o seu cumprimento, independentemente dos benefícios ou vantagens que as operações com os Fundos Estrangeiros podiam acarretar àquelas sociedades. No Relatório de Inquérito, não se questionou o mérito das decisões de Carla Cico e Paulo Pedrão, mas os procedimentos que deveriam ter sido observados para que elas pudessem ser tomadas.

119. Dito isso, tenho duas grandes dificuldades para entender a tese acusatória neste quesito.

120. Primeiro, tenho dúvidas se cabe à CVM punir diretores desobedientes, quando tal desobediência não constitui infração às Leis nº 6.385 e 6.404, de 1976 ou ao estatuto da companhia. O papel da CVM é zelar pelo cumprimento da lei, regulamentação e estatutos das companhias e não cuidar das relações e arranjos internos das sociedades anônimas, em especial, quando se está diante de desavenças societárias – para tratar desses desentendimentos, a lei tem remédios privados, como a destituição de diretores, que pode ocorrer a qualquer tempo e sem qualquer justificativa.

121. Mas, ainda que em tese fosse conveniente que a CVM agisse diante dessa desavença entre os antigos diretores e alguns membros do conselho de administração, não acredito que existam elementos nos autos para identificar, com razoável certeza, que essa desobediência a orientações do conselho realmente existiu.

122. Isto porque o conteúdo das orientações dadas em 18.12.2003 pelos conselhos da BTP e da BrT à administração de cada uma dessas companhias me parece sujeito a um certo grau de subjetivismo e os conselheiros dessas companhias não foram ouvidos para que se pudesse averiguar qual era o conteúdo exato da orientação.

123. Ao conduzir suas investigações, a Acusação se pautou por sua própria interpretação das atas de reuniões do conselho de administração da BTP e da BrT acostadas aos autos<sup>41</sup>. Pelo que pude verificar, com exceção de Rodrigo Bhering, nenhum outro membro do conselho de administração da BrT foi chamado a prestar esclarecimentos sobre a suposta violação das diretrizes por eles aprovadas com relação ao Projeto Tupy e, assim, não há nos autos evidências fortes de que, para o conselho, a aquisição das ações dos Fundos Estrangeiros contrariava a orientação dada anteriormente.

124. O que existe é uma reclamação apresentada à CVM em 2006, por nova administração da companhia, com o objetivo de denunciar irregularidades cometidas pelos administradores indicados pelo chamado grupo Opportunity no passado. Essa



manifestação, porém, me parece indício isolado da intenção manifestada pelo conselho de administração da BrT à época da aprovação e implementação do Projeto Tupy.

125. Soma-se a isso o fato de que a Superintendência de Relações com Empresas (SEP) investigou o possível cerceamento das atividades dos conselheiros para a supervisão de atos envolvendo o Projeto Tupy e concluiu pela inexistência de irregularidades.

126. Além disso, com base nos documentos acostados aos autos, não encontro evidências de que, ao aprovar a estrutura da Operação em 22.11.2004, os conselhos de administração da BTP e da BrT desconheciam as transações entre BT Bermuda e Fundos Estrangeiros. De um lado, a cópia da apresentação feita aos conselhos de administração pelas diretorias de cada uma das companhias naquelas reuniões não me parece ser suficiente para demonstrar que informações inverídicas foram apresentadas em relação às transações com os Fundos Estrangeiros. De outro lado, as atas das reuniões de 22.11.2004 relatam que a estrutura do Projeto Tupy foi apresentada aos conselheiros da BTP e da BrT, os quais tiveram a oportunidade de sanar dúvidas e, ainda, consideraram satisfatórios os esclarecimentos recebidos.

127. Assim, não há elementos para demonstrar que as operações feitas com os Fundos Estrangeiros ocorreram sem o conhecimento ou à revelia do conselho de administração da BrT.

128. Por essas razões, entendo não haver elementos suficientes para concordar com a Acusação no que diz respeito à suposta violação do dever de diligência por Carla Cico e Paulo Pedrão na qualidade de administradores da BrT.

## **VI. Conclusão**

129. Diante do exposto acima, voto no sentido de:

i. absolver **Carla Cico e Paulo Pedrão Rio Branco** da acusação de, na qualidade de diretora-presidente da BrT e de diretor-financeiro da BrT, terem assinado o contrato de aquisição das ações preferenciais classe A dos Fundos Estrangeiros antes de ser apresentada a estrutura final da operação aos conselhos de administração da BTP e da BrT, na forma por estes determinada, em violação ao dever de diligência exigido pelo art. 153 da Lei nº 6.404, de 1976;

ii. absolver **Verônica Valente Dantas, Danielle Silbergleid Ninio e Maria Amália Delfim de Melo Coutrim** da acusação de, na qualidade de membros do conselho de administração da Opportunity Zain, deixar de convocar assembleia geral de acionistas para deliberar acerca da aquisição do IG, em violação ao disposto no art. 123, c/c o art. 142, IV, da Lei nº 6.404, de 1976, e com o art. 2º, §1º, do estatuto social da Opportunity Zain;

iii. condenar **Carla Cico e Paulo Pedrão Rio Branco** à pena de multa no valor de R\$300.000,00 cada um, por, na qualidade de DRI da BrT e de DRI da BTP, deixar de divulgar oportunamente a operação de aquisição das ações preferenciais classe A dos Fundos Estrangeiros, fato este relevante e do qual tinham conhecimento, em violação ao disposto no art. 157, §4º, da Lei nº 6.404, de 1976, c/c os artigos 2º e 3º da Instrução CVM nº 358, de 2002;

iv. absolver **Rodrigo Bhering Andrade** da acusação de, na qualidade de conselheiro de administração da BrT, não ter comunicado ao mercado, ou à CVM, a operação de aquisição de ações preferenciais classe A dos Fundos Estrangeiros por subsidiária da BrT, em violação ao disposto no art. 157, §4º, da Lei nº 6.404, de 1976, c/c o art. 3º, §2º, da Instrução CVM nº 358, de 2002; e

v. condenar **Verônica Valente Dantas** à pena de multa no valor de R\$300.000,00, por, na qualidade de conselheira de administração da BTP, ter votado para aprovação e conclusão da compra do IG nas reuniões do conselho de administração dos dias 18.12.2003 e 22.11.2004, em situação de conflito de interesses, violando o art. 156 da Lei nº 6.404, de 1976.

Rio de Janeiro, 21 de julho de 2015.

Luciana Dias  
Diretora

-----  
<sup>1</sup> Antiga denominação da Zain Participações S.A.

<sup>2</sup> “Parágrafo 1º - Compete à Assembléia Geral, além das atribuições que lhe confere o artigo 122 da Lei nº 6.404/76: I - exercer efetivamente o controle direto da Companhia e indireto das sociedades por ela controladas, dirigindo as atividades sociais e orientando o funcionamento dos seus órgãos, especialmente com relação a: (...) (b) instrução de voto dos representantes da Companhia nas Assembléias Gerais de sociedades controladas ou coligadas; (...) (d) prática de quaisquer atos na condição de sócia ou acionista das sociedades de que participe, tais como subscrições de capital e quaisquer atos de disposição, a qualquer título, ou oneração, de direitos de sócio ou participação societária detidas pela Companhia direta ou indiretamente; (e) aquisição de participações em sociedades que as submetam ao controle indireto da Companhia e prática de quaisquer atos na condição de titular das mesmas; (...)”.

<sup>3</sup> “Art. 123. Compete ao conselho de administração, se houver, ou aos diretores, observado o disposto no estatuto, convocar a assembléia-geral”.

“Art. 142. Compete ao conselho de administração: (...) IV - convocar a assembléia-geral quando julgar conveniente, ou no caso do artigo 132; (...)”.

<sup>4</sup> “Art. 123. Compete ao conselho de administração, se houver, ou aos diretores, observado o disposto no estatuto, convocar a assembléia-geral.

Parágrafo único. A assembléia-geral pode também ser convocada: (...)

b) por qualquer acionista, quando os administradores retardarem, por mais de 60 (sessenta) dias, a convocação nos casos previstos em lei ou no estatuto;”.

<sup>5</sup> Art. 156. É vedado ao administrador intervir em qualquer operação social em que tiver interesse conflitante com o da companhia, bem como na deliberação que a respeito tomarem os demais administradores, cumprindo-lhe cientificá-los do seu impedimento e fazer consignar, em ata de reunião do conselho de administração ou da diretoria, a natureza e extensão do seu interesse.

§ 1º Ainda que observado o disposto neste artigo, o administrador somente pode contratar com a companhia em condições razoáveis ou equitativas, idênticas às que prevalecem no mercado ou em que a companhia contrataria com terceiros.

§ 2º O negócio contratado com infração do disposto no § 1º é anulável, e o administrador interessado será obrigado a transferir para a companhia as vantagens que dele tiver auferido.

<sup>6</sup> § 8º O presidente da assembléia ou do órgão colegiado de deliberação da companhia não computará o voto proferido com infração de acordo de acionistas devidamente arquivado.

§ 9º O não comparecimento à assembléia ou às reuniões dos órgãos de administração da companhia, bem como as abstenções de voto de qualquer parte de acordo de acionistas ou de membros do conselho de administração eleitos nos termos de acordo de acionistas, assegura à parte prejudicada o direito de votar com as ações pertencentes ao acionista ausente ou omissor e, no caso de membro do conselho de administração, pelo conselheiro eleito com os votos da parte prejudicada.

<sup>7</sup> Para explicar a lógica da subordinação dos membros da administração aos acordos de acionistas, cito como referência: BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. “Acordo de acionistas sobre controle de grupos de sociedades. Validade da estipulação de que os membros do Conselho de Administração de controladas devem votar em bloco segundo orientação definida pelo grupo controlador” in *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem*, vol. 15, jan/2002, pp. 226-248; LAMY FILHO, Alfredo. *Temas de S.A.* Rio de Janeiro: Renovar, 2007, pp. 323-327; BULGARELLI, Waldirio. “Validade de disposições de acordo de acionistas de votarem em bloco, assegurando a política gerencial única e necessária” in *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, nº 123, pp. 185-187; EIZIRIK, Nelson. “Acordo de Acionistas – Arquivamento na sede social – Vinculação de administradores de sociedade controlada” in *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, nº 129, pp. 45-53; e ARAGÃO, Paulo César. “A Disciplina do Acordo de Acionistas” in LOBO, Jorge (org). *Reforma da Lei das Sociedades Anônimas*. Rio de Janeiro: Forense, 2002, pp. 367-384.

<sup>8</sup> Dentre as críticas feitas aos dispositivos ora discutidos, destaco aquelas apresentadas por TOLEDO, Paulo F. C. Salles de. “Modificações introduzidas na Lei das Sociedades por Ações, quanto à disciplina da administração das companhias” in LOBO, Jorge (org). *Reforma da Lei das Sociedades Anônimas*. Rio de Janeiro: Forense, 2002, pp. 423-452; ADAMEK, Marcelo Von. *Responsabilidade Civil dos Administradores de S.A.* São Paulo: Saraiva, 2009, pp. 145-148; CAMARGO, João Laudo de; e BOCATER, Maria Isabel, “Conselheiros-Laranja” in *O Globo*. Rio de Janeiro, 15.10.2001, p. 7; VERGUEIRO, Carlos Eduardo. *Acordo de Acionistas e a Governança Corporativa das Companhias*. São Paulo: Quartier Latin, 2010, pp. 187-203; PATELLA, Laura A., et al. “Deveres Fiduciários dos Administradores. Vinculação dos Administradores a Acordos de Acionistas” in PENTEADO, Mauro Rodrigues; MUNHOZ, Eduardo Secchi (Coord.). *Mercado de Capitais Brasileiro: Doutrina, Cases e Materials*. São Paulo: Quartier Latin, 2012, pp. 225-247; bem como pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC, Carta Diretriz. “Independência dos Conselheiros de Administração: fundamento jurídico para a mudança do artigo 118, §§ 8º e 9º, da Lei nº 6.404/76”. São Paulo: IBGC, 2008.

<sup>9</sup> Para afastar eventual usurpação de competências do conselho de administração pelos acionistas, Modesto Carvalhosa assevera que “*presume a lei que a orientação tomada pela comunhão dos controladores, majoritariamente, em reunião prévia e dirigida aos representantes dessa mesma comunhão nos órgãos de gestão da companhia, está em consonância com o interesse social e compatível com o dever fiduciário, desde que trate de matéria relevante e extraordinária, exaustivamente elencada no texto do próprio acordo. Por outro lado, estão fora dessa vinculação as deliberações e os atos dos órgãos da administração e de seus membros referentes à administração ordinária da companhia. Nesse âmbito o regime de independência e, portanto, de autonomia e discricionariedade dos administradores é absoluto, dentro das competências legais e estatutárias atribuídas a esses órgãos e a seus ocupantes*” (CARVALHOSA, Modesto. *Acordo de Acionistas: homenagem a Celso Barbi Filho*. São Paulo: Saraiva, 2011, pp. 248/249).

<sup>10</sup> Para maiores esclarecimentos, conferir as vertentes doutrinárias sobre o tema elencadas e detalhadas in SILVA, Thiago José Da. *Administradores e Acordos de Acionistas. Limites à Vinculação*. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

<sup>11</sup> Nesse sentido, é claro o art. 139 da lei ao determinar que “[a]s atribuições e poderes conferidos por lei aos órgãos de administração não podem ser outorgados a outro órgão, criado por lei ou pelo estatuto”. Os poderes de gestão pertencem exclusivamente aos administradores, aos quais compete exercer de maneira discricionária, mas desde que observados os limites previstos pela mesma lei por conta de seus deveres fiduciários e responsabilidades. Para sustentar a independência das competências atribuídas pela legislação societária aos diferentes órgãos de uma sociedade por ações, Fábio Konder Comparato e Calixto Salomão Filho explicam que: “[o] legislador discriminou poderes-funções considerados fundamentais, atribuindo-os a órgãos próprios, insuprimíveis e inconfundíveis: o poder-função deliberante à assembleia-geral, o poder-função administrativo à diretoria, o poder-função sindicante ao conselho fiscal. A liberdade negocial dos particulares, na organização de uma companhia, é, pois, limitada pelo respeito devido a essa estrutura básica” (COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*. 4ª Edição. Rio de Janeiro: Forense, 2005, pp. 30/31). No mesmo sentido, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França ensina que “[a] nossa Lei de S/A filiou-se, indiscutivelmente (...), à teoria orgânica (cuja adoção é hoje praticamente universal), segundo a qual os administradores são órgãos da companhia, e não meros mandatários da mesma, ou da assembleia geral. A relevância dessa distinção está no fato de que, sendo órgãos da companhia, e não meros mandatários, os administradores, no seu âmbito de competência, não têm o dever de seguir instruções de ninguém, nem mesmo da assembleia geral” (FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *Temas de direito societário, falimentar e teoria da empresa*. São Paulo: Malheiros, 2009, p. 367).

<sup>12</sup> Em sentido semelhante, o então presidente Marcelo Trindade dispôs que “o art. 118, § 8º, determina que o ‘presidente da assembléia ou do órgão colegiado da companhia não computará o voto proferido com infração de acordo de acionistas devidamente arquivado’, deixando claro, portanto, que o administrador que entenda ser a deliberação contrária ao interesse da companhia não está eximido de seu dever de votar segundo sua convicção, sob pena de responsabilidade civil e administrativa” (Processo CVM nº RJ2004/5494, Diretor Relator Wladimir Castelo Branco Castro, julgado em 16.12.2004).

<sup>13</sup> Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2013/11699, Dir. Rel. Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes, julgado em 2.9.2014.

<sup>14</sup> Como exemplo, vide o Processo CVM nº RJ2004/5494, Diretor Relator Wladimir Castelo Branco Castro, julgado em 16.12.2004; Processo Administrativo Sancionador CVM nº 12/2001, Dir. Rel. Pedro Oliva Marcílio de Sousa, julgado em 12.1.2006; Processo CVM nº RJ2007/3453, Dir. Rel. Sergio Eduardo Weguelin Vieira, julgado em 4.3.2008; e Processo Administrativo Sancionador CVM nº 25/03, Dir. Rel. Eli Loria, julgado em 25.3.2008.

<sup>15</sup> Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2013/11699, Dir. Rel. Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes, julgado em 2.9.2014.

<sup>16</sup> Como mencionei no âmbito do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2013/11699, Dir. Rel. Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes, julgado em 2.9.2014, “para o regulador, um administrador pode ter interesse conflitante com o da companhia tanto de maneira direta, quando ele mesmo contrata com a companhia, quanto de maneira indireta, quando uma sociedade na qual ele tem participação relevante ou uma pessoa a ele ligada contrata com a companhia”. Vide Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2013/1840, Dir. Rel. Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes, julgado em 15.4.2014.

<sup>17</sup> Como exemplo, vide o Processo CVM nº RJ2004/5494, Diretor Relator Wladimir Castelo Branco Castro, julgado em 16.12.2004; e o Processo Administrativo Sancionador CVM nº 12/2001, Dir. Rel. Pedro Oliva Marcílio de Sousa, julgado em 12.1.2006.

<sup>18</sup> Com base em cálculos apresentados na Acusação e que pude confirmar, a participação detida indiretamente por Verônica Dantas no capital social do IG corresponderia a aproximadamente 0,01%.

<sup>19</sup> A título de exemplo, vide o Processo CVM nº RJ2007/3453, Dir. Rel. Sergio Eduardo Weguelin Vieira, julgado em 4.3.2008; e o Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2013/1063, Dir. Rel. Otavio Yazbek, julgado em 3.12.2013.

<sup>20</sup> Vide o voto do Dir. Marcos Barbosa Pinto no âmbito do Processo CVM nº RJ2007/3453, Dir. Rel. Sergio Eduardo Weguelin Vieira, julgado em 4.3.2008.

<sup>21</sup> Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2013/11699, Dir. Rel. Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes, julgado em 2.9.2014.

<sup>22</sup> Processos Administrativos Sancionadores CVM nº 09/2006, Dir. Rel. Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes, julgado em 5.3.2013; RJ2013/1840, Dir. Rel. Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes, julgado em 15.4.2014; e RJ2013/11699, Dir. Rel. Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes, julgado em 2.9.2014.

<sup>23</sup> Transcrevo a redação constante desses processos, nos termos dos quais o conflito de interesses “*ocorre, por exemplo, quando há uma transação/operacão social sendo negociada com a companhia na qual o administrador: (...) sabia que uma parte relacionada dele (p.ex. parente próximo ou sociedade na qual ele tem interesse) era parte do contrato/operacão e tinha um interesse*”.

<sup>24</sup> Sobre este assunto, temos como precedente mais recente o Processo CVM nº RJ 2014/3723, julgado em 20.5.2014.

<sup>25</sup> Cf. descrição do caso Endesa na seção sobre o Chile em OECD, “Latin American Corporate Governance Roundtable Task Force Report on Related Party Transactions”, pp. 28-32.

<sup>26</sup> “Art. 157. O administrador de companhia aberta deve declarar, ao firmar o termo de posse, o número de ações, bônus de subscrição, opções de compra de ações e debêntures conversíveis em ações, de emissão da companhia e de sociedades controladas ou do mesmo grupo, de que seja titular.

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

<sup>27</sup> “Art. 2º Considera-se relevante, para os efeitos desta Instrução, qualquer decisão de acionista controlador, deliberação da assembléia geral ou dos órgãos de administração da companhia aberta, ou qualquer outro ato ou fato de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro ocorrido ou relacionado aos seus negócios que possa influir de modo ponderável: (...)”.

“Art. 3º Cumpre ao Diretor de Relações com Investidores divulgar e comunicar à CVM e, se for o caso, à bolsa de valores e entidade do mercado de balcão organizado em que os valores mobiliários de emissão da companhia sejam admitidos à negociação, qualquer ato ou fato relevante ocorrido ou relacionado aos seus negócios, bem como zelar por sua ampla e imediata disseminação, simultaneamente em todos os mercados em que tais valores mobiliários sejam admitidos à negociação”.

<sup>28</sup> Em vista dessa definição, o antigo diretor Pedro Oliva Marcilio de Sousa indicou que “[o] inciso II tem uma redação quase que igual à do §4º do art. 157 da Lei 6.404/76, adicionando, apenas, a possibilidade de o fato

*poder alterar a decisão de "manter o valor mobiliário". Como a decisão de manter o valor mobiliário reflete a decisão sobre a venda (i.e., se decido vender, decido não manter e se decido não vender, decido manter) é sinal que a definição do inciso II é equivalente à do §4º do art. 157 da Lei 6.404/76. O inciso I, por seu turno, trata da possibilidade de o fato alterar a cotação dos valores mobiliários. Como o preço é formado em razão da demanda e da oferta (que decorrem da intenção de comprar e de vender), ele também está implícito no §4º do art. 157 da Lei 6.404/76"* (Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2006/4776, julgado em 17.1.2007).

<sup>29</sup> Nesse sentido, vide os Processos Administrativos Sancionadores CVM nº RJ2006/5928, Dir. Rel. Pedro Oliva Marcilio de Sousa, julgado em 17.4.2007; RJ2013/2400, Dir. Rel. Luciana Dias, julgado em 18.3.2015; e RJ2013/7916, Dir. Rel. Luciana Dias, julgado em 18.3.2015.

<sup>30</sup> Quanto a isso, lembro mais uma vez o entendimento do antigo diretor Pedro Oliva Marcilio de Sousa, segundo o qual "[t]anto a Lei 6.404/76 quanto a Instrução 358/02 apresentam conceitos gerais (standards) a serem utilizados pela administração da companhia aberta para, frente a um fato concreto, definir se está diante de um fato relevante. Sobre esses textos normativos, é importante perceber que eles consideram relevante um fato que 'pode' influenciar. Não se exige, portanto, a efetiva influência, basta que tenha 'força suficiente' para influenciar.

*Dado que a decisão de publicar o fato relevante se dá, via de regra, antes que ele seja de conhecimento do público, na maioria das vezes, o administrador deve fazer juízo de valor sobre a probabilidade de que ele impacte a decisão de negociar valores mobiliários emitidos pela companhia, sem, no entanto, poder confirmar, antes da divulgação, se o fato realmente influenciará a decisão dos investidores. É, por isso, que a análise é sobre a "potência" de impacto e não sobre o real impacto"* (Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2006/4776, julgado em 17.1.2007).

<sup>31</sup> A respeito da não aplicação da **business judgment rule** a questões organizacionais e procedimentos internos observados pela administração de uma companhia, vide o voto do diretor Otavio Yazbek no âmbito do Processo Administrativo Sancionador CVM nº 24/2006, julgado em 18.2.2013.

<sup>32</sup> *"The business judgment rule also requires that the judgment be about business. The question whether a contract violates the law (for example, by precluding directors from meeting statutory and fiduciary obligations) 'is a question of law' that 'does not fall into the realm of business judgment' and cannot be definitively determined by the informed, good faith judgment of the board'. 'As the name implies, a necessary predicate for the application of the business judgment rule is that the directors' decision be that of a business judgment and not a decision ... which construes and applies a statute and a corporate bylaw"* (BLOCK, Dennis J.; BARTON, Nancy E.; RADIN, Stephen A. *The Business Judgment Rule: Fiduciary Duties of Corporate Directors*. 6 ed. vol. 33 New York: Aspen Publishers, 2009, p. 92).

<sup>33</sup> Vide, como exemplo, os Processos Administrativos Sancionadores CVM nº 2007/1079, Dir. Rel. Eli Loria, julgado em 10.7.2007; e RJ2013/5793, Dir. Rel. Luciana Dias, julgado em 27.1.2015.

<sup>34</sup> Em ata de reunião do conselho de administração da Tele Norte Leste Participações S.A. realizada em 28.4.2004, consignou-se que: "[o] Sr. [R.I.] apresentou a evolução das tratativas visando a aquisição de até 100% da participação no iG, conforme estabelecido na 230ª Reunião deste Colegiado realizada em 09/03/2004. A administração informou que a participação dos fundos estrangeiros no Internet Group do Brasil Ltda. (iG) foi adquirida pela Brasil Telecom, tornando a operação desinteressante para a Companhia, uma vez que o objetivo era deter 100% de participação no negócio" (fl. 5.396). A título de esclarecimento, observo que, na ata da reunião de 9.3.2004 desse mesmo órgão, indicou-se expressamente que os fundos estrangeiros seriam aqueles "fundos estrangeiros administrados por THLee, por UBS e por Khaled" (fl. 5.395).

<sup>35</sup> Como já mencionei em outros votos, as operações não concluídas, ainda em negociação, são os exemplos típicos de situações em que a divulgação de uma informação pode gerar prejuízos à companhia. Dessa forma,

determinadas negociações, como aquelas envolvendo a aquisição de participações societárias, podem e devem ser mantidas em sigilo se a divulgação das tratativas puder pôr em risco o fechamento dos contratos, ou mesmo, se puder prejudicar a negociação dos seus termos. Vide Processos Administrativos Sancionadores CVM nº RJ2013/2400, Dir. Rel. Luciana Dias, julgado em 18.3.2015; e RJ2013/7916, Dir. Rel. Luciana Dias, julgado em 18.3.2015.

<sup>36</sup> Considerando a importância da aquisição das ações detidas pelos Fundos Estrangeiros no contexto da aquisição do controle do IG, lembro o entendimento defendido pelo antigo diretor Pedro Oliva Marcilio de Sousa, segundo o qual “[e]m certas situações, um fato não é relevante, se olhado isoladamente, ou se forem consideradas, segregadamente, suas características quantitativas e qualitativas. Por isso, a administração deve analisar a relevância de um fato a partir do conjunto de informações de que dispõe e ponderando, de forma agregada, as informações quantitativas e qualitativas. Dessa forma, uma informação não deixará de ser relevante se a companhia dividir a sua implementação, sua divulgação ou sua análise em várias etapas, que, isoladamente, não sejam relevantes”. Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2006/4776, julgado em 17.1.2007.

<sup>37</sup> “Art. 3º Cumprido ao Diretor de Relações com Investidores enviar à CVM, por meio de sistema eletrônico disponível na página da CVM na rede mundial de computadores, e, se for o caso, à bolsa de valores e entidade do mercado de balcão organizado em que os valores mobiliários de emissão da companhia sejam admitidos à negociação, qualquer ato ou fato relevante ocorrido ou relacionado aos seus negócios, bem como zelar por sua ampla e imediata disseminação, simultaneamente em todos os mercados em que tais valores mobiliários sejam admitidos à negociação”.

<sup>38</sup> Para a fixação de suas penas, ressalto que, junto às circunstâncias do caso, deverão ser considerados os antecedentes desses acusados perante a CVM - vide Processos Administrativos Sancionadores CVM nº 09/2006, julgado em 5.3.2013 e 19/2005, julgado em 15.12.2009. No caso de Paulo Pedrão, vide também Processo Administrativo Sancionador CVM nº 02/2008, julgado em 5.3.2013.

<sup>39</sup> “ §2º Caso as pessoas referidas no parágrafo anterior tenham conhecimento pessoal de ato ou fato relevante e constatem a omissão do Diretor de Relações com Investidores no cumprimento de seu dever de comunicação e divulgação, inclusive na hipótese do parágrafo único do art. 6º desta Instrução, somente se eximirão de responsabilidade caso comuniquem imediatamente o ato ou fato relevante à CVM”.

<sup>40</sup> Vide Processos Administrativos Sancionadores CVM nº RJ2013/7916 e RJ2013/2400, julgados em 18.3.2015.

<sup>41</sup> Nessas atas, com redação bastante semelhante, indica-se que os conselhos de administração tanto da BTP quanto da BrT solicitaram à administração de ambas as companhias que “apresentasse, antes do fechamento do negócio, a estrutura da aquisição do Projeto Tupy” (fls. 277 e 281).

**Manifestação de voto do Diretor Roberto Tadeu Antunes Fernandes na Sessão de Julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº 09/2009 realizada no dia 21 de julho de 2015.**

Senhor Presidente, eu acompanho o voto da Relatora.

*Roberto Tadeu Antunes Fernandes*  
DIRETOR

**Manifestação de voto do Presidente da CVM, Leonardo P. Gomes Pereira, na Sessão de Julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº 09/2009 realizada no dia 21 de julho de 2015.**

Eu também acompanho o voto da Relatora e proclamo o resultado do julgamento, em que o Colegiado desta Comissão, por unanimidade de votos, decidiu por absolvições e pela aplicação de penalidades de multas pecuniárias individuais, nos termos do voto da Diretora-relatora.

Encerro a Sessão, informando que os acusados punidos poderão interpor recurso voluntário, no prazo legal, ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional e que a CVM interporá recurso de ofício das decisões absolutórias ao citado Conselho de Recursos.

Leonardo P. Gomes Pereira  
*PRESIDENTE*