



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

### EXTRATO DE SESSÃO DE JULGAMENTO

#### DO PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM nº RJ2013/11703

Data do julgamento: 31/07/2018

Acusados: Carlos Thadeu de Freitas Gomes  
Elias Ndevanjema Shikongo  
John Anderson Willott  
Joseph Patrick Ash  
Marcio Rocha Mello  
Milton Romeu Franke  
Peter Lloy O'Brien  
Thomas William Ebberrn  
Wagner Elias Peres  
William Lawrence Fisher

Ementa: Apuração de responsabilidade dos membros do conselho de administração da HRT Participações em Petróleo S.A. na elaboração, aprovação e implementação do *Severance Package* em suposto desvio de poder. Art. 154 da Lei nº 6.404/76. Absolvições.

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

1. Por maioria de votos, absolver os acusados Marcio Rocha Mello e Wagner Elias Peres, da imputação de descumprimento do dever de atuar no interesse da companhia de que eram administradores, ao aprovarem a celebração pela HRT Participações em Petróleo S.A. ("Companhia") de um pacote de indenizações, denominado *Severance Package*, em suposta infração ao art. 154 da Lei nº 6.404/76.

2. Por unanimidade, absolver os acusados Carlos Thadeu de Freitas Gomes, Elias Ndevanjema Shikongo, John Anderson Willot, Joseph Patrick Ash, Milton Romeu Franke, Peter L. O'Brien, William Lawrence Fisher e Thomas William Ebberrn da imputação de descumprimento do dever de atuar no interesse da companhia de que eram administradores, ao aprovarem a celebração, pela Companhia, de um pacote de indenizações – *Severance Package* – em suposta infração ao art. 154 da

Lei nº 6.404/76.

A sessão de julgamento teve início em 5 de setembro de 2017, ocasião em que o Diretor Relator Gustavo Borba votou, com relação à acusação de atuação em desvio de poder, em suposta infração ao art. 154, da Lei nº 6.404/76: (i) pela condenação de Marcio Rocha Mello, na qualidade de presidente do Conselho de Administração da Companhia, à penalidade de multa no valor de R\$450.000,00; (ii) pela condenação de Wagner Elias Peres e Milton Romeu Franke, na qualidade de membros do Conselho de Administração da Companhia, à penalidade de multa no valor de R\$ 450.000,00 e R\$ 150.000,00 respectivamente; e (iii) pela absolvição dos demais administradores acusados. Nesta ocasião, o Diretor Gustavo Gonzalez pediu vista dos autos do processo.

Estiveram presentes os Diretores Gustavo Borba (Relator), Gustavo Gonzalez, Henrique Machado e Pablo Renteria, que presidiu a sessão, bem como a Procuradora-federal Luciana Dayer, representante da Procuradoria Federal Especializada da CVM. O presidente da CVM, Marcelo Barbosa, não participou da sessão de julgamento realizada nessa data. Estiveram presentes os advogados (i) Francisco Antunes Maciel Müssnich, representando os acusados Carlos Thadeu de Freitas Gomes, Elias Ndevanjema Shikongo, John Anderson Willott e William Lawrence Fisher; (ii) João Mendes de Oliveira Castro, representando os acusados Marcio da Rocha Melo e Wagner Elias Peres; (iii) Pedro Romano Fragozo Pires, representando o acusado Milton Romeu Franke; e (iv) Cristiano Chaves de Melo, representando os acusados Joseph Patrick Ash, Peter L.O'Brien e Thomas William Ebborn.

Em 31 de julho de 2018, na continuação da sessão de julgamento, o Diretor Gustavo Machado Gonzalez apresentou manifestação de voto, nos termos da qual concluiu pela absolvição de todos os acusados da infração ao art. 154 da Lei nº 6.404/76, divergindo parcialmente do Diretor Relator.

Na mesma data, o Diretor Relator Gustavo Borba apresentou manifestação complementar a seu voto proferido em 5 de setembro de 2017, na qual reanalisou a situação específica do acusado Milton Romeu Franke, concluindo por sua absolvição. No mais, o Diretor Relator manteve as demais condenações e absolvições, reiterando os fundamentos de seu voto.

O Diretor Henrique Machado, por sua vez, proferiu seu voto acompanhando os termos do voto do Relator no tocante às condenações dos acusados Marcio Rocha Mello e Wagner Elias Peres e absolveu os demais.

O Presidente Marcelo Barbosa também apresentou manifestação de voto por meio da qual concluiu pela absolvição de todos os acusados. O Diretor Pablo Renteria acompanhou os termos do voto do Presidente.

Presentes as advogadas Fernanda Carneiro, representante dos acusados Carlos Thadeu de Freitas Gomes, Elias Ndevanjema Shikongo, John Anderson Willot e Willian Lawrence Fisher; e Isabel Picot França, representante dos acusados Marcio da Rocha Melo e Wagner Elias Peres.

Presente a Procuradora-federal Cristiane Iwakura, representante da Procuradoria Federal Especializada

da CVM.

Participaram da Sessão de Julgamento os Diretores Gustavo Borba, Relator, Gustavo Machado Gonzalez, Henrique Balduino Machado Moreira, Pablo Renteria e o Presidente da CVM, Marcelo Barbosa, que presidiu a Sessão.



Documento assinado eletronicamente por **Henrique Balduino Machado Moreira, Diretor**, em 05/10/2018, às 09:10, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Gustavo Machado Gonzalez, Diretor**, em 06/10/2018, às 16:24, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Pablo Waldemar Renteria, Diretor**, em 08/10/2018, às 10:58, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Marcelo Santos Barbosa, Presidente**, em 11/10/2018, às 16:25, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Gustavo Rabelo Tavares Borba, Usuário Externo**, em 23/10/2018, às 19:47, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



A autenticidade do documento pode ser conferida no site [https://sei.cvm.gov.br/conferir\\_autenticidade](https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade), informando o código verificador **0594278** e o código CRC **2C4BB637**.  
*This document's authenticity can be verified by accessing [https://sei.cvm.gov.br/conferir\\_autenticidade](https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade), and typing the "Código Verificador" 0594278 and the "Código CRC" 2C4BB637.*

## PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº RJ2013/11703

Reg. Col. 9211/2014

**Acusados:** Marcio Rocha Mello  
Milton Romeu Franke  
Wagner Elias Peres  
Joseph P. Ash  
John Anderson Willott  
Carlos Thadeu de Freitas Gomes  
William Lawrence Fisher  
Peter L. O'Brien  
Thomas W. Ebborn  
Elia Ndevanjema Shikongo

**Assunto:** Apuração da responsabilidade dos membros do conselho de administração da HRT Participações em Petróleo S.A. na elaboração, aprovação e implementação do *Severance Package* em suposto desvio de poder (art. 154 da Lei nº 6.404/76).

**Diretor Relator:** Gustavo Tavares Borba

### Relatório

#### I - Do Objeto e Da Origem

1. Trata-se de Processo Administrativo Sancionador (“PAS”) instaurado pela Superintendência de Relações com Empresas – SEP (“Acusação”) a partir do Processo CVM nº RJ2013/6116 para a apuração de eventuais irregularidades ocorridas na elaboração e aprovação de instrumento denominado “*Severance Package*”, por meio do qual determinados administradores e executivos estratégicos da HRT Participações em Petróleo S.A. (“HRT” ou “Companhia”) fariam jus ao recebimento de indenização nas condições e hipóteses nele estabelecidas.

#### II - Dos Fatos

2. Diante de forte oscilação no preço das ações ordinárias de emissão da HRT em 10/05/2013, a BM&FBovespa encaminhou ofício solicitando a manifestação da Companhia, que informou desconhecer fato relevante pendente de divulgação ou qualquer outro evento que pudesse ter ocasionado tal oscilação (fls. 02-04).

3. A Companhia ressaltou, no entanto, que teria ocorrido naquela data a primeira reunião do Conselho de Administração após a eleição dos novos conselheiros na assembleia geral ordinária realizada em 29/04/2013 (“RCA” e “AGO”, respectivamente). Nesta oportunidade, conforme anunciado em **fato relevante** divulgado às 22h01 do dia 10/05, o então Diretor Presidente e Presidente do Conselho de Administração da HRT, Marcio de Rocha Mello (“Marcio Mello”), teria renunciado ao seu cargo na diretoria da Companhia, mantendo-se, contudo, como membro do Conselho de Administração (fls. 41-44).

4. Doze dias depois, em 29/05/2013, a mídia teria divulgado que, devido à existência de um pacote de benefícios denominado *Severance Package*, alguns administradores da HRT, incluindo Marcio Mello, “*teriam direito a receber uma bolada caso houvesse mudanças no conselho de administração e, em seguida, eles fossem demitidos ou pedissem demissão*” (fl. 420).

5. Muito embora tenha sido aprovado na RCA de 22.01.2013, o conteúdo do referido pacote não era conhecido pelo mercado ou mesmo por pessoas ligadas à HRT, uma vez que Marcio Mello, munido de parecer de escritório de advocacia, teria dito aos demais conselheiros que não seria necessário expor os detalhes do pacote aos acionistas na AGO de 29/04/2013 (fl. 55).

6. Em 10/06/2013, nova notícia na mídia teria informado que, em decorrência da saída de outros dois diretores incluídos como beneficiários do *Severance Package*, a HRT teria sofrido impacto financeiro adicional de R\$9 milhões, acrescido dos 10 milhões de “compensação” já pagos a Marcio Mello (fl. 59).

### **III - Do Termo de Acusação (fls. 418 a 456)**

7. Diante desses indícios, a SEP iniciou investigação, intimando a Companhia para prestar informações<sup>1</sup>.

8. Em resposta, a HRT apresentou (i) nova versão<sup>2</sup> da ata da RCA de 22/01/2013, com detalhes sobre a deliberação do *Severance Package*; (ii) cópia de memorando de entendimentos assinado em 05/03/2013 pelos membros do Conselho de Administração, acompanhado de duas minutas distintas de instrumentos de indenização, sendo uma delas destinada aos administradores da Companhia e a outra aos seus executivos estratégicos; e (iii) a lista de beneficiários do *Severance Package*.

---

<sup>1</sup> Ofício CVM/SEP/GEA-1/nº211/2013, de 31.05.2013.

<sup>2</sup> A ata da RCA disponibilizada no sistema IPE informava tão somente que “[teriam sido] *discutidos assuntos de interesse geral da Companhia, conforme documentos arquivados em sua sede*”, sem qualquer menção ao *Severance Package* (fl. 419).

9. A partir dos documentos apresentados, verificou-se que, para o caso dos administradores definidos como *Senior Management*, o *Severance Package* previa o pagamento da indenização nos seguintes termos (fl. 422):

Cláusula Primeira

Na hipótese de ocorrência de um dos eventos listados abaixo (“Eventos”), o Administrador fará jus ao recebimento de uma indenização (“Indenização”), calculada na forma da Cláusula Segunda. Na hipótese de ocorrência de Justa Causa, a Relação Profissional terminará e o Administrador não fará jus ao recebimento da indenização:

(i) Aquisição de controle direto ou indireto, seja ela original ou derivada, ou qualquer outra forma de reestruturação societária que resulte na participação, por um acionista ou grupo de acionistas, equivalente a 20% (vinte por cento) ou mais do capital social da Companhia; ou

(ii) **Rejeição**, pela maioria dos acionistas presentes a qualquer Assembleia durante os anos de 2013 e 2014, **da proposta de Composição do Conselho de Administração sugerida pela administração da Companhia**, excluindo **Joe Ash, Thomas Ebbert, Peter O’Brien, and C.L.P**; ou (sic)

(iii) Término da relação mantida entre o Administrador e a Companhia (“Relação Profissional”), por iniciativa da Companhia sem justa causa ou Justificativa. Para os fins do presente Contrato, Justificativa será definido como qualquer mudança adversa no cargo do executivo e/ou em sua remuneração, incluindo, sem limitação, (a) mudança na denominação do cargo, funções ou responsabilidades, ou qualquer falha em sua reeleição ao respectivo cargo exercido e (b) uma redução no salário-base do executivo, salvo se tal redução for consistente com a política de remuneração da Diretoria da Companhia definida pelo Conselho de Administração.

(iv) **Um Evento será presumido como ocorrido caso a maioria dos conselheiros aprove uma deliberação no Conselho de Administração constatando a ocorrência de um Evento** em razão de mudanças na participação acionária dos acionistas, negociações entre a Companhia e os acionistas, mudanças no Conselho de Administração ou administração da Companhia, que possam ser consideradas uma mudança de controle no melhor interesse da Companhia. (grifos no TA)

10. No caso dos profissionais indicados pela administração como “executivos estratégicos” (*Staff Management*), aplicar-se-iam as mesmas hipóteses descritas acima, com exceção daquela descrita no item (ii), referente à alteração na composição do Conselho de Administração.

11. O valor a ser recebido como indenização corresponderia à remuneração total anual do administrador/executivo (fixa + bônus), multiplicada por 3 para o CEO, por 2 para os demais diretores e por 1 para executivos estratégicos. Todas as opções de compra de ações não maduras, outorgadas ao administrador/executivo, tornar-se-iam imediatamente maduras e

a Companhia deveria manter, por 12 meses, todos os benefícios recebidos pelo administrador/executivo (seguro de vida, saúde e odontológico) (fl. 423).

12. Conforme lista apresentada pela Companhia, o *Severance Package* seria aplicável a 28 beneficiários, sendo partes do grupo do *Senior Management* os Srs. Márcio Mello, Milton Romeu Franke (“Milton Franke”), N.C.A.F., C.T.A., M.E.R.A. e Wagner Elias Peres (“Wagner Peres”) (fls. 78 e 93), enquanto os demais beneficiários compunham o grupo do *Staff Management*.

13. Questionada acerca dos fundamentos que justificariam a celebração do *Severance Package*, a Companhia afirmou que, diante do risco de tomada de controle a que estava exposta por se tratar de sociedade sem controle definido e dos movimentos de interferência de determinados acionistas relevantes na administração da HRT, seria fundamental “*dar condições estáveis e estimulantes a determinados executivos chave para que [estes] pudessem desempenhar suas funções com estabilidade, além de mitigar o clima de instabilidade então reinante entre os mesmos*” (fls. 424/425).

14. Acrescentou que o *severance agreement* seria um instrumento habitualmente adotado por companhias com o propósito de retenção de profissionais estratégicos em cenários adversos e, nesse sentido, citou alguns exemplos de companhias brasileiras que adotam esse tipo de pacote.<sup>3</sup>

15. Quanto à divulgação do *Severance Package*, a Companhia afirmou que, por se tratar de instrumento contratual *interna corporis*, não haveria necessidade de divulgação da criação do pacote de benefícios por meio de fato relevante. Além disso, a existência do *Severance Package* e o valor estimado do plano constaria expressamente da Proposta da Administração elaborada para a AGO de 29/04/2013 (fl. 424).<sup>4</sup>

16. Posteriormente, em 31.05.2013, isto é, após a realização da AGO, foi disponibilizado o formulário de referência da Companhia, do qual constavam informações adicionais acerca do *Severance Package*, não divulgadas na Proposta da Administração ou na ata da RCA de 22.01.2013, referentes às hipóteses de acionamento do pacote.

---

<sup>3</sup> A HRT citou as seguintes companhias abertas brasileiras que adotariam instrumentos de *severance agreement*: Bematech S.A., BR Properties S.A., Fibria Celulose S.A., Fleury S.A., Hypermarcas S.A., JSL S.A., Lojas Renner S.A., Lupatech S.A., Parapanema S.A. e Totvs S.A. (fl. 64).

<sup>4</sup> No que diz respeito ao *Severance Package*, a Proposta da Administração dispõe que “*O Conselho de Administração, em 22 de janeiro de 2013, aprovou a celebração de um Instrumento Particular (Severance Package) entre a Companhia e seus administradores que prevê a indenização nas condições e hipóteses ali estabelecidas. Considerando como base o mês de março de 2013, o valor estimado está em certa de R\$30.000.000,00*” (grifos no original).

17. Diante dos fatos apurados, foram solicitados esclarecimentos aos membros do Conselho de Administração que participaram das reuniões em que foi deliberado e aprovado o *Severance Package*, bem como novas informações a serem apresentadas pela HRT.<sup>5</sup> Em paralelo às respostas apresentadas pelos conselheiros (fls. 228-291), foi apresentada voluntariamente à CVM manifestação conjunta de John Anderson Willot (“John Willot”) e Milton Franke, à época, Presidente do Conselho de Administração e Diretor Presidente da Companhia, informando que o Conselho Fiscal da HRT havia levantado uma série de questionamentos acerca do *Severance* e solicitado a apuração de eventuais irregularidades ocorridas na criação do referido pacote.

18. Na visão do Conselho Fiscal, haveria indícios de violação de deveres fiduciários por parte dos conselheiros que votaram pela aprovação do *Severance Package*, além de evidências de atuação em conflito de interesses por determinados membros do Conselho que seriam também beneficiários do plano.

19. Nesse sentido, o Conselho Fiscal apresenta as seguintes principais considerações:

- (i) sob o falso pretexto de reter profissionais estratégicos, os membros do Conselho de Administração teriam aprovado o *Severance Package* em benefício próprio, com o objetivo de se perpetuarem na administração da HRT;
- (ii) teria sido aprovado pacote de benefícios que permitia que a mera alteração na composição do Conselho de Administração acionasse o pagamento de indenização a administradores que saíssem da Companhia, ainda que voluntariamente;
- (iii) a aprovação do *Severance Package* configuraria ato de liberalidade, visto que não havia qualquer vantagem econômica para a Companhia ou qualquer associação entre a indenização devida e ao desempenho do administrador beneficiário;
- (iv) caberia aos acionistas avaliar a gestão da Companhia e determinar se os administradores devem permanecer ou não em seus cargos; e
- (v) as informações disponibilizadas aos acionistas na Proposta da Administração para a AGO de 29.04.2013 não revelam as condições do *Severance Package*.

---

<sup>5</sup> Por meio de comunicações enviadas a cada um dos conselheiros, a CVM apresentou os seguintes questionamentos: (a) o nome do responsável pela iniciativa do *Severance Package*; (b) nome dos administradores que participaram da elaboração da proposta do pacote de benefícios; e (c) os motivos pelo qual o conselheiro entendeu que, naquele momento, o *Severance Package* atendia aos interesses da Companhia. Quanto aos conselheiros Marcio Mello, Wagner Peres e Milton Franke, que figuravam como beneficiários do *Severance Package*, questionou-se, ainda, acerca de uma possível atuação em conflito de interesses.



20. Em resposta aos questionamentos do Conselho Fiscal, John Willot e Milton Franke, representando os conselheiros que votaram pela aprovação do *Severance Package*, esclareceram que:

(i) o *Severance Package* foi pensado pela administração da HRT como um instrumento que mitigasse o clima de instabilidade e insegurança decorrente da proposta de aquisição de controle apresentada por companhia aberta do setor de óleo e gás em dezembro de 2012 e das interferências de um dos acionistas relevantes da Companhia, uma vez que, naquele momento, era crucial reter os principais administradores e colaboradores envolvidos com a campanha exploratória da Namíbia;

(ii) não haveria por parte dos membros do Conselho de Administração em perpetuar-se no poder, até mesmo porque, dos vinte e oito beneficiários do pacote, somente três eram conselheiros;

(iii) por ser a HRT uma companhia com base acionária dispersa, sem controle acionário definido, uma alteração na composição do Conselho de Administração poderia representar uma mudança no controle da Companhia, razão pela qual as condições de acionamento do *Severance Package* referentes ao *Senior Management* estão vinculadas a hipóteses de mudança de controle;.

(iv) ainda que se considerasse que os conselheiros beneficiados pelo plano estavam conflitados, não se poderia afastar a decisão tomada, uma vez que, mesmo sem os votos destes conselheiros, o *Severance Package* ainda seria aprovado pela maioria do Conselho; e

(v) ao não divulgar os gatilhos (*triggers*) do pacote de benefícios a administração teria por objetivo não influenciar os acionistas a elegerem a chapa por ela indicada para composição do Conselho de Administração.

21. Posteriormente, em 13.09.2013, a CVM encaminhou nova comunicação (fls. 383-384) à HRT solicitando informações acerca do histórico de relacionamento dos membros do Conselho com Marcio Mello, bem como a indicação dos beneficiários que teriam recebido, até aquela data, a indenização ajustada no *Severance Package*.

22. Em síntese, a Companhia informou que “nenhum desses conselheiros ou ex-conselheiros possuía ou possui relacionamento com o Sr. Márcio Rocha Mello além do profissional iniciado a partir de suas respectivas eleições” (fl. 392). Quanto aos valores pagos a título de *Severance Package*, teriam recebido a indenização Marcio Mello, C.T.F.A. e M.E.R.M.A.

23. Em resposta aos esclarecimentos solicitados pela CVM (vide item 17), os membros do Conselho de Administração apresentaram o histórico dos eventos que culminaram com a aprovação e celebração do *Severance Package* em 05.03.2013, dos quais se destacam os seguintes pontos (fls. 432 a 438):

(i) em 21.12.2012, a HRT teria recebido uma proposta de aquisição por companhia aberta do setor de óleo e gás, que foi identificada pelos envolvidos como uma “*proposta hostil de tomada de controle*”. Tendo em vista o grau de dispersão das ações da Companhia e a estrutura sugerida para a combinação de negócios, essa operação tornaria a proponente controladora da HRT;

(ii) conforme previsto no estatuto social da HRT, um comitê independente teria sido instalado para avaliar tal operação, o qual recomendou a sua rejeição. Em 07.01.2013, tal recomendação foi levada ao Conselho de Administração que votou pela sua rejeição por entender que não era interessante ou benéfica para a Companhia;

(iii) diante da proposta de aquisição de controle e da instabilidade percebida nas conversas com funcionários da HRT, em 07.01.2013, Joseph Ash teria encaminhado e-mail a Marcio Mello sugerindo a elaboração de pacote de indenização para determinados funcionários da Companhia (fl. 245). No dia seguinte, a questão foi discutida entre os conselheiros e Marcio Mello informou que a administração da HRT já trabalhava em um pacote de indenizações.

(iv) conforme solicitação de Joseph Ash, a matéria foi incluída na ordem do dia a ser discutida na RCA de 22.01.2013;

(v) em 18.01.2013, foi enviada aos membros do Conselho de Administração uma primeira minuta com a estrutura geral do *severance agreement* elaborada pela administração executiva da HRT;

(vi) em 21.01.2013, os membros do Conselho de Administração teriam recebido e-mail do representante de um dos acionistas relevantes da Companhia exigindo mudanças do Diretor Presidente e Presidente do Conselho de Administração e sugerindo nomes para substituí-lo (fls. 764-765). A alteração no comando da HRT já estaria sendo discutida inclusive com Marcio Mello, que teria afirmado que gostaria de retirar-se da Companhia o quanto antes.

(vii) na RCA de 22.01.2013, a celebração do *Severance Package* começou a ser discutida entre os conselheiros, tendo sido analisados os termos da minuta encaminhada pela administração da HRT. Durante a reunião, os conselheiros Joseph Ash, John Willot, C.L.P., Thomas W. Ebborn (“Thomas Ebborn”), William Lawrence Fisher (“William Fisher”) e Peter L. O’Brien (“Peter O’Brien”) teriam se reunido

separadamente e apresentado contraproposta, segundo a qual “*para o acionamento em caso de mudança de controle, a proposta era ter a ‘maioria do conselho substituída pelos acionistas’*”.

(viii) ao longo das discussões, Marcio Mello e Wagner Peres teriam demonstrado a sua insatisfação com o clima de instabilidade em que se encontrava a Companhia e a sua vontade de deixar a HRT junto com os profissionais que os acompanhavam desde o início caso tal cenário não se modificasse;

(ix) ao final da reunião, os proponentes teriam decidido flexibilizar sua posição inicial e concordado com uma solução conciliatória negociada com os demais conselheiros, notadamente Marcio Mello e Wagner Peres. Com relação ao acionamento do *Severance Package*, ajustou-se que a alteração de qualquer um dos membros originais do Conselho de Administração, com exceção de Joseph Ash, Thomas Ebborn, Peter O’Brien e Charles Putz, que teriam sido eleitos ao final de 2012, daria ensejo ao acionamento do gatilho do *Senior Management*. Além disso, acordou-se que para os integrantes do *Staff Management* o *Severance Package* só seria acionado em caso de demissão ou alteração de suas funções e que a indenização do Diretor Presidente corresponderia a três vezes a sua remuneração global anual;

(x) de acordo com os esclarecimentos prestados por Thomas Ebborn, os conselheiros teriam concordado em flexibilizar a contraproposta apresentada ao Conselho por entenderem que era fundamental para a HRT reter o conhecimento, a representatividade e a experiência de determinados profissionais;

(xi) não obstante as concessões obtidas com relação à proposta inicial apresentada pela administração da HRT, C.L.P. afirmou que o *Severance Package* ainda não seria do interesse da Companhia, razão pela qual tal conselheiro votou contra a aprovação do plano nesta primeira reunião;

(xii) após a RCA de 22.01.2013, as condições do *Severance Package* passaram a ser discutidos no âmbito do Comitê de Remuneração, cujos membros teriam trocado e-mails ao longo do mês de fevereiro acerca da elaboração de um *term sheet* para o *Severance Package*. Além disso, em 25.02.2013, uma nova minuta elaborada pela administração executiva da HRT foi encaminhada ao comitê, a qual foi discutida em teleconferência realizada em 28.02.2013;

(xiii) finalmente, na RCA de 04.03.2013, foram aprovados os termos finais do *Severance Package* e no dia seguinte foi celebrado memorando de entendimentos,

assinado por todos os conselheiros, do qual constavam as minutas dos instrumentos de *Severance Agreement* do *Staff Management* e do *Senior Management* (fls. 187-191).<sup>6</sup>

24. No que diz respeito ao alinhamento do *Severance Package* aos interesses sociais, em síntese, os administradores acusados alegaram que, diante das incertezas pelas quais passava a HRT – incluindo uma proposta hostil de aquisição do controle da Companhia – em um momento em que iniciava uma de suas operações mais relevantes (campanha exploratória da Namíbia), o *Severance Package* seria um instrumento necessário para reter os funcionários chave da Companhia e garantir a continuidade dos projetos.

25. Desse modo, na visão de Márcio Mello, “a alteração da composição do Conselho de Administração poderia sim ser considerada como uma alteração no controle da Companhia, podendo interromper a continuidade de seus negócios” (fl. 439).

26. Além da proposta de aquisição de controle apresentada ao final de 2012, Elia Ndevanjema Shikongo (“Elia Shikongo”), John Willot e Wagner Peres mencionaram ainda interferências exercidas por investidores relevantes, que estariam contribuindo para o cenário de instabilidade da HRT, Wagner Peres admitiu, ainda, que se o Conselho ficasse dividido após a AGO de 29.04.2013, sairia da Companhia, juntamente com os profissionais que o acompanhavam desde a British Petroleum.

27. Em sua manifestação (fls. 255-259), Peter O’Brien esclareceu ainda que os conselheiros recém eleitos (Joseph Ash, Thomas Ebborn, Charles Putz e o próprio Peter O’Brien) teriam recusado a sua inclusão no mecanismo de acionamento do *Severance Package* por não se considerarem indispensáveis ao futuro da HRT e por entenderem que os acionistas deveriam ter a possibilidade de os reeleger ou não, sem consequências financeiras (fl. 441).

28. Analisadas todas as manifestações e evidências apresentadas, a Acusação concluiu que haveria um aparente **desequilíbrio** entre os direitos e obrigações assumidos pelos beneficiários e pela Companhia na celebração do *Severance Package*.

29. Esse desequilíbrio se revelaria, especialmente, na Cláusula Primeira, ii, do *Severance Package* do *Senior Management* (§9, retro), segundo a qual a simples rejeição da proposta da administração para composição do Conselho de Administração dispararia o direito de os beneficiários receberem as indenizações previstas no referido pacote, ainda que o término da relação de trabalho não ocorresse por iniciativa da Companhia (fl. 442) (g.n.).

---

<sup>6</sup> Ressalta-se que, muito embora da ata da RCA de 04.03.2013 conste que o *Severance Package* foi aprovado pela unanimidade do Conselho, segundo esclarecimentos prestados por C.L.P, este conselheiro teria votado contrariamente a aprovação do plano nesta ocasião. Contudo, a assinatura de tal conselheiro constaria do memorando de entendimentos celebrado em 05.03.2013.

30. Tendo em vista que o Conselho de Administração é um órgão de deliberação colegiada, a substituição de membros em quantidade inferior à maioria não representaria, por si só, uma alteração nas macroestratégias da Companhia e, por conseguinte, não poderia ser vislumbrada como hipótese de alteração de controle.

31. Assim, ao vincular o acionamento do pacote de benefícios à alteração de qualquer um dos membros do Conselho de Administração, na visão da área técnica, os administradores teriam conferido “contornos de blindagem” à atual gestão da Companhia.

32. Além disso, caso acionado, o pacote de benefícios poderia constituir uma obrigação de pelo menos R\$30 milhões<sup>7</sup> à Companhia, que já se encontrava em um cenário delicado, com a queda de 80% no valor de suas ações desde o IPO e apresentando notícias de insucesso em suas campanhas exploratórias.

33. No que diz respeito à posição de John Willot, William Fisher e Carlos Thadeu de Freitas Gomes (“Carlos Gomes”), não obstante a alegação da Companhia no sentido de que tais conselheiros não teriam qualquer relacionamento com Marcio Mello, a Acusação afirma que “tais administradores vinham se beneficiando da Política de Remuneração adotada pela Companhia, reelegendo-se por meio de “Chapa Proposta pela Administração” (fl. 445) (grifos no TA), razão pela a independência desses conselheiros em relação aos interesses do fundador da HRT, Marcio Mello, poderia restar prejudicada.

34. Ademais, as renúncias aos cargos executivos apresentadas por Marcio Mello, Wagner Peres, C.T.A. e M.E.R.A.<sup>8</sup> seriam um indício de que, da maneira como foi estruturado o pacote de indenizações, ele teria funcionado mais como um “*plano de incentivo à demissão voluntária*” do que como um plano de incentivo à permanência de funcionários chave da HRT (fl. 446).

35. Até mesmo porque, se um dos objetivos do plano era desestimular a destituição de executivos “chave” da administração no cenário de uma eventual disputa de controle, isso só seria possível caso a administração divulgasse claramente aos acionistas as hipóteses de acionamento do *Severance Package* e, por conseguinte, as consequências financeiras decorrentes de uma alteração na composição do Conselho, o que não se verificou.

36. A proposta da administração para a AGO de 29.04.2013 se limitava a informar a existência do *Severance Package* e o valor máximo de indenização, não havendo qualquer referência às hipóteses de acionamento do pacote, o que, na visão da área técnica, teria

---

<sup>7</sup> Equivalente a 67% do montante global anual da remuneração dos administradores, aprovado pela AGO, para o exercício de 2013, o qual não contemplaria o SP (fl. 443).

<sup>8</sup> Marcio Mello e Wagner Peres renunciaram em 10/05/2013 e C.T.A. e M.E.R.A. renunciaram em 07/06/2013 (fl. 446).

prejudicado uma avaliação criteriosa e ponderada do instrumento, por parte dos acionistas. Considerando que, caso divulgadas, as condições do *Severance Package* poderiam influir de modo ponderável na alocação dos votos dos acionistas que elegeram os membros do Conselho de Administração à época, a sua omissão, constitui violação ao direito de voto atribuído aos acionistas.

37. Por fim, ressalta-se que o argumento de que os empregados da HRT América permaneceram na Companhia mesmo após a saída do CEO Wagner Peres não seria relevante, uma vez que as hipóteses de acionamento do *Severance Package* para o *Staff Management* eram distintas daquelas previstas para o *Senior Management*. Para os funcionários, somente se aplicaria a indenização se a alteração na relação de trabalho se desse por iniciativa da Companhia.

38. Em função dos fatos descritos, a Acusação concluiu que os conselheiros que aprovaram o *Severance Package*, nas reuniões dos dias 22.01.2013 e 04.03.2013<sup>9</sup>, teriam violado os deveres e responsabilidades fiduciárias aludidos na legislação societária, em especial, **o dever de exercer suas atribuições no interesse da Companhia (art. 154, da Lei nº 6.404/76)**<sup>10</sup>.

39. A SEP entendeu, ainda, que três dos dez conselheiros que aprovaram o *Severance Package* na RCA de 22.01.2013 (Marcio Mello, Milton Franke e Wagner Peres) teriam deliberado em conflito de interesses, em benefício próprio, o que seria vedado pelo **art. 156 da Lei nº 6.404/76**<sup>11</sup>.

40. Ademais, tendo em vista o desequilíbrio existente entre os direitos e obrigações estabelecidos no *Severance Package*, na opinião da SEP, o critério da equitatividade previsto na legislação societária no que diz respeito à contratação com administradores (§1º, art 156, da Lei nº 6.404/76) também não teria sido respeitado pelos conselheiros

---

<sup>9</sup> Reunião que se encerrou em 05/03/2013.

<sup>10</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.

<sup>11</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.

41. Nesse sentido, a SEP ressaltou que “(...) *as atas das reuniões do Conselho de Administração, nas quais ocorreram as deliberações sobre o Severance Package (22.1.2013 e 4.3.2013) e cujos conselheiros mencionados acima votaram favoravelmente à aprovação do Instrumento, não continham qualquer menção sobre a natureza e a extensão de seus interesses na referida matéria*” (fl. 451).

42. Com relação a Marcio Mello e Wagner Peres, acrescentou ainda que tais conselheiros teriam manifestado sua vontade de deixar a Companhia e que tal ameaça teria sido apontada, inclusive, como um dos fatores preponderantes para o Conselho de Administração aprovar o pacote.

#### **IV - Acusações (fls. 455 a 456)**

43. Pelo exposto, a SEP concluiu pela responsabilização de:

(i) Marcio Rocha Mello, Milton Romeu Franke e Wagner Elias Peres, na qualidade de membros do Conselho de Administração e beneficiários do Severance Package, pela infração ao artigo 156 da Lei n.º 6404/1976, por terem votado favoravelmente à aprovação do referido plano nas RCA de 22.01.2013 e 04.03.2013, em aparente conflito de interesses; e

(ii) Joseph Patrick Ash II, John Anderson Willott, Carlos Thadeu de Freitas Gomes, William Lawrence Fisher, Peter Lloyd O'Brien, Thomas William Ebbert e Elias Ndevanjema Shikongo na qualidade de membros do Conselho de Administração, pela infração ao artigo 154 da Lei n.º 6404/1976, por terem votado favoravelmente à aprovação do Severance Package nas RCA de 22.01.2013 e 04.03.2013;

#### **V - Da Manifestação da PFE (fls. 458-461)**

44. Examinada a peça acusatória, a Procuradoria Federal Especializada – PFE (“PFE-CVM”) entendeu que, do ponto de vista objetivo, estariam presentes todos os elementos descritos nos incisos do art. 6º da Deliberação CVM nº 538/08<sup>12</sup>, bem como antedido o disposto no *caput* do art. 11 da referida Deliberação<sup>13</sup>.

---

<sup>12</sup> Art. 6º Ressalvada a hipótese de que trata o art. 7º, a SPS e a PFE elaborarão relatório, do qual deverão constar: I – nome e qualificação dos acusados; II – narrativa dos fatos investigados que demonstre a materialidade das infrações apuradas; III – análise de autoria das infrações apuradas, contendo a individualização da conduta dos acusados, fazendo-se remissão expressa às provas que demonstrem sua participação nas infrações apuradas; IV – os dispositivos legais ou regulamentares infringidos; V – proposta de comunicação a que se refere o art. 10, se for o caso; e VI – a indicação do rito a ser observado no processo administrativo sancionador.

<sup>13</sup> Art. 11. Para formular a acusação, as Superintendências e a PFE deverão ter diligenciado no sentido de obter do investigado esclarecimentos sobre os fatos descritos no relatório ou no termo de acusação, conforme o caso. (...)

## VI - Das Defesas

45. Em sua defesa, Milton Franke argumentou o seguinte (fls. 602 a 695):

(i) que o termo de acusação não teria apontado a materialidade das infrações apuradas, pois ele jamais teria exercido seu direito de indenização ou recebido qualquer valor referente ao *Severance Package*<sup>14</sup>, o que restaria demonstrado a partir dos termos do “Management Agreement” celebrado com a Companhia em 22.11.2013, segundo os quais, o acusado renunciaria a “*a todo e qualquer entendimento anterior mantido com a Companhia, incluindo o Severance Package*” (fl. 614);

(ii) o art. 156 da Lei nº 6.404/76 deixaria claro que “auferir vantagem” seria pressuposto essencial e condição *sine qua non* para a caracterização de conflito de interesse.. A mera expectativa de recebimento de vantagem não seria suficiente para caracterizar o conflito de interesse<sup>15</sup>;

(iii) também não haveria o que falar em conflito de interesses em se tratando da aprovação de pacote de benefícios, uma vez que a própria Lei nº 6.404/76, ao atribuir competência a assembleia geral para fixar a remuneração individual ou global dos administradores, autoriza que, no caso dos acionistas optarem por determinar o montante global, os administradores fixem suas respectivas remunerações individuais e benefícios<sup>16</sup>, desde que observado o limite global fixado<sup>17</sup>;

(iv) no que diz respeito à interpretação do art. 156, da Lei nº 6.404/76, defendeu a adoção do critério material, de modo que “*a simples presença de um interesse pessoal do administrador em determinada operação social não necessariamente o coloca em*

---

<sup>14</sup> Milton Franke citou as seguintes frases do TA: “Assim sendo, aparentemente, o direito à indenização prevista no pacote continua válido” e “(...) as atas das reuniões (...) não continham qualquer menção sobre a natureza e a extensão de seus interesses [dos conselheiros] na referida matéria” (fl 613) (grifo no original).

<sup>15</sup> Citou voto do presidente Marcelo Trindade no âmbito do PAS CVM nº 2004/5494: “(...) Assim, **não surpreende que a lei preserve o negócio não lesivo, mesmo diante do descumprimento de uma regra de conduta, se o descumprimento de tal regra não causou o dano que a lei, em verdade, quis evitar ao estatuir a própria regra. E as provas mais contundentes no sentido de que evitar o dano é, na verdade, a finalidade da lei quando estabelece normas relativas ao conflito de interesse são: (i) a redação do caput do art. 114, que somente considera abusivo o voto exercido ‘com o fim de causar dano à companhia ou a outros acionistas’, ou de obter ‘vantagem a que não faz jus e de que resulte, ou possa resultar, prejuízo para a companhia’; e (ii) o teor do §3º do mesmo art. 115, que impõe ao acionista o dever de indenizar ‘ainda que seu voto não haja prevalecido’**” (grifos no original) (fl. 616).

<sup>16</sup> Citou Tavares Borba (Direito Societário, 13ª edição, Renovar, p. 426/427) e Alfredo Sérgio Lazzareschi Neto (Lei das Sociedades por Ações Anotada, 4ª Ed., São Paulo, Saraiva, 2012, p. 434)

<sup>17</sup> A remuneração global dos administradores teria sido definida em R\$44.321.000,00 na AGO de 29/04/2013 (fl. 619).



*conflito de interesses com a Companhia*” (fl. 624), sendo necessário, para tanto, que houvesse interesses inconciliáveis por cada uma das partes;

(v) adotando este critério, verifica-se que o *Severance Package* foi elaborado considerando os melhores interesses da Companhia (fl. 623);

(vi) ainda que houvesse o alegado conflito de interesses, a supressão dos supostos votos conflitantes dos conselheiros beneficiados pelo plano em nada alteraria o resultado da decisão, – princípio da validade do separável<sup>18</sup> (fl. 624);

(vii) quanto à publicidade a respeito do interesse de Milton Franke na aprovação do *Severance Package*, esclareceu que “sempre foi do conhecimento de todos os conselheiros que o Acusado também seria beneficiado com o *Severance Package*, na qualidade de Diretor da HRT” (fl. 626). Ademais, a indicação do acusado como beneficiário do plano constaria expressamente da ata da RCA de 22.01.2013, bem como da lista de beneficiários que integrava o memorando de entendimentos assinado em 05.03.2013;

(viii) a aprovação do *Severance Package* estaria coberta pela business judgement rule, pois se deveria considerar “(i) a boa fé dos Conselheiros no trato da matéria; (ii) que os Conselheiros tomaram todas as cautelas antes de decidir pela aprovação do Plano; e (iii) que a decisão tomada pelo órgão, atendendo aos interesses da Companhia, era adequada ao fim colimado” (fl. 627); e

(ix) em eventual condenação do acusado, deveria ser considerado, além da primariedade e da falta de antecedentes, o disposto no art. 11, § 9º da Lei nº 6.385/7619, que trata do arrependimento eficaz, uma vez que ele teria deixado de exercer seu direito e renunciado ao pacote.

46. Thomas Ebborn, Joseph Ash e Peter O’Brien apresentaram, em defesa conjunta, os seguintes argumentos (fls. 696 a 876):

(i) os fatos deveriam ser considerados à luz do contexto em que se encontrava a Companhia à época, com destaque para (a) o insucesso na campanha exploratória da Bacia dos Solimões e a conseqüente queda na cotação das ações da Companhia<sup>20</sup>; (b) a insatisfação demonstrada pelos acionistas quanto à administração da HRT; (c) a

---

<sup>18</sup> Sylvio Marcondes in *Questões de Direito Mercantil*, Ed. Saraiva, 1977, p. 52).

<sup>19</sup> “§9º Serão considerados, na aplicação de penalidades previstas na lei, **o arrependimento eficaz e o arrependimento posterior ou a circunstância de qualquer pessoa, espontaneamente**, confessar ilícito ou prestar informações relativas à sua materialidade” (grifos no original) (fl. 633).

<sup>20</sup> De R\$11,36 em 31/12/2011 para R\$4,73 em 31/12/2012 (fl. 699).

importância crescente da campanha exploratória da Namíbia para o sucesso da Companhia; e (d) a proposta de aquisição de controle apresentada à administração da HRT por companhia aberta do setor de óleo e gás (fls. 699/700);

(ii) todos os esses elementos teriam contribuído para gerar um clima de instabilidade entre os funcionários e executivos da Companhia;

(iii) os acusados eram conselheiros independentes, não mantendo qualquer relação com Marcio Mello ou com a administração executiva da HRT, tendo sido recrutados por acionistas estrangeiros e indicados após longo processo seletivo, em que foram confirmadas as suas credenciais. Desse modo, não haveria qualquer razão para acreditar que, na aprovação do *Severance Package*, os acusados agiram considerando quaisquer outros interesses que não os interesses da HRT.;

(iv) pelo contrário, em diversas oportunidades, os acusados expressaram posições antagônicas àquelas defendidas por Marcio Mello e pelos demais conselheiros a ele associados<sup>21</sup>.

(v) considerando (a) a importância da campanha da Namíbia para o futuro da HRT; (b) os compromissos assumidos com fornecedores e o governo da Namíbia; (c) os custos envolvidos considerando não somente os investimentos realizados pela Companhia, mas as multas contratuais em caso de atrasos ou inadimplementos; (d) o risco reputacional da Companhia; e (e) a dificuldade em recrutar profissionais especializados e experientes no setor de óleo e gás; a manutenção da equipe técnica encarregada de administrar os projetos da Companhia seria fundamental para seu sucesso e para a economia de recursos;

(vi) neste cenário, a proposta de aquisição de controle recebida pela administração, ainda que rejeitada pelo Conselho de Administração, teria agravado o clima de instabilidade vivenciado pela Companhia. Soma-se a isso o fato de que por diversas vezes os Acusados teriam ouvido ameaças de Marcio Mello de que deixaria a empresa e levaria os funcionários que o acompanharam, por descontentamento com os rumos da Companhia e pela existência de “diversos acionistas ativistas” (fl. 710/711);

(vii) assim, a administração teria, de forma consensual, decidido tomar medidas que garantissem a estabilidade dos funcionários (fl. 710). Dessa forma, por iniciativa de

---

<sup>21</sup> Citou exemplo da RCA realizada em 17/12/2012, que deliberou pelo pagamento de bônus aos executivos, na qual os conselheiros independentes “de fato” teriam se oposto à aprovação, enquanto os demais teriam aprovado o pagamento do bônus (fls. 702/703).

Joseph Ash, iniciou-se a discussão de um instrumento de *severance agreement* para a HRT, que seria um pacote habitualmente adotado por companhias do setor;

(viii) uma primeira minuta do Severance Package teria sido elaborada pelos departamentos Jurídico e de Recursos Humanos da HRT e analisada ao longo da RCA de 22.01.2013. Nesta ocasião, os acusados, junto com John Willot e William Fisher, teriam se reunido separadamente e apresentado contraproposta, com as seguintes principais alterações: (a) remoção da previsão de demissão voluntária de Marcio Mello como gatilho para os demais executivos; (b) o gatilho referente à alteração da composição do Conselho só seria acionado caso a alteração fosse da maioria dos membros; (c) a indenização do Diretor Presidente corresponderia a três vezes (e não quatro) a sua remuneração anual global; e (d) o *Severance Package* estipularia obrigação de não competição aos administradores.

(ix) ao final da reunião, o Conselho adotou uma posição conciliatória, tendo em vista a inflexibilidade de Marcio Mello com relação à hipótese de acionamento do *Severance Package*, tendo sido aprovado o pagamento da indenização em caso de não eleição de qualquer um dos membros do Conselho de Administração, com exceção dos acusados e de C.L.P.

(x) os acusados teriam concordado com essa condição por entenderem que “*parecia melhor alcançar uma solução negociada (...) numa tentativa de pacificar o conselho de administração*” (fl. 713), visto que Marcio Mello e Wagner Peres teriam ameaçado por diversas vezes abandonar a HRT caso os termos propostos por eles não fossem aceitos (fl. 713);

(xi) na RCA de 04.03.2013 (que terminou em 05.03.2013), na qual foram aprovados os termos finais do *Severance Package*, os acusados solicitaram expressamente que fosse dada ampla divulgação do pacote aos acionistas da HRT antes da AGO de abril, especialmente com relação ao gatilho resultante da troca de membros do Conselho. Tal proposta teria sido refutada por “alguns membros do conselho” (fl. 714);

(xii) após exigência de Peter O’Brien<sup>22</sup>, Marcio Mello teria apresentado, em português<sup>23</sup>, parecer legal emitido por renomado escritório de advocacia, nos termos do

---

<sup>22</sup> Apresentaram troca de emails entre Peter O’Brien e Marcio Mello, no qual o primeiro sugere que os acionistas sejam avisados no material disponibilizado pela companhia para a AGO ou, se isso não ocorresse, que um escritório de reputação internacional apresentasse parecer confirmando que tal informação não seria necessária. A troca de mensagens teria terminado com mensagem agressiva de Marcio Mello afirmando que os conselheiros “*não confiam na administração da HRT. Nunca.*” (fls. 714 a 716).

<sup>23</sup> Os acusados somente teriam recebido a versão em inglês do documento em 29.04.2013, data da AGO.

qual considerava-se desnecessária a divulgação das condições do *Severance Package* aos acionistas da Companhia.. Embora houvesse a afirmação de que não havia a obrigação legal de divulgação dessa informação aos acionistas, os acusados ainda manifestaram o seu entendimento de que seria relevante a sua divulgação (fl. 716);

(xiii) ademais, não seria razoável supor que um conselheiro de administração estrangeiro deixasse de confiar em parecer de escritório renomado contratado por sua própria solicitação;

(xiv) com a eleição de três novos conselheiros na AGO de 29.04.2013 foi disparado o gatilho para o pagamento do *Severance Package*, conforme reconhecido pelo conselho em RCA de 10/05/2013, quando Marcio Mello e Wagner Peres apresentaram os seus pedidos de renúcia;

(xv) após tomar conhecimento dos pagamentos realizados aos beneficiários do plano<sup>24</sup> e constatar que teria havido um erro no cálculos das indenizações, os acusados e outros membros do Conselho de Administração, teriam tomado providências para avaliar a possibilidade de anulação de tais pagamentos e/ou do cálculo do seu montante, com vista à recuperação, ao menos parcial, do montante pago;<sup>25</sup>

(xvi) com relação à infração imputada aos acusados, afirmaram que o *standard* subjacente previsto no art. 154 da Lei nº 6.404/76 é o do dever de diligência e o dever de agir com boa-fé, os quais devem ser analisados a partir da conduta dos administradores. No presente caso, não haveria qualquer evidência que indicasse que os acusados teriam agido de má-fé;

(xvii) a jurisprudência da CVM teria consagrado a aplicação da *business judgement rule* na análise de decisões negociais, segundo a qual, em regra, o mérito e o acerto da decisão do administrador fogem à competência do julgador/regulador. Desde que a decisão seja tomada de boa-fé e no interesse da Companhia, considerando-se as

---

<sup>24</sup> Em 16/05/2013, 29/05/2013 e 07/06/2013, a HRT teria pago a Marcio Mello, M.E. e C.T., respectivamente, R\$13.396.800,00, R\$4.282.000,00 e R\$3.104.450,00, sem aprovação ou revisão pelos membros do CA;

<sup>25</sup> Entre tais providências estariam a contratação de advogados para avaliar a possibilidade de medidas judiciais contra os diretores que renunciaram, e o envio de comunicação aos beneficiários solicitando a devolução de parte dos valores pagos. A discussão desse assunto teria sido submetida por Marcio Mello à arbitragem, sem resultado até a época da defesa. Além disso, após inúmeras discussões envolvendo o *Severance Package* mantidas em reuniões do Conselho de Administração e do Conselho Fiscal, os conselheiros independentes teriam concluído que o montante previsto no pacote deveria estar contido na remuneração anual global que foi submetida à AGO de 29.04.2013, embora não fosse essa a opinião do escritório de advocacia contratado à época (fl. 718). Nesse sentido, os conselheiros independentes teriam proposto a ratificação do valor da remuneração global anual aprovada em 29.04.2013 para incluir os valores do *Severance Package*, a fim de levar ao conhecimento dos acionistas. Tal assembleia realizou-se somente em 19.03.2014 (após a renúncia dos acusados) quando o item referente ao *Severance Package* foi retirada de pauta.

informações, dados e circunstâncias disponíveis à época em que foi tomada, não caberá ao julgador substituir-se ao administrador;

(xviii) não houve desequilíbrio desproporcional entre as obrigações assumidas pela Companhia e os benefícios do acordo, sobretudo se for considerado o momento que vivia a HRT e a sua necessidade de reter profissionais estratégicos. Nesse sentido, ressaltou-se que o atraso de uma semana na campanha exploratória da Namíbia teria custo superior a todas as indenizações pagas pela Companhia;

(xix) o *Severance Package* não teria sido um incentivo à demissão voluntária, pois a maioria dos colaboradores ainda continuaria na Companhia. Ainda que, posteriormente, o referido pacote não apresentasse os resultados esperados, tratar-se-ia de uma decisão equivocada, mas que teria sido tomada de boa-fé pelos administradores, considerando o que eles entendiam ser, naquele momento, o melhor interesse da HRT, razão pela qual tal decisão estaria protegida pela *business judgement rule*.

47. John Willot, William Fisher, Elia Shikongo e Carlos Gomes, em defesa conjunta apresentada em 29.04.2014, argumentam que:

(i) os fundamentos apresentados pela SEP para demonstrar a existência de uma suposta relação entre os acusados e Marcio Mello não estariam aptos a afastar a sua independência. Isso porque o fato dos conselheiros se beneficiarem do plano de remuneração adotado pela Companhia não afeta a sua independência, tampouco o fato de tais acusados constarem da proposta da administração para reeleição. Pelo contrário, os acusados enquadram-se perfeitamente no conceito de conselheiro independente adotado não somente pelo Novo Mercado como também pela própria CVM (fls. 880 a 884);

(ii) os defendentes não eram beneficiários desse pacote (que não era destinado a membros do Conselho de Administração), portanto não teriam qualquer interesse pessoal em aprová-lo. Uma das principais motivações para a adoção do plano teria sido neutralizar os efeitos da proposta de aquisição do controle da Companhia (“tomada hostil de controle”)<sup>26</sup> (fl. 597);

(iii) o *Severance Package* seria instrumento corriqueiro no exterior e no setor de petróleo, seus objetivos principais seriam possibilitar a estabilização da administração e

---

<sup>26</sup> Segundo os defendentes, não seria incomum que em situações semelhantes, os “primeiros passos adotados pelo controlador” seriam: i) convocar AGO para destituir o CA indesejável; ii) reduzir o número de conselheiros para dificultar a eleição pelos minoritários de conselheiros não alinhados à administração; iii) vender os ativos para gerar caixa; iv) liquidar gradualmente a companhia para distribuição do caixa, em evidente prejuízo a seus empregados e demais acionistas por força da liquidação de companhia próspera” (fl. 895);

de profissionais chave para a Companhia e ajudar a atrair e reter profissionais estratégicos;

(iv) no caso da HRT, por ser uma Companhia sem controle definido é que se teria incluído “*uma cláusula de alteração da maioria (sic) dos então membros do Conselho de Administração, o que era plenamente adequado para as características específicas da Companhia*”, pois a alteração da maioria dos antigos membros do Conselho de Administração “*poderia levar a uma alteração drástica nas conduções do negócio da Companhia*” (fl. 892) Para companhias com essa composição societária, a alteração significativa na composição do Conselho de Administração poderia ser considerada alteração de controle<sup>27</sup>;

(v) esse tipo de mecanismo não representaria uma “*blindagem à administração da companhia*”, pois o direito de eleger ou destituir administradores não fora negado ou cerceado aos acionistas;

(vi) os valores de indenização adotados para os integrantes do *Senior Management* (duas e três vezes a remuneração global anual) não seriam incomuns ao se comparar com instrumentos semelhantes adotados nos Estados Unidos ou no Canadá. Haveria também exemplos de planos em que o acionamento dar-se-ia mesmo com a renúncia do profissional<sup>28</sup> (fls. 893/894);

(vii) o clima de instabilidade na HRT teria levado Wagner Peres, Diretor Presidente da HRT America, responsável pela campanha exploratória na Namíbia, a afirmar que sairia da Companhia, junto com sua equipe, no caso de alteração no Conselho de Administração, o que poderia causar danos irreversíveis à Companhia, por se tratar de projeto de capital intensivo com o qual a HRT estaria irrevogavelmente comprometida (fl. 896);

(viii) na visão dos defendentes, a renúncia de alguns administradores poucos meses após sua aprovação pelo Conselho de Administração teria ocorrido “*porque eles não se sentiriam mais confortáveis em realizar suas funções após a alteração significativa na composição do Conselho de Administração da Companhia*”.(fl. 897);

(ix) ainda assim, dos vinte e oito beneficiários do *Severance Package*, apenas quatro se desligaram da Companhia. O argumento de que eles não se desligaram porque

---

<sup>27</sup> Citou trechos de dois *Severance Packages* de companhias estrangeiras, dos quais se entende que a troca da maioria dos membros do Conselho de Administração configuraria troca de controle (fls. 892/893);

<sup>28</sup> Citou trecho *Severance Package* no qual se lê: “The *Severance* benefits are payable if a named executive officer is terminated or resigns for good reason” (fl. 894).

o pacote não previa indenização em caso de demissão voluntária seria infundados, pois, se não houvesse esse pacote, esses funcionários teriam se desligado da HRT, “*pois eles acompanhavam o Sr. Wagner Peres desde a British Petroleum*” (fl. 898);

(x) a CVM não poderia adentrar no mérito da decisão tomada pelo Conselho de Administração, mas somente avaliar a regularidade do processo adotado. Nesse sentido, o Conselho seria competente para aprovar esse tipo de plano, e os conselheiros teriam sido diligentes em sua análise e aprovação (fls. 900/901);

(xi) a estrutura geral do *Severance Package* teria sido aprovada por dez dos onze conselheiros. O comitê de remuneração, composto apenas por conselheiros independentes, teria revisto e alterado substancialmente a sua estrutura geral e recomendando a sua aprovação pelo Conselho de Administração, que o fez por unanimidade<sup>29</sup> em reunião de 04.03.2013;

(xii) a infração ao art. 154 da Lei nº 6.404/76 ocorreria somente se o ato da administração, mesmo formalmente legal, visasse a atingir finalidades diversas (espécie de fraude à lei ou ao estatuto social da companhia)<sup>30</sup>. Isso não teria ocorrido, pois somente se teria buscado o melhor interesse da Companhia, tanto que a Acusação não teria questionado a diligência dos administradores<sup>31</sup>;

(xiii) a decisão tomada pelos administradores estaria protegida pela *business judgement rule*<sup>32</sup>, pois teria sido tomada de maneira informada, refletida e desinteressada (fl. 912); e

48. Wagner Peres apresentou as seguintes principais argumentações em sua defesa (fls. 962 a 1131):

(i) a HRT, no final de 2012, seria uma companhia vulnerável a tomadas de controle hostis, visto que apresentava estrutura de capital disperso, sem controlador definido, além de “*ativos muito valiosos, valor patrimonial expressivo, dinheiro em caixa, baixo endividamento, plano de negócios em andamento, com vultoso ativo circulante, mas com preço de bolsa em queda*” (fl. 966).

---

<sup>29</sup> Embora C.L.P.. tenha alegado que não aprovou o pacote (fls. 902/903).

<sup>30</sup> Citou o voto do diretor Otávio Yazbek no âmbito do PAS RJ2008/4857, parágrafos 30 e 31 e entendimento de Nelson Eizirik, em A Lei das S/A Comentada, vol. II, São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 361) (fls. 906/907).

<sup>31</sup> Citou Luiz Antonio de Sampaio Campos em Direito das Companhias, páginas 1200/1201 (fls. 907/908).

<sup>32</sup> Citou o voto do Diretor Pedro Marcílio no âmbito do PAS RJ2005/1443 e da Diretora Ana Novaes no âmbito do PAS RJ2008/9574 (fls. 908 a 912).

(ii) essa vulnerabilidade teria se confirmado em dezembro de 2012 com o recebimento da proposta de aquisição de controle por companhia aberta do setor de óleo e gás, a qual foi rejeitada após deliberação do Conselho de Administração. Contudo, se a tomada de controle fosse exitosa, “*ela seria seguida da substituição de diversos executivos, senão todos, membros do corpo técnico da Companhia por executivos do corpo técnico da [O. P.]*” (fl. 972), o que teria gerado muita insegurança no corpo técnico da Companhia;<sup>33</sup>

(iii) o *Severance Package* seria um incentivo econômico, sem característica remuneratória, elaborado pela administração com o objetivo de garantir que os executivos mais importantes da Companhia permanecessem em seus cargos mesmo sabendo que uma tomada de controle poderia ocorrer, com a demissão de vários executivos;<sup>34</sup>

(iv) o *Severance Package* faz mais sentido em companhias de capital pulverizado, nas quais os administradores podem ser substituídos caso um novo acionista cresça no capital social e pretenda alterar a administração da companhia – pelo menos dez companhias brasileiras possuiriam pacote semelhante;

(v) ao questionar os valores do *Severance Package*, a SEP teria ignorado o fato de que tal instrumento englobava também obrigação de não competição e não solicitação (*non compete e non solicitation*) pelos beneficiários, muito comuns neste tipo de instrumento, e que já justificariam os valores previstos de indenização de um a três salários (fl. 977);

(vi) na RCA de 22.01.2013, o plano foi aprovado por dez entre os onze dos conselheiros de administração, o que demonstraria que o voto do defendente não seria determinante para a aprovação do instrumento. Tal decisão teria sido confirmada na RCA de 04.03.2013 em que todos os membros do Conselho teriam aprovado o *Severance Package* e assinado o memorando de entendimentos com as minutas dos instrumentos. Por sua vez, no momento da deliberação sobre o acionamento do gatilho do *Severance Package* (RCA de 10.05.2013), o defendente teria se absterido de votar;

---

<sup>33</sup> Além disso, a proposta contemplaria o cancelamento do projeto de exploração da Namíbia, conduzido predominantemente pela HRT América, o que levaria ao desligamento dos executivos e empregados vinculados a este projeto.

<sup>34</sup> Nesse sentido, ressaltou que “*o Severance é, em essência, um incentivo profilático contra determinados eventos que podem levar um importante colaborador a deixar a companhia. É uma indenização que a companhia se compromete a pagar ao funcionário chave para que este enfrente o risco de ser demitido e não antecipe sua demissão diante desse risco*” (fl. 974).



(vii) portanto, em nenhum momento o defendente teria votado par se beneficiar, tendo participado das deliberações voltadas a aprovar pacote que beneficiaria 28 profissionais e se absteve de votar quando a matéria poderia beneficiá-lo particularmente (RCA de 10.05.2013);

(viii) assim, o fato de ter aprovado um plano de retenção e não competição que beneficiava vinte e oito executivos chave, no interesse da Companhia, não poderia ser considerado conflitos de interesses, especialmente por esse plano ter sido formatado pelos conselheiros independentes da HRT e aprovado por unanimidade;

(ix) para que o art. 156 da Lei nº 6.404/76 pudesse ser aplicado, seria fundamental a demonstração da existência de conflito, contraposição entre os interesses do administrador e os da Companhia<sup>35</sup>;

(x) por conta da acumulação de cargos de diretor e de conselheiro de administração, seria natural a tomada de decisões em RCA que afetem a diretoria, e isso não significaria conflito de interesses, especialmente quando o Conselho vota “*maciçamente em determinada direção*” (fl. 988);

(xi) aplicar-se-ia à situação a *business judgement rule*, razão pela qual não se poderia responsabilizar, *a posteriori*, administradores por decisões que, tomadas dentro do espaço de discricionariedade a eles conferido pela legislação, tenham eventualmente se demonstrado menos benéficas do que o inicialmente previsto (fl. 991);

(xii) a regra de disparo<sup>36</sup> do direito à indenização teria sido elaborada considerando o contexto de instabilidade da HRT. Na AGO de 29.04.2013, teriam sido eleitos por voto múltiplo, três novos membros do Conselho de Administração, passando a existir “apenas” quatro conselheiros ligados à administração, num total de onze membros. Na visão do defendente, essa modificação teria configurado uma “*troca de poder de controle e a alteração da macroestratégia da Companhia*” (fl. 994);

(xiii) o *Severance Package* teria atingido o fim a que se destinava, uma vez que, não obstante o clima de instabilidade, nenhum de seus beneficiários teria deixado a Companhia antes da AGO de 29.04.2013. Além disso, a saída posterior dos administradores não seria sinal de fracasso do plano, mas uma consequência natural da troca de controle ocorrida; e

---

<sup>35</sup> Citou os votos do diretor-relator Eli Lória no âmbito dos PAS CVM 03/2007 e RJ2007/3453 (fls. 986/987).

<sup>36</sup> Cláusula que foi acionada para o recebimento da indenização pelo defendente: “(ii) *Rejeição, pela maioria dos acionistas presentes a qualquer Assembleia durante os anos de 2013 e 2014, da proposta de composição do Conselho de Administração sugerida pela administração da Companhia, excluindo Joseph Patrick Ash, Thomas William Ebborn, Peter Lloyd O’Brien, e [C.L.P.]*” (fl. 992).

(xiv) a renúncia do defendente não teria sido motivada pelas mudanças que a nova composição do Conselho de Administração queria promover nos projetos da Companhia, bem como pela renúncia de Marcio Mello, com quem o defendente compartilhava a visão empresarial (fl. 997)..

49. Marcio Mello apresentou defesa semelhante à de Wagner Peres, com os seguintes pontos adicionais (fls. 1132 a 1312):

(i) diante da capacidade profissional demonstrada pelo defendente, que teria liderado um dos maiores lançamentos de ações do mercado de capitais brasileiros com o IPO da HRT e contribuído para o credenciamento da Companhia como uma operadora A, não seria razoável supor que ele se “*afastaria, no auge de sua capacidade intelectual, do mercado de óleo e gás por três anos para receber aproximadamente R\$10 milhões*” (fl. 1165);

(ii) sua renúncia teria sido motivada exclusivamente pela troca de controle que decorreu da alteração de três dos conselheiros de administração da Companhia, o que, a seu ver, inviabilizaria o pleno exercício de seu mandato, como teria ficado demonstrado na primeira reunião do Conselho de Administração que se seguiu a AGO de 29.04.2013, realizada nos dias 09 e 10.05.2013, em que teria ocorrido “*um verdadeiro bombardeio pelos novos membros do conselho de administração aos principais projetos que vinham sendo levados a efeito pela HRT*” (grifos no original) (fl. 1166); e

(iii) a renúncia não era condição para o disparo do *Severance Package*, mas era a única alternativa possível para o defendente na situação em que se encontrava à época.

50. Posteriormente, em 29.05.2014, Wagner Peres e Marcio Mello protocolaram manifestações similares informando a ocorrência de fatos novos relacionados ao processo, quais sejam:

(i) em 30.04.2014, foi realizada a AGO da HRT, tendo sido aprovadas, sem quaisquer ressalvas as demonstrações financeiras e as contas da administração, que contemplavam os valores pagos aos beneficiários do *Severance Package* (item 22 das Demonstrações Financeiras), exonerando, portanto, qualquer responsabilidade de administradores e fiscais (fl. 1356);

(ii) na visão dos defendentes, “*a aprovação das contas, sem ressalva, comprova que a Assembleia Geral da Companhia aquiesceu com a celebração do Severance Package, tornando indiscutível que tal pacote de retenção sempre esteve alinhado aos interesses da Companhia*” (fl. 1357); e

(iii) em 13.05.2014, o Conselho de Administração teria aprovado a celebração de “Instrumentos de Transação Extintiva e Preventiva de Litígios” com os defendentes, que colocaria fim a todas as disputas existentes entre eles e a Companhia referentes aos valores devidos a título de *Severance Package*. Além disso, por meio deste instrumento, as partes conferir-se-iam quitação recíproca relativamente à relação que mantiveram durante o período em que os defendentes atuaram como administradores.

## **VII - Termos de compromisso (Fls. 1344 a 1408)**

51. Os termos de compromisso apresentados por Marcio Mello, Wagner Peres, Milton Franke, John Willot, William Fisher, Elia Shikongo e Carlos Gomes foram analisados em processo apartado (Proc. RJ2014/6823) e apreciados pelo Colegiado que, acompanhando as decisões da PFE e da SGE, rejeitou-os em sessão de 14.06.2016 (fls. 1493 a 1494).

52. Milton Franke apresentou pedido de reconsideração da rejeição de sua proposta de termo de compromisso (fls. 1506 a 1521), o qual foi indeferido por unanimidade em reunião do Colegiado de 31.01.2017 (fls. 1658 a 1661).

## **VIII - Produção de provas (fls. 1500 a 1501)**

53. Por meio de despacho de 29.07.2016 (fls. 1500/1501), foi deferido o pedido de produção de provas formulado por Joseph Ash, Peter O’Brien e Thomas Ebborn em suas defesas, referente à apresentação pela Companhia dos seguintes documentos: (i) pareceres de escritórios de advocacia que teriam, na época dos fatos, analisado questões relacionadas ao *Severance Package*; (ii) a proposta de aquisição do controle da HRT formulada por empresa concorrente; e (iii) as gravações de áudio das RCAs que trataram do *Severance Package*, notadamente as RCAs de 22.01.2013 e 04 e 05.03.2013.

54. Também foi deferido o pedido de depoimento pessoal dos defendentes. Por meio de despacho de 24.08.2016, foi indeferido o pedido de Peter O’Brien de adiamento de seu depoimento, tendo sido, no entanto, facultado aos defendentes a possibilidade de apresentarem manifestação por escrito (fl. 1525).

55. Quanto aos documentos solicitados à HRT, em 31.08.2016, a Companhia informou que, devido a mudança de funcionários da empresa, não teria encontrado<sup>37</sup> “*nenhum parecer jurídico que tenha sido emitido antes da aprovação do plano em sede de reunião de seu então Conselho de Administração datada de 04 de março de 2013 (...) não obstante, anexamos à presente os pareceres emitidos pelos escritórios (...) que, embora tratem do chamado*

---

<sup>37</sup> Também teria sido informada pelos escritórios que não haveria pareceres com data anterior à da RCA.

*'Severance Package', foram emitidos em momento posterior à RCA de 04.03.2013"* (fls. 1536, 1537 e 1602)<sup>38</sup>.

56. Também foram enviados arquivos de áudio das reuniões do Conselho de Administração da HRT dos dias 22/01/2013, 04 e 05/03/2013, 09/04/2013, 23/04/2013, 29/04/2013, 09 e 10/05/2013, 14/06/2013, 27 e 28/06/2013 e 16/07/2013.

57. Em 12.09.2016, Joseph Ash protocolou depoimento escrito (com tradução juramentada do idioma inglês) (fls. 1540 a 1549), no qual afirmou que:

(i) dada a sua experiência profissional, considera-se “um especialista em políticas de corte de pessoal e de tratamento profissional dos funcionários que a diretoria e os acionistas decidem desligar da empresa” (fl. 1541);

(ii) teria se candidatado ao Conselho de Administração da HRT a pedido de John Willot, em função de sua expertise técnica e ao seu histórico de gestão de negócios internacionais. O defendente afirma ter relutado em aceitar o cargo por não se sentir confortável com o fato de o presidente executivo da HRT ser também o presidente do Conselho de Administração, mas, à época, ter-lhe-iam assegurado a separação desses papéis;

(iii) até a AGO de 2013, haveria apenas quatro membros realmente independentes no Conselho da HRT: ele próprio, C.L.P., Thomas Ebbert e Peter O'Brien, os quais teria. Sua independência poderia ser verificada a partir da posição por eles adotada na deliberação acerca do pagamento do bônus de desempenho de 2012 e no fato de que tais conselheiros teriam exigido não integrarem a hipótese de acionamento do Severance Package;

(iv) quando da discussão do Severance Package (janeiro 2012), a empresa estaria sobre extrema pressão por mal execução do plano de negócios, insatisfação dos investidores e despesas “insustentáveis” (US\$1,3 milhão/dia);

(v) a diretoria teria informado em dezembro de 2012 sobre um possível takeover hostil, havendo uma ameaça de renúncia coletiva da diretora (Rio de Janeiro e Houston) caso uma política de desligamento não fosse implementada;

(vi) assim, diante da ameaça de uma “avalanche” de pedidos de emissão, negociaram de boa-fé com base nas informações disponíveis no momento, em defesa dos acionistas da HRT;

---

<sup>38</sup> Os referidos pareceres se encontram nas folhas 1603 a 1633 dos autos.

(vii) somente mais tarde é que os conselheiros independentes tomaram ciência de que “*no outono de 2011 (sic), Márcio e outros diretores haviam celebrado, sem a aprovação do conselho, ‘contratos de não concorrência’ muito semelhantes aos contratos de indenização por desligamento [Severance Package] então em negociação. Se a existência desses contratos de não concorrência já fosse do meu conhecimento, a implementação dos contratos de indenização por desligamento teria tomado um rumo muito diverso*”; e

(viii) acrescentou ainda que “ao descobrirmos os fatos, apesar da falta de cooperação da diretoria, imediatamente tomamos medidas legais para recuperar a remuneração dada à diretoria sem a aprovação do conselho” (fl.1546).

58. Thomas Ebbert também protocolou depoimento escrito (com tradução juramentada do idioma inglês) (fls. 1550 a 1559), no qual afirmou, em resumo, que:

(i) ao ser convidado por John Willot e J.S., representante do maior acionista da Companhia, para fazer parte do Conselho de Administração da HRT, tinha um conhecimento geral da companhia, mas não conhecia os diretores e conselheiros que participavam da administração da Companhia;

(ii) após aceitar a posição, teria descoberto que “a situação da HRT e os desafios que ela enfrentava eram mais graves do que supunha”. A situação financeira se deteriorava rapidamente e havia falta de governança e atitude “inamistosa” da diretoria em face dos novos conselheiros independentes;

(iii) teriam havido várias discordâncias com o presidente Marcio Mello com relação à sua visão de governança. Exemplo seria a recusa dos conselheiros independentes em aprovar o bônus de desempenho de 2012;

(iv) as decisões dos conselheiros independentes teriam sido tomadas após cuidadosa reflexão e com base nas melhores informações disponíveis, agindo de boa fé e nos melhores interesses da empresa, apesar de nenhuma das opções disponíveis ser a ideal;

(v) apesar das tentativas de incutir “uma governança mais tradicional” na cláusula de mudança de controle dos contratos, a solução encontrada teria sido de compromisso e, se não ideal, preservava a independência e imparcialidade dos quatro novos conselheiros independentes. Não fazer nada poderia trazer resultados piores, dado o perigo de saída da diretoria e do pessoal técnico;

(vi) após a renúncia de Marcio Mello é que se teria descoberto que a diretoria não teria negociado de boa fé, ocultando o fato de terem celebrado contratos de não

concorrência logo antes da entrada dos novos membros do Conselho de Administração;  
e

(vii) quando foram descobertos os erros e omissões da diretoria em relação a tais acordos, os conselheiros teriam agido “rápida e diligentemente dos pontos de vista financeiro e de divulgação de informações para corrigir a situação, inclusive tomando medidas legais para recuperar as indenizações de desligamento pagas aos ex-diretores” (fls. 1558/1559).

59. Diante das gravações apresentadas pela Companhia, foi solicitado à SEP a verificação da existência de transcrições do seu conteúdo<sup>39</sup>. Nesse sentido, foram identificadas transcrições juntadas nos autos do PAS CVM nº RJ2014/8013<sup>40</sup>, tendo sido solicitado ao diretor relator do referido processo, Roberto Tadeu, o traslado das respectivas folhas, em especial das partes indicadas pela SEP<sup>41</sup>. Tais páginas foram anexadas aos autos em 11/10/2016 (fls. 1571 a 1601).

#### **IX - Recapitulação Jurídica dos Fatos (fls. 1634-1661)**

60. Em reuniões de 25.10.2016, 17.01.2017 e 31.01.2017 do Colegiado, o pedido do diretor relator de nova definição jurídica dos fatos<sup>42</sup> foi apreciado, tendo-se decidido por “*redefinir juridicamente os fatos capitulados na acusação formulada pela SEP, concluindo, por unanimidade, que os acusados Márcio Mello, Milton Franke e Wagner Peres deveriam responder por suposta infração ao art. 154 da Lei 6.404, mas rejeitando, por maioria, a parte da proposta do Diretor Gustavo Borba referente à inclusão da acusação de infração ao art. 152, para todos os acusados, e ao art. 155, para os acusados Márcio Mello, Milton Franke e Wagner Peres*”<sup>43</sup> (fl. 1661).

61. Em 07.02.2017, os acusados foram informados sobre (i) a juntada de novos documentos aos autos (vide itens 52-58); e (ii) a nova definição jurídica dos fatos, tendo sido concedido o prazo de 30 dias para sua manifestação (fls. 1668 a 1669).

#### **X - Aditamento das defesas (fls. 1693 a 1712 e 1743-1768)**

62. Em manifestação conjunta de 20.03.2017, Marcio Mello e Wagner Peres aditaram suas defesas afirmando, além do já informado anteriormente, que (fls. 1693 a 1712):

---

<sup>39</sup> Despacho de 27/09/2016, fls. 1563 a 1564.

<sup>40</sup> Despacho GEA-3/Nº 165/16, de 04/10/2016 (fls. 1566 a 1567).

<sup>41</sup> Despacho de 10/10/2016, fls. 1568 a 1569.

<sup>42</sup> Despacho de 25/10/2016, fls. 1634 a 1643.

<sup>43</sup> Extrato da ata da reunião do Colegiado nº 05/2017 (fls. 1658 a 1661).

- (i) a formulação de uma nova acusação com a redefinição jurídica dos fatos atentaria contra os princípios do contraditório, da ampla defesa e do devido processo legal, o que ensejaria a nulidade do processo (1700-1703);
- (ii) o instituto da redefinição jurídica dos fatos teria sido importado do direito processual penal (*emendatio libelli* e *mutatio libelli*). Neste caso, na ausência de fatos novos, estar-se-ia diante da *emendatio libelli*;
- (iii) a aplicação “*simplista*” deste instituto ao direito administrativo se mostraria incompatível com o princípio da imparcialidade. Na visão dos defendentes, ainda que houvesse previsão expressa na Deliberação CVM nº 538/2008, a atribuição de definição jurídica por parte do próprio Colegiado representaria uma verdadeira inversão de valores em que o julgador funcionando como real acusador (fl. 1701).<sup>44</sup>
- (iv) “(...) *é inegável que o administrador-juiz, ao dar nova definição jurídica aos fatos apresentados, está formulando a acusação que ele mesmo irá julgar. Uma verdadeira subversão aos princípios que regem o processo administrativo*” (grifos no original) (fl. 1701);
- (v) “[n]ão há como razoavelmente se esperar que o julgador, enquanto ser humano vá analisar os fatos da acusação pautado por escorreita imparcialidade, quando é ele próprio que firma a convicção sobre a imputação jurídica a ser defendida” (grifos no original) (fls. 1701-1702);
- (vi) no que diz respeito aos casos de redefinição jurídica dos fatos, um levantamento feito teria demonstrado que em cerca de 80% dos casos em que houve redefinição jurídica, o Colegiado teria condenado os acusados (tabela à fl. 1703)
- (vii) por essas razões, solicitam a nulidade do presente PAS;
- (viii) a acusação de violação ao art. 154, da Lei nº 6.401/76 não se sustentaria, uma vez que, para tanto, seria necessário comprovar a existência de comportamento deliberado dos conselheiros no sentido de agir de forma contrária aos interesses da Companhia. Dito de outro modo, seria necessário que a área técnica comprovasse a ocorrência de dolo ou fraude na aprovação do *Severance Package*; 45

---

<sup>44</sup> Citou MOREIRA, Egon Bockmann. *Processo administrativo: princípios constitucionais e a lei 9.874/1999*. 3 ed. São Paulo: Malheiros, 2007, p.120. e NERY JÚNIOR, Nelson; NERY, Rosa Maria de Andrade Nery. *Comentários ao código de processo civil*. 1 ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2015.

<sup>45</sup> Citou voto do Diretor Sergio Weguelin no âmbito do PAS 11/1996, julgado em 29/06/2005: “*Bem se vê, novamente, que o foco da acusação da CVM recai indevidamente sobre a eficiência da gestão do BANERJ, não dizendo qualquer respeito à relação entre os administradores e os acionistas da companhia, a favor dos quais a Lei 6.404/76 instituiu a vedação da prática de liberalidade. Os fatos narrados evidenciam para mim manifesta*

(ix) ademais, segundo a doutrina, o administrador, para os fins do art. 154 da Lei nº 6.404/76, teria uma obrigação de meio, e não de fim. O administrador violaria o referido artigo ao prestigiar interesses de terceiros em detrimento do interesse da Companhia, o que não teria ocorrido. Isso porque, além de ter sido sugerido por conselheiro independente (Joseph Ash), o *Severance Package* teria sido aprovado pela unanimidade dos conselheiros. Assim, para defender que o referido plano não foi aprovado no interesse da Companhia, seria necessário comprovar que houve um conluio entre todos os conselheiros para beneficiar alguns administradores;

(x) tal premissão não se sustentaria, uma vez que os membros do Conselho de Administração à época tinham visões para a Companhia muito diferentes, tendo, inclusive, protagonizado fortes embates na reuniões do Conselho. Logo, não haveria razão para que eles votassem a favor do *Severance Package* somente para beneficiar Marcio Mello e Wagner Peres.

(xi) portanto, o fato de que todos os conselheiros votaram favoravelmente à aprovação do *Severance Package* demonstraria que tal pacote era realmente o melhor para a Companhia naquele momento;

(xii) outra prova de que não teria havido conluio entre os conselheiros seriam as extensas e acaloradas discussões durante as reuniões do Conselho de Administração, conforme descrições das gravações às folhas 1571 a 1601; e

(xiii) o parecer de folhas 1614 a 1616 demonstraria a diligência do Conselho de Administração da HRT ao consultar renomado escritório de advocacia a respeito da (não) divulgação dos termos do *Severance Package* para não criar uma falsa impressão de que os administradores estariam tentando coagir os acionistas a manter a chapa da administração.

63. Em 22.03.2017, Milton Franke apresentou nova defesa, nos seguintes principais termos (fls. 1743 a 1768):

(i) o acusado teria sido o único diretor que, mesmo tendo o direito ao *Severance Package*, teria deixado de exercê-lo, permanecendo na HRT e assumindo a posição de Diretor Presidente após a renúncia de Márcio Mello;

---

*... má gestão dos negócios do BANERJ, mas não ato de liberalidade, cuja essência consiste na dissipação injustificada dos bens da sociedade. (...) não há nenhuma evidência de fraude ou de tentativa de beneficiar quem quer que seja” (fl. 1704).*



- (ii) deve-se avaliar o contexto em que o plano foi proposto para que se aplique a *business judgement rule* e para que a autarquia não ingresse no mérito da decisão ou avalie a sua qualidade das decisões tomadas de boa-fé;
- (iii) o art. 154 da Lei nº 6.404/76 não propõe a responsabilização do administrador pelo resultado de sua gestão, isto é, as obrigações assumidas pelo administrador seriam de meio e não de resultado, desde que este atue último de forma diligente<sup>46</sup>;
- (iv) o que se verificaria a partir do processo de discussão e deliberação do *Severance Package* é que o acusado não teria violado tal artigo, uma vez que: (i) a aprovação do *Severance Package* foi realizada pelo Conselho de Administração, com voto de conselheiros independentes, em observância ao estatuto social e à LSA; (ii) o valor pago pela HRT a título de indenização teria observado o limite global de remuneração fixado em AGO pelos acionistas; (iii) já teria sido reconhecido pelo próprio Colegiado que inexistira conflito de interesses no presente caso; e (iv) a deliberação foi debatida e a decisão tomada em razão da necessidade de retenção dos principais executivos para assegurar o sucesso da campanha exploratória da Namíbia;
- (v) tal aprovação também não poderia ser considerada ato de liberalidade, uma vez que além de ter se beneficiado com a retenção de profissionais estratégicos e evitado perdas diárias no projeto da Namíbia, a Companhia se beneficiaria com as cláusulas de não competição e não solicitação fixadas no *Severance Package*;
- (vi) o questionamento dos termos e condições do *Severance Package*, em especial das hipóteses de acionamento do referido pacote, representaria uma violação à regra da decisão negocial (*business judgement rule*) acolhida pela CVM em julgamentos anteriores, nos quais foram fixados os critérios que conferem proteção a decisão negocial tomada de maneira informada, refletida e desinteressada;
- (vii) no caso do *Severance Package* não restaria dúvidas de que a sua aprovação não somente atendia aos interesses da Companhia, como também era adequada ao fim pretendido de retenção de administradores e executivos estratégicos;

---

<sup>46</sup> Citou o voto do Diretor Relator Eli Loria no âmbito do PAS CVM nº 25/2003: “Nesse sentido, observe-se que o poder conferido aos administradores para desenvolverem os negócios sociais é limitado, sendo que esse limite é determinado justamente pelo art. 154 que estabelece os critérios que irão nortear a atuação dos administradores, complementado pelo estatuto social da companhia. Destaque-se que o art. 154, assim como o art. 153, **impõe ao administrador uma obrigação de meio e não de fim, de modo que ele não se obriga pelo resultado de sua gestão quando esta for leal, diligente e regularmente exercida** e o administrador somente será responsabilizado quando atuar com desvio de conduta ou de forma desleal ou omitir-se no exercício de suas atividades” (fl. 1758) (grifos no original).

(viii) da análise de *severance agreements* firmados nos Estados Unidos, verifica-se que “a alteração do controle societário e/ou da composição do Conselho de Administração, não é critério que foge às regras para o disparo de pacotes de incentivo, tendo o Severance Package da HRT sido formulado com base em práticas de mercado”<sup>47</sup> (fl. 1763);

(ix) tampouco seria raro que a alteração do controle societário seguida do desligamento espontâneo do executivo ensejasse o acionamento de pacotes de incentivo e retenção. Nesse sentido, mencionou o caso da Lupatech, que de acordo com o seu formulário de referência de 2013, adotaria contrato de trabalho para seus executivos que previa o pagamento de indenização na hipótese de desligamento voluntário que se seguisse a mudança de controle, bem como o caso do plano de opções de compra de ações da BR Home Centers;<sup>48</sup> (atualmente);

(x) como circunstância pessoal do acusado, ressaltou que teria renunciado expressamente a indenização ajustada no *Severance Package* quando celebrou contrato de gestão (*Management Agreement*) com a Companhia<sup>49</sup>, e, por conta disso, em caso de condenação, deveria ser aplicado o art. 11, §9º da Lei nº 6.385/7650 que faz referência ao arrependimento eficaz.

É o relatório.

Rio de Janeiro, 09 de setembro de 2017.

**Gustavo Borba**  
Diretor-Relator

---

<sup>47</sup> Cita como exemplos contratos públicos disponibilizados pela SEC: Audience, Inc., NetApp, Inc, Pacific Biosciences of California, Inc. e Marathon Oil Company (fl. 1763).

<sup>48</sup> Página 186 do FRE de 2016.

<sup>49</sup> Apresenta comparativo entre o *Severance Package* e o contrato de gestão (fls. 1765 a 1766).

<sup>50</sup> Art. 11. A Comissão de Valores Mobiliários poderá impor aos infratores das normas desta Lei, da lei de sociedades por ações, das suas resoluções, bem como de outras normas legais cujo cumprimento lhe incumba fiscalizar, as seguintes penalidades: (...)

§9º Serão considerados, na aplicação de penalidades previstas na lei, o arrependimento eficaz e o arrependimento posterior ou a circunstância de qualquer pessoa, espontaneamente, confessar ilícito ou prestar informações relativas à sua materialidade.

**PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº RJ2013/11703**

Reg. Col. 9211/2014

**Acusados:** Marcio Rocha Mello  
Milton Romeu Franke  
Wagner Elias Peres  
Joseph P. Ash  
John Anderson Willott  
Carlos Thadeu de Freitas Gomes  
William Lawrence Fisher  
Peter L. O'Brien  
Thomas W. Ebborn  
Elia Ndevanjema Shikongo

**Assunto:** Apuração da responsabilidade dos membros do conselho de administração da HRT Participações em Petróleo S.A. na elaboração, aprovação e implementação do *Severance Package* em suposto desvio de poder (art. 154 da Lei nº 6.404/76).

**Diretor Relator:** Gustavo Tavares Borba

**VOTO**

**I. SÍNTESE**

1. O presente processo administrativo sancionador (“PAS”) tem por objetivo analisar suposto desvio de poder dos acusados, na qualidade de membros do Conselho de Administração da HRT Participações em Petróleo S.A. (“HRT” ou “Companhia”), na aprovação do pacote de benefícios denominado *Severance Package*, destinado à indenização de determinados diretores e executivos “estratégicos” da Companhia, em infração ao disposto no art. 154 da Lei nº 6.404 de 1976 (“Lei nº 6.404/76”)<sup>1</sup>.

---

<sup>1</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.

## II. CONSIDERAÇÕES INICIAIS

2. Antes de adentrar o tema que constitui o objeto do presente processo, gostaria de chamar atenção para uma tendência crescente no Brasil, em questões societárias, de importar institutos próprios de sistemas de *common law*, em especial do ordenamento jurídico norte-americano, sem a devida reflexão e compatibilização destes institutos com os princípios e as regras próprias do ordenamento jurídico brasileiro.

3. Em diversas oportunidades ao longo deste processo os acusados fizeram referências a instrumentos de *severance agreement* celebrados por companhias estrangeiras com intuito de demonstrar a habitualidade e a adequação deste tipo de contratação<sup>2</sup>. No entanto, uma análise isolada e objetiva das condições previstas no *Severance Package* celebrado pela HRT a partir de exemplos de *severance agreement* adotados por companhias estrangeiras limitar-se-ia a apontar eventuais similitudes de previsões contratuais, sem considerar, contudo, a diferença existente entre os ordenamentos jurídicos em que se inserem tais instrumentos.

4. Dito isso, creio ser fundamental, para a correta análise do caso concreto, que se considerem as diferenças existentes entre o ordenamento jurídico brasileiro e o ordenamento jurídico norte-americano no que diz respeito à competência e à discricionariedade conferida aos órgãos da administração para determinar a remuneração dos administradores.

5. Não obstante os esforços recentes da entidade reguladora norte americana no sentido de propor mecanismos que assegurem um maior conhecimento e envolvimento

---

<sup>2</sup> Na defesa conjunta apresentada por John Willot, Carlos Gomes, Elia Shikongo e William Fisher foram apresentados, ainda, alguns exemplos de companhias abertas brasileiras que adotariam instrumentos de *severance agreement*. Nesse sentido, ressalta-se que, de acordo com as últimas versões dos formulários de referência disponibilizadas pelas companhias no sistema IPE, dentre as dez companhias mencionadas, (i) três informam não estar em vigência quaisquer “*instrumentos que estructurem mecanismos de remuneração ou indenização para os administradores em caso de destituição do cargo ou de aposentadoria*”; (ii) quatro divulgam instrumento de indenização vinculado à rescisão do contrato sem justa causa, isto é, por iniciativa da Companhia; e (iii) outras três associam o pagamento de indenização por desligamento da Companhia a verificação de dois requisitos (a) a ocorrência de uma mudança no controle acionário; e (b) a rescisão ou alteração do contrato de trabalho em razão desta mudança na estrutura societária. Acesso em 22.08.2017. Verifica-se, portanto, que também no caso das companhias abertas brasileiras citadas pelos acusados, não há nenhuma que adote de *severance agreement* com condições semelhante às aprovadas pela HRT.

dos acionistas na fixação da remuneração dos membros da administração<sup>3</sup>, o sistema jurídico americano confere amplos poderes ao *board of directors* para dispor, entre outras matérias<sup>4</sup>, a respeito da compensação a ser atribuída aos administradores da companhia<sup>5</sup>, sendo tais poderes limitados somente pelos deveres fiduciários construídos pela Jurisprudência.

6. O sistema jurídico brasileiro, por sua vez, privilegia a Assembleia Geral como órgão máximo competente para fixar a remuneração, individual ou global, dos administradores, bem como quaisquer outros benefícios e verbas de representação a que estes façam jus, nos termos do art. 152, *caput*, da Lei nº 6.404/76<sup>6</sup>.

---

<sup>3</sup> Em 25 de janeiro de 2011, a *Securities and Exchange Commission (SEC)* passou a exigir das companhias abertas a adoção de um procedimento de votação, conhecido como *Say on Pay*, a partir do qual os acionistas, de posse das informações divulgadas pela companhia acerca da remuneração dos principais administradores (*named executive officers*), manifestariam a sua aprovação ou discordância quanto à política de remuneração adotada pela Companhia. Ainda que tal votação não vincule a administração, ela deverá ser realizada em uma periodicidade de até 3 (três) anos e o seu resultado deverá ser divulgado pela companhia em suas informações periódicas. Ressalta-se que a nova regulamentação adotada pela SEC exige ainda que os acionistas se manifestem sobre eventual instrumento de *golden parachute* adotado pela companhia.

<sup>4</sup> Também no que diz respeito a ofertas públicas de aquisição de ações, o sistema norte-americano confere amplos poderes ao Conselho de Administração, a quem competirá não somente avaliar a oportunidade e a conveniência da oferta pública apresentada, como também utilizar medidas defensivas para afastar a investida dos ofertantes. Caso o Conselho de Administração esteja de acordo com os termos da oferta pública, a decisão de aceitar ou rejeitar a oferta passará aos acionistas. Por sua vez, caso os administradores não estejam de acordo com a proposta apresentada, poderão rejeitá-la de imediato e utilizar táticas defensivas contra tais ofertas. Esta seria a principal diferença do sistema norte americano quando comparado ao sistema europeu, visto que, de acordo com as orientações da Diretiva 2004/25/CE, a atuação dos órgãos da administração deve ser pautada pela neutralidade diante da oferta, cabendo aos acionistas a decisão sobre a venda de suas ações. Desse modo, em regra, a aplicação de medidas defensivas à oferta deve ser previamente autorizada pelos acionistas. Nesse sentido, vide Coutinho, Leticia de Faria Lima. *“Aquisição de controle de companhia de capital pulverizado”*. Coimbra: Almedina, 2013. pp. 51-56.

<sup>5</sup> Tal como exposto pelo Ex-Diretor da CVM Marcos Pinto em sua dissertação de mestrado acerca da *“Relação entre dispersão acionária e remuneração dos administradores de companhias abertas”*, defendida junto à Escola de Pós Graduação em Economia da Fundação Getúlio Vargas em 2011, *“na medida em que a propriedade acionária se torna mais dispersa, os administradores adquirem maior influência sobre a determinação de sua própria remuneração. (...) Quando a companhia deixa de ter um acionista majoritário, esse controle se torna mais difícil e os administradores acabam, no limite, por fixar a própria remuneração”* (fl. 10). O autor acrescenta ainda que, *“esse problema é exacerbado em países que, como os Estados Unidos, conferem amplos poderes ao conselho de administração para determinar a compensação dos executivos”* (fl. 11). Disponível em <http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/8929>.

<sup>6</sup> *“Art. 152. A assembléia-geral fixará o montante global ou individual da remuneração dos administradores, inclusive benefícios de qualquer natureza e verbas de representação, tendo em conta suas responsabilidades, o tempo dedicado às suas funções, sua competência e reputação profissional e o valor dos seus serviços no mercado. (...)”* (g.n.)

7. Desta forma, cabe aos acionistas da companhia, em Assembleia, optar pela definição específica da remuneração de cada administrador ou pela fixação da remuneração global da Administração, hipótese em que esse montante genérico decidido em Assembleia Geral constituirá o limite máximo dentro do qual o Conselho de Administração terá que trabalhar para definir a remuneração individual de cada administrador.

8. Importante salientar que o art. 152 da Lei nº 6.404/76 é explícito no sentido de que não apenas a remuneração *strictu sensu*, como também os “**benefícios de qualquer natureza**” devem ser fixados pela Assembleia Geral ou estar abrangidos pelo teto remuneratório por ela estabelecido. As alterações promovidas pela Lei nº 9.457/97 tiveram justamente o objetivo de deixar isso claro, de modo a afastar dúvidas quanto à obrigação legal de que qualquer benefício pecuniário conferido aos administradores deve estar em sintonia com a decisão assemblear sobre o tema.

9. Desse modo, quando a Assembleia delegar a fixação da remuneração individual ao Conselho de Administração, caberá a este observar, nos exatos limites da delegação realizada, o teto máximo fixado pela Assembleia Geral, a quem compete, por determinação legal, a última palavra em matéria de remuneração dos administradores<sup>7</sup>.

10. Esclareço que essa breve exposição sobre as diferenças entre os ordenamentos jurídicos brasileiro e norte-americano tem o objetivo de demonstrar que o fato de instrumentos de *severance agreement* serem habitualmente adotados pelos *boards of directors* de companhias norte-americanas ou, ainda, as suas características serem objeto de decisões judiciais estrangeiras pouco contribui para esclarecer a adequação do *Severance Package* em discussão às normas previstas na legislação societária nacional.

11. Ademais, afigura-se importante ressaltar que não está em análise, no presente processo, a legalidade genérica desse tipo de pacote de benefícios frente ao ordenamento jurídico nacional, mas sim as condutas dos acusados durante o processo de aprovação do *Severance Package*, bem como as características específicas desse pacote de benefícios em particular.

---

<sup>7</sup> Aproveito para esclarecer que, não obstante a proposta por mim apresentada ao Colegiado desta CVM no sentido de incluir na recapitulação jurídica dos fatos suposta infração ao art. 152, *caput*, da Lei nº 6.404/76, tal entendimento foi rejeitado pela maioria do Colegiado, de forma que não é objeto do presente processo a observância pelos conselheiros dos limites máximos de remuneração fixados pela assembleia geral ordinária realizada em 29.04.2013.

## II.1. DA NATUREZA E DAS CARACTERÍSTICAS DOS PACOTES DE INDENIZAÇÃO (*SEVERANCE AGREEMENTS*)

12. As ressalvas apresentadas no capítulo anterior são essenciais para que se possa analisar as alegações formuladas por alguns dos acusados no sentido de que a instauração do presente processo decorreria da ausência de familiaridade da área técnica da Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) com a estrutura e as condições usualmente empregadas em instrumentos de *severance agreement*.

13. Em linhas gerais, o *severance agreement* é um instrumento de indenização celebrado entre a companhia e seus profissionais para que estes tenham assegurado o recebimento de uma compensação pecuniária em caso de desligamento da companhia. Apesar dessa estrutura geral, comum a todos os contratos da espécie, verifica-se, a partir da experiência de companhias brasileiras e estrangeiras, que os termos e condições do *severance agreement* variam conforme os propósitos almejados pela administração e a conjuntura econômica e societária da companhia quando de sua adoção.

14. Dentre os diversos objetivos de instrumentos de *severance agreement* pode-se destacar: (i) assegurar a determinados profissionais, membros da administração e executivos estratégicos da companhia, maior estabilidade no exercício de suas funções<sup>8</sup>; (ii) solucionar problemas de gestão, alinhando o perfil de risco dos administradores aos interesses dos acionistas;<sup>9</sup> (iii) implementar medida defensiva contra eventuais ofertas

---

<sup>8</sup> Em determinadas circunstâncias de instabilidade, tal como a maior exposição da companhia a uma eventual tomada hostil de controle, a adoção de um instrumento de *severance agreement* pode proporcionar um efeito estabilizador, uma vez que oferece um incentivo financeiro a determinados profissionais estratégicos para que estes enfrentem o risco de serem demitidos e não antecipem a sua demissão. Isso porque, em um cenário de incerteza quanto à manutenção de seus cargos, a tendência natural é que tais profissionais busquem oportunidades em outras companhias, de modo a evitar uma eventual demissão futura.

<sup>9</sup> Nesse sentido, vide “Mansi, Sattar and Wald, John K. and Zhang, Andrew (Jianzhong), Severance Agreements and the Cost of Debt (26 de Julho de 2016). Disponível em SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2228300> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2228300>”; e “Fluharty-Jaidee, Jonathan Thomas, Ex-Post Incentives of CEO Compensation: Modeling the Risk-Taking Incentives of CEOs Paid with Severance (18 de Janeiro de 2017). Disponível no SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2897602>”. Os estudos desenvolvidos pelos citados autores demonstram a existência, em determinados casos, de uma relação entre a adoção de instrumentos de *severance agreements* e a gestão de risco no processo de tomada de decisão por administradores. Neste contexto, tais instrumentos seriam utilizados pelas companhias como forma de solucionar problemas de administração, incluindo a conduta “avessa a riscos” manifestada por determinados administradores que, na gestão das atividades sociais, optam por decisões mais confortáveis e menos expostas aos riscos negociais, de modo a assegurar a manutenção de suas posições na administração da companhia.

hostis de tomada de controle (*golden parachute*); e (iv) complementar a remuneração dos administradores, de modo a oferecer atrativos adicionais para a contratação de determinado profissional estratégico.

15. Assim, as condições previstas em cada *severance agreement*, em especial as hipóteses que autorizam o pagamento da indenização, devem estar alinhadas à finalidade pretendida pela Administração da companhia. Não é a toa que os instrumentos de *severance agreement* são introduzidos por preâmbulos que buscam contextualizar os fundamentos que justificaram a celebração do contrato pela companhia.

16. Por essa razão, ao avaliar o processo de elaboração do *Severance Package*, bem como as condições finais aprovadas pelo Conselho de Administração da HRT, deve-se ter em mente não somente os deveres impostos pelo ordenamento jurídico brasileiro, em especial o dever de agir no interesse social, como também os motivos declarados pela Administração como determinantes para a aprovação do *Severance Package*, notadamente o propósito de manter executivos estratégicos durante um período de instabilidade da Companhia.

17. Isso não significa, contudo, que se esteja a questionar a conveniência e a oportunidade desse tipo de pacote de benefícios ou, ainda, a sua eficácia como instrumento de retenção de profissionais estratégicos. Muito pelo contrário. Tal como mencionado anteriormente, o objetivo deste processo é analisar se, a partir das informações e das circunstâncias existentes à época dos fatos, as condutas adotadas pelos conselheiros acusados, durante e após o processo decisório que resultou na aprovação do *Severance Package*, observaram, ao menos em tese, os melhores interesses da Companhia.

18. Feitas essas considerações iniciais, passo a analisar o objeto do presente processo.

### **III. PRELIMINARES**

19. Os acusados Marcio Mello e Wagner Peres requereram a tomada dos depoimentos pessoais de dois profissionais atuantes no setor de exploração de petróleo e um terceiro profissional identificado como antigo gerente de RH da HRT América (fls. 1693-1712).



20. Na palavra dos acusados, a produção desta prova oral teria por objetivo demonstrar “o integral comprometimento e dedicação dos Defendentes em relação ao sucesso da Companhia”, bem como “o contexto de instabilidade interna que contaminou a Companhia e a eficácia do Severance Package em reter os seus beneficiários” (fl. 1712). Afora esta justificativa, não foram apresentados esclarecimentos adicionais acerca da relevância de tais depoimentos para a apreciação e julgamento do mérito do presente processo.

21. Diante dos fundamentos que embasaram o referido pedido, entendo ser desnecessária a produção da prova oral requerida, pois não está em análise neste processo o desempenho dos acusados como administradores da HRT ou mesmo a sua dedicação às atividades sociais, de forma que o depoimento pessoal de um profissional alheio aos assuntos internos da Companhia seria impertinente para o esclarecimento do processo de tomada de decisão que culminou com a aprovação do *Severance Package*.

22. No que diz respeito ao contexto que precedeu à aprovação deste pacote e sua eficácia como instrumento de retenção de profissionais estratégicos, entendo que tais informações foram exaustivamente abordadas nas manifestações prestadas ao longo da fase de instrução, bem como nas defesas apresentadas pelos acusados, razão pela qual considero desnecessária a colheita dessa prova oral.

23. Diante do exposto, **voto pelo indeferimento** do pedido de prova oral formulado por Marcio Mello e Wagner Peres.

24. Quanto à alegação apresentada por Milton Franke de que o Termo de Acusação seria inepto em virtude da ausência de comprovação de que o acusado teria recebido ou ainda faria jus ao benefício da indenização ajustada no *Severance Package* (fls. 602-635), cumpre observar que, diante da recapitulação jurídica dos fatos ocorrida em 31.01.2017<sup>10</sup>, essa questão perdeu o objeto, tanto que não foi reiterada na manifestação apresentada pelo acusado posteriormente à recapitulação.

25. Superada estas questões preliminares, passa-se, então, à análise do mérito.

---

<sup>10</sup> A recapitulação jurídica dos fatos objeto do presente processo foi analisada inicialmente na reunião do Colegiado realizada em 25.10.2016. Contudo, em razão dos pedidos de vista do Diretor Pablo Renteria, nesta data, e posteriormente, do Diretor Henrique Machado em 17.01.2017, a deliberação final acerca da matéria foi tomada em reunião de 31.01.2017 (fls. 1658-1661).

## IV. MÉRITO

### IV.1. DA REGRA DA DECISÃO NEGOCIAL – ASPECTOS GERAIS

26. A Acusação baseia-se no aparente desequilíbrio das regras do *Severance Package* que beneficiavam os membros do *Senior Management*, do que decorreria violação aos deveres fiduciários dos Conselheiros, em virtude de terem direcionado sua atuação em sentido contrário aos interesses sociais (art. 154 da Lei nº 6.404/76).

27. Tal desequilíbrio se revelaria, primordialmente, em uma das hipóteses de disparo prevista na Cláusula Primeira do *Severance Package*, segundo a qual os administradores integrantes do *Senior Management* fariam jus ao recebimento da indenização ajustada caso decidissem se desligar da Companhia, bastando, para tanto, que houvesse prévia rejeição, pelas Assembleias Gerais realizadas nos exercícios de 2013 e 2014, de qualquer um dos nomes indicados na proposta de composição do Conselho sugerida pela Administração, com exceção apenas dos conselheiros independentes Joseph Ash, Thomas Ebbert, Peter O'Brien e Charles Putz.

28. Na visão da área técnica, da forma como aprovado, o *Severance Package* teria conferido “*contornos de blindagem*” (fl. 442) à Administração da Companhia, uma vez que o pagamento da indenização não estaria condicionado a uma alteração substancial na composição do Conselho de Administração que pudesse comprometer a formação da maioria nas deliberações do órgão e, por conseguinte, alterar a orientação dos negócios sociais.

29. Acrescenta a área técnica que, muito embora a justificativa apresentada para aprovação do *Severance Package* fosse a retenção de profissionais estratégicos, tal instrumento, nos termos como foi ajustado, atuaria como “*plano de incentivo à demissão voluntária*” (fl. 446), visto que a indenização seria devida ainda que o desligamento da Companhia se desse por iniciativa do próprio Administrador.

30. Acrescenta a SEP que a decisão de não divulgar aos acionistas as informações detalhadas do *Severance Package*, especialmente as hipóteses de disparo e as consequências financeiras que potencialmente poderiam advir de eventual não reeleição dos administradores, inviabilizaria o declarado propósito de estabilizar a Administração da Companhia.

31. Antes de analisar a conduta dos acusados, cumpre destacar que, ao fixar os deveres e obrigações a serem observados pelos administradores no exercício de suas atividades, o legislador optou por estabelecer *standards* gerais, isto é, padrões de conduta construídos a partir de conceitos genéricos cuja definição se amolda às peculiaridades de cada caso.

32. Nesse sentido, o art. 154 da Lei nº 6.404/76<sup>11</sup>, que fundamenta a acusação, estabelece os interesses que devem orientar a atuação dos administradores na gestão da companhia. Exige-se do Administrador que suas decisões na condução dos negócios sociais sejam tomadas sempre considerando o melhor interesse da companhia<sup>12</sup>, o qual deverá se sobrepor não somente aos interesses particulares do próprio Administrador como também aos interesses de quem o tenha elegido.

33. Contrariamente, age em desvio de poder aquele Administrador que, embora exercendo suas atividades dentro dos limites formais de discricionariedade a ele conferidos, pratica determinado ato buscando finalidades diversas daquelas exigidas pelo interesse social.

34. O dever de agir no interesse da companhia, consubstanciado no art. 154 da Lei nº 6.404/76, deve ser observado pelo Administrador em todos os seus atos, seja no monitoramento e fiscalização das atividades sociais, seja na tomada de decisões negociais e no seu comportamento geral em relação à companhia.

35. No entanto, em se tratando de decisão negocial, o padrão de revisão a ser adotado pelo julgador na análise da adequação da conduta do Administrador é diferente, tal como já reconhecido em diversos precedentes da CVM.

36. Isso porque a atuação do Regulador, ao avaliar determinada decisão negocial, envolve grande complexidade e riscos muito maiores, tanto que, a depender do grau de interferência, o julgador poderá desencorajar a tomada de decisões arriscadas e desestimular o ingresso de profissionais especializados nos cargos de administração das

---

<sup>11</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.”

<sup>12</sup> Como expõe Flávia Parente, “o interesse social representa o limite da discricionariedade atribuída aos administradores em relação à condução dos negócios sociais” (O dever de diligência dos administradores de sociedades anônimas. Rio de Janeiro: Renovar, 2005. p. 135)

companhias abertas. Soma-se a isso o fato de que as circunstâncias e as informações disponíveis no momento da tomada de decisão são muito distintas daquelas existentes no momento da avaliação do julgador, o que impõe extremo cuidado e parcimônia nessa análise posterior<sup>13</sup>.

37. Por essas razões, ao avaliar decisões negociais tomadas por administradores de companhias abertas, o Colegiado da CVM vem adotando o padrão de revisão (*standard of review*) da *business judgment rule* (regra de decisão negocial)<sup>14</sup>, desenvolvido a partir da jurisprudência norte-americana, cuja compatibilização com o ordenamento jurídico nacional e, em especial, com os deveres fiduciários previstos na Lei nº 6.404/76, já foi confirmada pela jurisprudência<sup>15</sup> e pela CVM<sup>16</sup> em diversas oportunidades.

38. Assim, em se tratando de decisão negocial tomada pela Administração no âmbito da esfera de discricionariedade conferida pela legislação societária e pelo estatuto social<sup>17</sup>, a *business judgment rule* pressupõe que, observados certos cuidados durante o processo decisório, não caberá ao julgador substituir-se aos administradores para avaliar a adequação e o mérito da decisão tomada.

39. Desse modo, confere-se proteção à decisão negocial, limitando a responsabilidade dos administradores que participaram da tomada de decisão às situações em que se possa demonstrar que eles agiram com falta de diligência, má fé ou contra os interesses sociais<sup>18</sup>.

---

<sup>13</sup> Ainda no que diz respeito às limitações impostas à avaliação do julgador, destaco o seguinte trecho da manifestação de voto que proferi no âmbito do PAS CVM nº RJ2014/5099, j. em 15.03.2016: “A CVM deve, portanto, adotar a postura de máxima deferência quanto à decisão dos órgãos sociais pertinentes à remuneração dos administradores, apenas se admitindo a análise de eventuais excessos remuneratórios, mesmo assim com muita parcimônia, em situações em que o abuso de poder se apresenta de forma realmente flagrante, inequívoca, injustificável e manifesta”.

<sup>14</sup> PAS CVM nº 08/05, Rel. Eli Loria, j. em 12.12.2007; PAS CVM nº 21/04, Rel. Pedro Oliva Marcilio, j. em 15.05.2007; PAS CVM RJ2007/4776, Rel. Eli Loria, j. em 12.03.2008; PAS CVM nº 09/2006, Rel. Ana Novaes, j. em 05.03.2013.

<sup>15</sup> TJSP, Apelação Cível nº 543.194-4/9-00, Rel. Des. Vito Guglielmi, São Paulo, j. em 11.12.2008.

<sup>16</sup> PAS CVM nº 03/02, Rel. Norma Jonssen Parente, j. em 12.02.2004; PAS CVM nº RJ2008/9574, Rel. Ana Novaes, j. em 27.11.2012; e PAS CVM nº RJ2005/1443, Rel. Pedro Oliva Marcilio, j. em 10.05.2006.

<sup>17</sup> Nos termos expostos nas considerações iniciais deste voto, o presente processo não tem por objetivo analisar a conduta dos acusados à luz do disposto no artigo 152, *caput*, da Lei nº 6.404/76. Desse modo, ao analisar as infrações imputadas aos acusados pela área técnica desta CVM, adoto como pressuposto que a atuação dos membros do conselho de administração da HRT se deu nos limites de discricionariedade conferidos pela legislação societária e pelo estatuto social da Companhia, não se tratando, portanto, de ato ilegal ou *ultra vires*.

<sup>18</sup> Nesse sentido, em sua obra “A administração de Companhias e a Business Judgment Rule” (2017), Pedro Henrique Castello Brigagão afirma que “Enquanto não houver indicativos de que a conduta do

40. Ao se aplicar a *business judgment rule*, restringe-se a esfera de atuação do julgador, a quem caberá analisar tão somente se o comportamento do administrador ao longo do processo decisório demonstra que ele atuou de maneira informada, refletida e desinteressada, ainda que, posteriormente, considerando os resultados obtidos, venha a se verificar que a decisão tomada não foi a mais benéfica para a companhia.

41. No entanto, caso se verifique a existência de interesse em relação à questão a ser decidida, afasta-se o padrão de revisão da *business judgment rule*, analisando-se, conforme o caso, segundo as regras de impedimento de voto ou pela aplicação do padrão de revisão da *entire fairness*, hipótese em que o foco da análise volta-se aos detalhes e às condições da decisão tomada.

42. Conforme exposto na decisão de recapitulação jurídica dos fatos (fls. 1.634-1.643 e 1.653-1.654), não havia, no caso, impedimento de voto dos Conselheiros que eram potenciais beneficiários do *Severance Package*. Esses Conselheiros interessados, contudo, estão submetidos a padrão de conduta bem mais elevado, cabendo a eles não somente demonstrar a busca adequada de informações e a reflexão sobre a matéria a ser deliberada, mas atuar de forma a garantir que o conteúdo da decisão comercial seja estritamente equitativo, razoável e atenda aos interesses da companhia.

43. Assim, durante o processo decisório, exige-se desses conselheiros cautela redobrada de modo a assegurar que os seus interesses particulares não influenciem o processo decisório de modo a relegar para segundo plano os interesses da companhia.

44. Nesse contexto, o Colegiado da CVM encontra-se diante da difícil tarefa de avaliar se os Conselheiros beneficiários do *Severance Package* atuaram buscando o melhor interesse da HRT, levando em conta, nessa análise, tanto os termos e condições previstos no memorando assinado em 05.03.2013, como também as condutas destes administradores ao longo das reuniões do Conselho.

45. Esclareço que, muito embora se trate de uma decisão tomada por um órgão colegiado, composto em maioria por conselheiros supostamente independentes, e, a princípio, desinteressados, a situação e a conduta de cada um dos membros do Conselho de Administração da HRT durante o processo decisório que antecedeu a aprovação do *Severance Package* revelaram-se muito distintas. Assim, tendo em vista as

---

*administrador se incumbiu de má-fé, falta de diligência ou desrespeito aos interesses sociais, tanto ele quanto a sua decisão manter-se-ão intactos e protegidos pela business judgment rule” (p. 120).*

circunstâncias específicas deste processo, as quais serão demonstradas ao longo deste voto, entendo que o mais adequado é avaliar caso a caso a participação de cada um dos acusados nas discussões relacionadas ao *Severance Package*.

46. No entanto, antes de passar a análise da conduta individual dos conselheiros, resgato rapidamente a cronologia dos eventos envolvendo a aprovação do referido plano.

#### **IV.2. DA CRONOLOGIA DOS FATOS RELACIONADOS AO *SEVERANCE PACKAGE***

47. Conforme se verifica a partir das manifestações dos acusados, a possibilidade de celebração de instrumento de proteção a profissionais ligados à HRT teria sido objeto de discussão entre os conselheiros Joseph Ash e Wagner Peres no final de dezembro de 2012.

48. Logo em seguida, em 08 de janeiro de 2013, o assunto foi discutido entre Joseph Ash e Marcio Mello, que, nesta ocasião, teria informado que a administração executiva da Companhia, em conjunto com os departamentos de recursos humanos e jurídico, já estaria conduzindo estudos sobre um pacote de indenizações a ser apresentado ao Conselho de Administração.

49. Em 18 de janeiro de 2013, uma primeira minuta do pacote teria sido encaminhada aos conselheiros.

50. As condições desta minuta estão refletidas em apresentação datada de “Janeiro de 2013” referente ao “Plano de Indenização/Captação de Valor” (fls. 109-116), entre as quais se destacam (i) a previsão de acionamento do pacote de benefícios em caso de “término da relação profissional sem justa causa/renúncia e em decorrência da mudança de controle da Companhia” (fl. 111); e (ii) o valor de indenização para o Diretor Presidente, fixado em quatro vezes o valor da sua remuneração anual global.

51. Compulsando os autos, verifica-se que, nos dias que precederam a primeira reunião do Conselho de Administração que deliberou sobre o *Severance Package*, após o envio da minuta preliminar do plano, foram trocados e-mails entre os conselheiros sobre o assunto. Nesse sentido, em 18 de janeiro de 2013, Charles Pütz teria encaminhado e-mail a Joseph Ash tratando do “pacote de indenizações” e demonstrando a sua preocupação com a questão da mudança de controle abordada na proposta.

52. Por sua vez, em 19 de janeiro, Joseph Ash teria encaminhado e-mail a Charles Putz e Thomas Ebborn demonstrando a sua surpresa com as condições constantes na minuta circulada, nos termos que transcrevo a seguir:

*“vou ter de comunicar a Marcio quão confuso eu estou que uma sugestão para proporcionar segurança frente a uma mudança de controle, em troca de garantir que as decisões sejam tomadas no melhor interesse da HRT tenha se transformado em uma disputa de dinheiro e potencial destituição de uma empresa”* (fl. 852).

53. Da mesma forma, em 21.01.2013, Peter O'Brien teria encaminhado e-mail aos membros do Conselho de Administração suscitando questionamentos sobre determinadas condições ajustadas na primeira minuta do *severance agreement* (fls. 846-851). Nesse sentido, cumpre destacar os seguintes trechos do referido e-mail, em tradução livre:

“Eu não acredito que o pacote proposto passou pelo Comitê de Remuneração, e sinto fortemente que deveria ser ao menos revisado, e idealmente, aprovado primeiramente pelo Comitê, e posteriormente ser apresentado ao Conselho de Administração com a visão do Comitê de Remuneração, informações comparadas e a versão do acordo propostos. (...)

2) Nós sabemos há algum tempo que a HRT deve separar as funções do Presidente do Conselho e Diretor Presidente para se adequar as regras brasileiras, e que esta regra deve ser cumprida até maio de 2014. Eu estou confiante de que o Novo Mercado/Regulador brasileiro não pretendeu que esta solicitação fosse usada pela administração para negociar Golden Parachute. (...) Na minha opinião, a alta administração não deveria receber remuneração adicional se o Marcio permanecer como presidente do conselho de administração, mas houver um novo CEO com quem o membro do *Senior Management* não queira trabalhar. E certamente, não se eles decidirem renunciar por conta própria.

5) Por que devemos mantê-la confidencial? Esta é claramente uma informação relevante se aprovada, e os acionistas devem ter conhecimento em certo nível de detalhamento. (...)” (grifos meus)

54. Assim, em 22.01.2013, a partir da minuta preliminar encaminhada para discussão, o Conselho de Administração deliberou sobre a adoção do *Severance Package*.

55. De acordo com os esclarecimentos prestados por Charles Putz, “*da forma como originalmente apresentada pelo Presidente da Empresa e do Conselho a proposta estava em escandaloso conflito com os interesses da empresa, pois a substituição de qualquer membro do Conselho de Administração daria direito aos Diretores Estatutários renunciarem recebendo generosa indenização, e a tal renúncia daria direito a funcionário e executivos chave fazerem o mesmo. (...) Adicionalmente, os Conselheiros que fossem substituídos receberiam um ano de indenização (...)*” (fl. 238-239).

56. Em desacordo com a proposta apresentada, Joseph Ash, Thomas Ebborn, Peter O’Brien, Charles Putz, John Willot e William Fisher teriam se reunido separadamente e apresentado contraproposta (fls. 245 e 246).

57. No que diz respeito às hipóteses de acionamento do *Severance Package*, de acordo com a manifestação preliminar apresentada por Peter O’Brien (fl. 255-259), a contraproposta destes conselheiros era restringir o pagamento da indenização somente aos casos de alteração da maioria do Conselho de Administração, o que, em uma companhia com dispersão acionária poderia representar uma alteração no poder de controle. Marcio Mello e Wagner Peres, contudo, insistiram que o *Severance Package* deveria ser acionado na hipótese de destituição de quaisquer dos membros do Conselho de Administração.

58. Segundo as manifestações de Charles Putz, Thomas Ebborn e Joseph Ash, durante as negociações do *Severance Package* na reunião de 22.01.2013, Marcio Mello e Wagner Peres teriam afirmado expressamente que não trabalhariam em um ambiente de conflito dentro do Conselho de Administração.

59. Além disso, tanto Marcio Mello quanto Wagner Peres teriam declarado que, caso viessem a se retirar da Companhia, os profissionais que os acompanhavam desde o início também sairiam. Nesse sentido, destaco os seguintes trechos das manifestações destes conselheiros:

“*Eu, inclusive, já havia manifestado meu descontentamento com a situação de instabilidade da Companhia e havia expressado que, se o Conselho de*



Administração ficasse dividido, sairia da Companhia, juntamente com os profissionais que me acompanhavam desde a B[ritish] P[etroleum]” – Wagner Peres (fl. 236)

“*Eu mesmo já havia manifestado minha insatisfação com o período de instabilidade pelo qual passava a Companhia (...)*” – Marcio Mello (fl. 230)

60. Após intensas discussões, ao final da reunião, teria sido adotada solução conciliatória e aprovados os termos gerais a serem refletidos no instrumento de *Severance Package*, no sentido de restringir a hipótese de acionamento do plano a não eleição dos antigos membros do Conselho de Administração, bem como reduzir o valor da indenização devida ao diretor presidente de 4 (quatro) para 3 (três) vezes o valor da sua remuneração anual global (fixa e variável). Teria sido incluída, ainda, a previsão de obrigação de não competição e não solicitação por parte dos beneficiários do plano<sup>19</sup>.

61. Após a reunião do Conselho de Administração de 22.01.2013, a tarefa de elaborar os acordos definitivos foi atribuída ao comitê de remuneração, formado por Joseph Ash, Peter O’Brien e Thomas Ebbert e que contou ainda com a participação de John Willot. Ao longo do mês de fevereiro, e-mails teriam sido trocados entre os membros do comitê e os conselheiros independentes sobre a elaboração de um *term sheet* para o *Severance Package*. Além disso, em 25.02.2013, uma nova minuta elaborada pela administração da HRT teria sido encaminhada a este grupo para comentários, a qual foi discutida pelos conselheiros em teleconferência realizada em 28.02.2013.

62. Em 04.03.2013, foi aprovada a minuta final do *Severance Package*, mas não sem antes ter se verificado uma nova rodada de discussões entre os conselheiros acerca das condições do plano.

63. Discutiu-se novamente a questão da hipótese de acionamento do *Severance Package* em caso de alteração da composição do Conselho de Administração e, nesse

---

<sup>19</sup> A indenização ajustada no *Severance Package* abarcaria também a contraprestação as obrigações de não competição e não solicitação. Contudo, ressalta-se que, quando comparada à indenização fixada nos *Instrumentos de Não Competição* celebrados anteriormente por alguns dos administradores da HRT, notadamente Marcio Mello e Wagner Peres, o valor ajustado no *Severance Package* seria consideravelmente maior, uma vez que considerava não “a última remuneração mensal” recebida pelo administrador, tal como no Instrumento de Não Competição, mas sim a “Remuneração Total Anual”, que considerava não somente a remuneração mensal, como também o bônus anual percebido pelo administrador.

sentido, Marcio Mello e Wagner Peres defenderam que qualquer decisão dos acionistas ao longo dos exercícios de 2013 e 2014 que importasse na alteração da composição do Conselho de Administração deveria constar como hipótese de acionamento do pacote, uma vez que os conselheiros deveriam ter a oportunidade de cumprir os seus mandatos até o final, sem a interferência dos acionistas, não havendo distinção entre antigos membros do Conselho de Administração e os conselheiros eleitos ao final de 2012.

64. Em contrapartida, os conselheiros independentes Thomas Ebborn, Joseph Ash, Peter O'Brien e Charles Putz teriam se recusado a integrar o mecanismo de acionamento do *Severance Package* por entenderem que os acionistas deveriam ter a possibilidade de não os reeleger sem que isso representasse um ônus financeiro para a Companhia, visto que estes conselheiros ocupavam cargos na HRT há poucos meses.

65. Outra questão intensamente debatida nesta ocasião foi a divulgação aos acionistas dos termos do *Severance Package*. Conforme descrito na transcrição dos diálogos mantidos nesta reunião, verifica-se que, na visão dos conselheiros Peter O'Brien e Charles Putz, ao deliberarem a eleição dos membros do Conselho de Administração na Assembleia Geral ordinária marcada para o dia 29.04.2013, os acionistas deveriam ter conhecimento que uma eventual alteração na composição do órgão importaria em obrigação pecuniária substancial para a Companhia.

66. Diante da manifestação contrária de Marcio Mello, Peter O'Brien solicitou a apresentação de opinião legal atestando não ser necessário divulgar aos acionistas as condições do *Severance Package*.

67. Mesmo após a aprovação do plano na reunião de 04.03.2013, a questão da necessidade de divulgação aos acionistas continuou a ser discutida entre os conselheiros. Nesse sentido, em 22 de março de 2013, Peter O'Brien teria encaminhado e-mail a Marcio Mello reiterando a sua solicitação de que fosse apresentado parecer jurídico corroborando o entendimento da administração (fls. 808-810).

68. Nos termos da defesa de Joseph Ash, Thomas Ebborn e Peter O'Brien, o referido parecer, datado de 19.04.2013 (fls. 1614-1616), só teria sido apresentado aos conselheiros em 24.04.2013, dias antes da Assembleia Geral, e, ainda assim, em português (fl. 716)<sup>20</sup>.

---

<sup>20</sup> A versão em inglês do parecer jurídico só teria sido encaminhada aos conselheiros por e-mail em 29.04.2013, isto é, na data de realização da assembleia geral ordinária da HRT.

69. Ao elaborar a proposta da administração a ser apresentada aos acionistas para votação na Assembleia Geral, a administração da HRT, amparada pelo referido parecer legal, limitou-se a incluir referências genéricas ao *Severance Package* (valor estimado de indenização), sem qualquer menção às hipóteses de acionamento do plano.

70. O teor do *Severance Package* também não teria sido divulgado por meio do Formulário de Referência da HRT até a versão apresentada à CVM em 31.05.2013, isto é, posteriormente à Assembleia Geral Ordinária e à reunião do Conselho de Administração de 10.05.2013 que reconheceu o acionamento do pacote.

71. Na Assembleia Geral ordinária, realizada em 29.04.2013, os acionistas deixaram de eleger dois conselheiros indicados na chapa proposta pela administração – William Fisher e Milton Franke – sendo eleitos três novos membros para o Conselho de Administração.

#### **IV.3. SITUAÇÃO OPERACIONAL E REPUTACIONAL DA HRT À ÉPOCA DOS FATOS**

72. Apresentado o panorama geral dos eventos que culminaram com a aprovação do *Severance Package*, em linha com as considerações apresentadas no início deste voto, acredito ser também fundamental para a adequada compreensão da conduta dos acusados a análise de algumas circunstâncias existentes à época dos fatos.

73. Em primeiro lugar, tal como exposto detalhada e reiteradamente nas defesas, a HRT, à época da aprovação do *Severance Package*, enfrentava um momento de crise de credibilidade frente ao mercado e a seus acionistas, visto que a expectativa divulgada pela Companhia, por ocasião de seu IPO, quanto às acumulações de petróleo na Bacia de Solimões, não se concretizou, o que teria influenciado a percepção do mercado quanto ao desempenho da Companhia e, por conseguinte, provocado queda substancial no preço das ações.

74. Diante do insucesso da campanha exploratória na Bacia de Solimões, os esforços da Companhia teriam se voltado para a campanha exploratória da Namíbia.

75. Neste cenário, acionistas relevantes da Companhia começaram a questionar a condução dos negócios e os rumores quanto a uma possível alteração na composição da administração da HRT passaram a ser discutidos não apenas internamente como também em notícias veiculadas pela mídia (fls. 205-211).

76. Além disso, face às exigências impostas pelo Novo Mercado, no sentido de que os cargos de Presidente do Conselho de Administração e Diretor Presidente não fossem ocupados pela mesma pessoa, percebe-se que a alteração no comando da HRT era inevitável e deveria ser conduzida até o início de 2014, razão pela qual, de acordo com as manifestações dos acusados, já havido sido formado comitê para discutir a indicação de um novo nome para ocupar o cargo de Diretor Presidente da Companhia.

77. O descontentamento dos acionistas relevantes da HRT estaria demonstrado no e-mail enviado pelo Diretor executivo do maior acionista da Companhia à época e reencaminhado aos membros do Conselho de Administração (fls.764-765), cujo conteúdo, em tradução livre, era o seguinte:

*“O conselho da HRT precisa se mover rapidamente para selecionar um presidente para conduzi-lo e contratar um diretor executivo que vai gerir competentemente a empresa e prudentemente alocar seu capital. A administração atual chegou a mesma conclusão. Há duas semanas, Marcio entrou em contato com [J.S.] e afirmou que estaria farto e não aguentaria mais, que queria deixar a HRT o mais rápido possível. (...) Após se comprometer a discutir o assunto com o conselho de administração [a indicação de um novo CEO], J.O sugeriu o pagamento de um Golden Parachute a Marcio. (...) [J.S.] afirmou a [J.O.] que estaria disposto a negociar um Golden Parachute se Marcio atuasse como um participante construtivo na transição da nova administração.”* (fl. 764, g.n.)

#### **IV.4. DA APLICAÇÃO DA REGRA DA DECISÃO NEGOCIAL AO CASO CONCRETO**

78. Diante do exposto, considero importante reiterar que não está em discussão a conveniência da aprovação do *Severance Package*. Não há dúvida quanto ao cenário de instabilidade enfrentado pela Companhia ou quanto à adoção de instrumentos de *severance agreement* como mecanismos de retenção de profissionais estratégicos.

79. Também é importante esclarecer que não há qualquer acusação de irregularidade em relação às regras do *Severance Package* aplicáveis ao *Staff Management*, uma vez que para esses profissionais o recebimento da indenização ficaria condicionado à demissão ou exoneração por decisão da Companhia.

80. A discussão, portanto, limita-se à regra aplicável ao *Senior Management*, que conferia a possibilidade de o administrador retirar-se da Companhia voluntariamente

com direito ao recebimento de indenização em caso de alteração do Conselho de Administração<sup>21</sup>.

81. Diante do contexto geral exposto até aqui, pode-se já concluir que a decisão do Conselho de Administração de aprovar o *Severance Package* foi tomada de maneira informada e refletida, haja vista as inúmeras discussões travadas ao longo de dois meses, seja no âmbito das reuniões do Conselho de Administração, seja via correspondências trocadas entre os conselheiros ou, ainda, a partir das considerações expostas pelo comitê de remuneração.

82. Contudo, ao avaliar a participação de determinados membros do Conselho de Administração nos eventos que antecederam a aprovação do *Severance Package*, entendo que o processo de discussão e elaboração do referido plano sofreu a influência de interesses alheios aos da Companhia. A meu ver, tal influência teria sido determinante para de alguma forma afetar as conclusões de vários membros do Conselho de Administração.

83. A princípio, em se tratando de decisão negocial tomada por órgão colegiado composto por maioria de conselheiros independentes, seria razoável presumir que, ainda que houvesse interesses particulares de alguns membros do Conselho na matéria em deliberação, a decisão final refletiria o entendimento dos conselheiros independentes do que seria o melhor interesse da Companhia<sup>22</sup>. No entanto, no presente caso, entendo que tal lógica não se aplica, em virtude justamente da conduta exercida pelos conselheiros interessados ao longo do processo decisório.

84. Desse modo, em razão das circunstâncias específicas deste caso, passo a analisar a conduta de cada um dos acusados à luz da sua efetiva participação na negociação do *Severance Package* e de seu eventual interesse particular na matéria.

---

<sup>21</sup> De acordo com os resultados da pesquisa realizada pelo Hay Group Limited a pedido da administração da HRT (fls. 935-940), normalmente, os instrumentos de *severance agreement* em caso de alteração do controle são acionados mediante a verificação simultânea de duas condições: (i) modificação no poder de controle; e (ii) alteração na “relação de trabalho”. Por sua vez, seriam muito pouco comuns as hipóteses de *severance agreement* cujo acionamento dependesse da verificação de uma única condição, a alteração do controle.

<sup>22</sup> Nesse sentido, vide a manifestação de voto do Ex-Diretor Marcos Pinto no âmbito do PAS CVM nº RJ2007/4476, Dir. Rel. Eli Loria, j. em 12.03.2008, na qual esclareceu que: “*Não custa lembrar – pois os controladores costumam esquecer – que a business judgement rule, acatada em diversos precedentes desta autarquia, também vale para os administradores independentes ou eleitos pelos acionistas minoritários. Digo mais: ela vale com mais força para eles*”.

85. Nessa linha, o grupo I seria composto por Marcio Mello, Wagner Peres e Milton Franke, conselheiros integrantes do *Senior Management* e beneficiários do *Severance Package*. O grupo II seria formado por Joseph Ash, Thomas Ebbert e Peter O'Brien, conselheiros independentes eleitos no final de 2012. Por fim, o grupo III seria composto por John Willot, William Fisher, Carlos Gomes e Elia Shikongo, conselheiros possivelmente ligados à administração da HRT, mas que não eram beneficiários diretos do plano.

Grupo I - Marcio Mello, Wagner Peres e Milton Franke

86. Com relação à participação de Marcio Mello, Wagner Peres e Milton Franke, constata-se que tais conselheiros tinham um interesse direto na aprovação do *Severance Package*, visto que figuravam na lista de beneficiários do plano como integrantes do *Senior Management*, tanto que receberiam a indenização caso decidissem sair por vontade própria dos cargos ocupados na diretoria da HRT, bastando, para tanto, que a proposta da administração para composição do Conselho de Administração não fosse integralmente acolhida pela Assembleia Geral da Companhia.

87. Esclareça-se, inicialmente, que, conforme decidido pelo Colegiado quando da recapitulação jurídica dos fatos (fls. 1632-1643), a existência de interesse particular na matéria por parte dos acusados do Grupo I não importou em impedimento formal de voto, conforme fundamentação da decisão que se encontra transcrita nos itens 60 e 61 do relatório.

88. Em síntese, entendeu-se que como a legislação societária autoriza a participação dos administradores na fixação de sua remuneração específica e considerando que as regras de impedimento de voto devem ser interpretadas restritivamente, concluiu-se, quando da recapitulação jurídica dos fatos, que não havia impeditivo formal para que eles deliberassem sobre a celebração de instrumentos de remuneração indireta.

89. No entanto, como já mencionado, a regra da decisão negocial não é compatível com a situação dos administradores interessados, razão pela qual a observância dos deveres fiduciários não deve ser analisada sob a perspectiva da informação e reflexão, uma vez que o interesse desses administradores na decisão impõe a eles um padrão de diligência bem mais elevado, exigindo-se a demonstração de que a decisão foi estritamente equitativa e razoável considerando os interesses da Companhia.

90. Em analogia ao §1º do art. 156 da Lei nº 6.404/76, entendo que, da mesma forma que um negócio celebrado entre a sociedade e o administrador pode ser realizado desde que as suas bases sejam **razoáveis** e **equitativas**, a participação do conselheiro na deliberação sobre pacote de benefícios que o favoreça de forma especial também é possível, mas ele terá que observar todos os cuidados para que as condições negociadas sejam razoáveis, equilibradas e atinjam os objetivos para os quais se propõem, que, naturalmente, devem atender aos interesses da Companhia.

91. Anote-se que os conselheiros beneficiados poderiam até se abster de votar. Contudo, ao decidirem tomar parte na deliberação, agregaram para a sua atuação forte carga de responsabilidade, de modo que deveriam ter se resguardado de todos os cuidados para que a posição por eles defendida fosse razoável, equilibrada e estritamente benéfica para a HRT, rejeitando, portanto, qualquer condição dúbia que pudesse ser prejudicial à Companhia.

92. Julian Fonseca Peña Chediak analisa essa questão com precisão em artigo jurídico:

*“O administrador, ao não declarar seu impedimento a priori, aumenta o grau de risco por ele assumido. Ao tomar parte da deliberação, ao agir com duplo interesse, o administrador, em termos práticos, aumenta o padrão da diligência que dele se exige (...) [A]o deixar de se declarar impedido o administrador, que repita-se, não está impedido a priori, passa a ter sobre ele o ônus de garantir – e demonstrar – que o negócio realizado com a companhia será para ela benéfico, sob pena de responder pelos eventuais danos causados, ainda que estes superem os benefícios recebidos por ele, administrador, em decorrência do negócio”<sup>23</sup>.*

93. Não foi, contudo, essa a postura adotada por Marcio Mello e Wagner Peres na negociação do *Severance Package*. Esses conselheiros utilizaram sua influência na administração da HRT para fazer prevalecer as condições que atendiam melhor aos seus interesses no que diz respeito a determinados aspectos cruciais do *Severance Package*, em especial as hipóteses de acionamento do plano para os integrantes do *Senior Management*, do qual faziam parte.

---

<sup>23</sup> CHEDIK, Julian Fonseca Peña. O conflito de interesses do administrador de sociedade anônima: uma sugestão de alteração no enfoque do tema, In: *Temas de direito societário e empresarial Contemporâneos*; Coordenação: Marcelo Vieira von Adamek – Malheiros Editores, pág. 407)

94. A partir dos diálogos mantidos nas reuniões do Conselho de Administração constata-se que Marcio Mello e Wagner Peres atuaram robusta e agressivamente para garantir a manutenção da composição integral do Conselho de Administração tal como ela se encontrava antes da Assembleia Geral de 29.04.2013, bem como assegurar que, caso isso não ocorresse, os diretores integrantes do *Senior Management*, o que incluía eles próprios, poderiam deixar voluntariamente a Companhia recebendo indenização proporcional ao montante da sua remuneração anual global.

95. A postura de Marcio Mello evidencia que o acusado enxergava a Companhia como um “feudo” seu, como se extrai de sua manifestação em uma das reuniões do Conselho de Administração: “*Eu não quero ser um executivo de uma empresa qualquer um vem aqui e muda meu Conselho antes do mandato*” (fl. 1578, v – g.n.). Tal postura vai manifestamente de encontro ao que se espera de um administrador de companhia aberta, cujos deveres fiduciários impõem atuação que preze prioritariamente pela proteção da companhia e dos acionistas, ficando os interesses do próprio administrador em segundo plano.

96. Pelo que foi estipulado, a composição do Conselho ficaria como que petrificada conforme os interesses do Diretor Presidente da Companhia, que de forma nitidamente autoritária recusava-se a aceitar qualquer alteração no Conselho de Administração pelos acionistas. Por essa razão, a Acusação entendeu que o gatilho aprovado para o *Senior Management* conferiria “*contornos de blindagem*” ao Conselho de Administração.

97. Não há, definitivamente, como se considerar equilibrada e razoável a hipótese de acionamento prevista para o *Senior Management* segundo a qual a mera alteração de um único membro do Conselho de Administração autorizaria o pagamento de indenização correspondente a duas ou três vezes a remuneração anual global do administrador, ainda que este último decidisse retirar-se por vontade própria do cargo de direção.

98. Ao estabelecer tal gatilho para o grupo do *Senior Management*, e, mais do que isso, permitir o pagamento da indenização ao seu beneficiário ainda que a retirada se desse por iniciativa própria, favoreceu-se a saída destes Administradores na hipótese de alteração de um único membro do Conselho de Administração.

99. Cumpre ressaltar que, mesmo antes da aprovação do *Severance Package*, Marcio Mello e Wagner Peres já teriam demonstrado a intenção de deixar a Companhia, como



se pode verificar no e-mail transcrito no item 77 acima e na manifestação preliminar apresentada por Wagner Peres (fls. 235-237)<sup>24</sup>.

100. Desse modo, em que pese não se possa afirmar que a decisão de renunciar a seus cargos executivos já tivesse sido tomada quando das discussões sobre o *Severance Package*, tudo indica que Marcio Mello e Wagner Peres já enxergavam a hipótese de saída da Companhia como uma conjuntura de razoável probabilidade.

101. Verifica-se, portanto, que a questão da mudança de controle, que, em tese, teria sido o estopim para a discussão do *severance agreement*, ficou em segundo plano nas argumentações apresentadas por Wagner Peres e Marcio Mello, que construíram um discurso no sentido de que o Conselho de Administração da HRT deveria se manter petrificado, isto é, totalmente coeso e alinhado.

102. Como o acionamento do gatilho do *Severance Package* ocorreria mesmo no caso de alteração de um único membro do Conselho de Administração, entendo que nem ao menos em tese as condições aprovadas para o *Senior Management* estavam aptas a atingir o propósito declaradamente pretendido pela Administração da Companhia de retenção dos executivos estratégicos da HRT<sup>25</sup>, razão pela qual o valor pago em razão do *Severance Package* não representaria para a Companhia um investimento para a manutenção de profissionais, mas sim uma indenização atribuída livremente a administradores como compensação à sua saída, ainda que voluntária.

103. Ademais, considerando que, por si só, as condições ajustadas para o *Senior Management* não favoreciam a permanência dos diretores beneficiados, a única alternativa para garantir que o *Severance Package* pudesse promover a retenção de profissionais estratégicos seria assegurar que as suas condições fossem conhecidas pelos acionistas da HRT antes da eleição dos membros do Conselho de Administração.

---

<sup>24</sup> Em manifestação apresentada em 30.07.2013, Wagner Peres afirmou que “*Eu, inclusive, já havia manifestado meu descontentamento com a situação de instabilidade da Companhia e havia expressado que, se o Conselho de Administração ficasse dividido, sairia da Companhia, juntamente com os profissionais que me acompanhavam desde a BP*” (fl. 237).

<sup>25</sup> De acordo com as informações constantes do Termo de Acusação elaborado pela SEP, além de Marcio Mello e Wagner Peres, em 07.06.2013 outros dois diretores (M.E.R.A. e C.T.A.) teriam renunciado a seus cargos na administração da HRT e recebido a indenização ajustada no *Severance Package*. Desta forma, na prática, constata-se que o referido plano não impediu a saída de quatro dos seis integrantes do *Senior Management*.

104. No entanto, conforme diálogos mantidos na reunião de 04.03.2013, Marcio Mello defendeu fortemente a não divulgação dos gatilhos do *Severance Package* aos acionistas da Companhia, o que agravou ainda mais a sua conduta, visto que ele não somente interveio no direito dos acionistas de votarem informada e refletidamente sobre matéria cuja competência principal é da Assembleia Geral, como também inviabilizou a função que o pacote poderia desempenhar de desestimular a alteração do Conselho de Administração.

105. Se o objetivo do *Severance Package* era reter determinados profissionais estratégicos, e se qualquer alteração na composição do Conselho de Administração acionaria o gatilho para o *Senior Management*, não há dúvida de que os acionistas deveriam ter ciência das consequências que decorreriam de sua decisão, para que pudessem ponderar entre a não alteração do Conselho de Administração e o risco de assumir o custo das indenizações decorrentes do acionamento do *Severance Package*.

106. Diante do sigilo defendido por Marcio Mello<sup>26</sup>, não havia, sequer em tese, como o *Severance Package* promover a retenção dos executivos da Companhia, visto que a hipótese de acionamento que buscava estimular a manutenção do Conselho de Administração só produziria esse efeito se os acionistas tivessem ciência que o pagamento da indenização estava fortemente condicionado a não eleição de um dos conselheiros indicados na chapa da administração<sup>27</sup>.

107. No entanto, mais importante do que a regra em si, que já seria bem problemática, chama atenção a postura adotada por Marcio Mello e Wagner Peres nas discussões do *Severance Package* no sentido de impor a posição que os beneficiaria de forma especial.

108. Esses dois acusados, posicionando-se contra a proposta formulada pelos conselheiros independentes, forçaram a prevalência de sua posição e, para tanto, ameaçaram retirar-se da Companhia e influenciar a saída de profissionais estratégicos, o que inviabilizaria a campanha exploratória da Namíbia, com gravíssimas consequências para a HRT.

---

<sup>26</sup> Nem se alegue que haveria um parecer jurídico sustentando essa posição, uma vez que o parecer só foi emitido posteriormente, às vésperas da assembleia.

<sup>27</sup> Além disso, ao não divulgar os detalhes do *Severance Package*, a Assembleia Geral ficou impedida de analisar os seus termos, inclusive com a possibilidade de alteração das regras, uma vez que, como já exposto no capítulo II, cabe à assembleia o poder principal no que se refere à fixação de todos os benefícios a que fazem jus os administradores.

109. Nesse sentido, afigura pertinente citar os seguintes trechos das manifestações de dois conselheiros independentes sobre a postura adotada por Marcio Mello e Wagner Peres para fazer prevalecer suas posições sobre o tema em discussão:

*“Quem a apresentou e defendeu durante a reunião foi o então Presidente do Conselho e da Empresa, contando com o apoio do Conselheiro Wagner Peres, o qual argumentou que a proposta deveria ser aprovada, inclusive ameaçando renunciar se ela não fosse” – Charles Putz (fl. 238)*

*“Durante as negociações sobre o Severance Package com o Conselho de Administração na reunião de 22 de janeiro, por mais de uma vez Márcio Mello, Diretor Presidente e Presidente do Conselho de Administração na época, demonstrou sua insatisfação com a situação e manifestou a vontade de deixar a Companhia, juntamente com sua equipe. Wagner Peres, o Diretor Presidente da HRT America e responsável pela perfuração na Namíbia, também disse que deixaria a Companhia com os profissionais que o acompanharam desde a BP se o Conselho De Administração estivesse dividido. Estas situações foram consideradas pelo Conselho de Administração durante a análise do Severance Package” – Peter O’Brien (fl. 258)*

*“No fim, o Conselho de Administração conseguiu negociar os termos do Severance Package, mas a ameaça de demissão da administração sênior foi uma das principais preocupações quando se negociou a estrutura do Severance Package na reunião ocorrida no dia 22 de janeiro.” - Manifestação do CA em resposta ao CF, que foi subscrita por John Willot e Milton Franke (fl. 328)*

110. Vindo de outros membros do Conselho de Administração talvez essa alegação não exercesse maior influência sobre a decisão do órgão colegiado e, por conseguinte, não tivesse relevância para o julgamento do presente processo.

111. No entanto, em razão dos cargos ocupados por Wagner Peres e Marcio Mello na administração da Companhia e da influência que estes conselheiros exerciam sobre outros profissionais ligados à HRT, até mesmo em razão da posição de Marcio Mello como um dos fundadores da Companhia, essa narrativa determinou o rumo das “negociações”, a ponto de levar outros conselheiros a abandonarem as suas posições iniciais para adotar uma “solução conciliatória”.

112. O que vemos, nesse contexto, são conselheiros que, apesar de notadamente interessados na questão a ser deliberada, não apenas deixaram de adotar as cautelas para que a sua decisão se desse no melhor interesse da Companhia, em condições estritamente equilibradas e razoáveis, mas, para além disso, e com maior gravidade, que pressionaram os demais conselheiros sob o argumento de que sairiam da HRT e estimulariam uma “debandada” coletiva dos profissionais estratégicos que haviam trazido para a Companhia, caso não prevalecessem as regras que os beneficiavam.

113. Desta forma, percebe-se, no presente caso, que, ao deliberarem sobre a celebração do *Severance Package*, os demais conselheiros desinteressados tiveram que ponderar outros elementos, alheios às condições contratuais, que, conforme alegado pelos acusados, influíram de forma decisiva nos termos finais do *Severance Package*, uma vez que teriam sido levados a adotar condições conciliatórias que refletiam preocupação com a ameaça, realizada por Marcio Mello e Wagner Peres, de debandada conjunta de profissionais estratégicos em momento extremamente delicado para a HRT.

114. Na tentativa de demonstrar a razoabilidade e a equidade do *Severance Package*, Marcio Mello e Wagner Peres alegam reiteradamente que o fato de o referido pacote ter sido aprovado por dez dos onze conselheiros de administração da HRT seria suficiente para demonstrar a sua adequação aos interesses sociais e que, ainda que tais conselheiros interessados tivessem se absterido de votar, o *Severance Package* teria sido aprovado.

115. Ocorre que, sem a pressão exercida por Mello e Wagner, os termos e condições negociados pelo Conselho de Administração poderiam ter sido muito diferentes. Ao que tudo indica, a decisão provavelmente se aproximaria da proposta inicialmente apresentada pelos Conselheiros independentes durante a reunião de 22.01.2013. Assim, a meu ver, a conduta de Marcio Mello e Wagner Peres foi fundamental para determinar o resultado final desta deliberação.

116. Por essas razões, concluo que Marcio Mello e Wagner Peres violaram gravemente o dever fiduciário imposto pelo art. 154 da Lei nº 6.404/76, uma vez que, além de não atuarem de modo a garantir o estrito equilíbrio e razoabilidade das regras do *Severance Package* (aplicação por analogia do §1º do art. 156 da Lei nº 6.404/76), os acusados ainda pressionaram os demais conselheiros desinteressados para aprovarem as

condições por eles defendidas e para que as condições do *Severance Package* não fossem divulgadas aos acionistas<sup>28</sup>.

117. Com relação a Milton Franke, entendo que a sua atuação nos fatos relacionados ao presente processo é distinta da conduta dos demais conselheiros interessados, uma vez que não há elementos nos autos que demonstrem que ele interveio de modo a influenciar os demais Conselheiros a aprovar as condições do *Severance Package*.

118. Ainda assim, o comportamento demonstrado por Milton Franke ao longo das discussões não se adéqua ao padrão de conduta esperado de um administrador interessado (*entire fairness*), uma vez que ele sequer tentou discutir as cláusulas do *Severance* a fim de extirpar as condições que favoreciam de forma desproporcional o *Senior Management*, bem como garantir sua adequada publicidade.

119. Enquanto no caso de Marcio Mello e Wagner Peres o descumprimento dos deveres fiduciários impostos aos conselheiros decorre de uma conduta comissiva no sentido de intervir no processo decisório com o objetivo de defender interesses particulares, no que diz respeito a Milton Franke tal violação advém de uma conduta omissiva do conselheiro, que não atuou de forma a tentar garantir cuidadosa harmonização das cláusulas do *Severance Package* aos interesses da Companhia.

120. O não exercício do direito de receber a indenização<sup>29</sup> também não o exime de responsabilidade, enquanto conselheiro interessado, pela violação ao dever de agir de modo a assegurar a estipulação de condições estritamente equitativas e razoáveis no melhor interesse da Companhia, visto que o que está em discussão no presente processo é a aprovação do *Severance Package* e não o recebimento da indenização ajustada no

---

<sup>28</sup> Ressalto que o fato de Marcio Mello e Wagner Peres renunciarem a seus cargos na direção executiva da HRT durante a reunião do Conselho de 10.05.2013 e, por conseguinte, receberem a indenização ajustada no *Severance Package* não é relevante para o desfecho do presente processo, visto que o que está em análise neste caso é a conduta dos acusados durante o processo decisório que resultou na aprovação do *severance agreement*. Por essa razão, não obstante a argumentação apresentada por Marcio Mello e Wagner Peres em suas defesas, não convém analisar os motivos que teriam fundamentado os pedidos de renúncia apresentados pelos acusados. Isso não significa, contudo, que os benefícios auferidos pelos acusados em decorrência da aprovação do *Severance Package* não devam ser considerados na fixação da penalidade a ser atribuída, conforme será exposto em capítulo específico.

<sup>29</sup> Nos termos do aditamento à defesa apresentado por Milton Franke em 22.03.2017 (fls.1743-1768), o acusado teria renunciado aos direitos decorrentes do *Severance Package* em razão da celebração de um novo acordo com a Companhia (*Management Agreement*), cujas condições substituiriam os termos do *Severance Agreement*, em especial àquelas relacionadas à compensação do acusado por sua permanência na direção da HRT.

referido pacote. Tal circunstância, no entanto, será considerada na dosimetria da pena a ser aplicada a Milton Franke.

Grupo II - Joseph Ash, Thomas Ebborn e Peter O'Brien

121. Por sua vez, e de acordo com os elementos constantes dos autos, pode-se afirmar que Joseph Ash, Thomas Ebborn e Peter O'Brien eram conselheiros independentes e não possuíam interesse no *Severance Package*, tanto que não há nenhuma discussão sobre o tema ou mesmo afirmação em contrário da Acusação, razão pela qual dúvida não há que a atuação destes conselheiros deve ser analisada sob a perspectiva da *business judgement rule*,

122. Quanto à participação destes acusados na aprovação do pacote de benefícios, a SEP limitou-se a sustentar que tais conselheiros teriam abandonado a posição inicialmente defendida quanto às condições do *Severance Package*, especialmente no que se refere às hipóteses de acionamento dos “gatilhos” para recebimento da indenização pelos integrantes do *Senior Management* e à divulgação dos detalhes do pacote para os acionistas, curvando-se, assim, à posição defendida por Marcio Mello e Wagner Peres.

123. A área técnica reconhece que esses conselheiros teriam atuado para adaptar a proposta defendida por Marcio Mello e Wagner Peres, de modo a reduzir os benefícios conferidos aos integrantes do *Senior Management*.

124. Diante do conteúdo dos e-mails encaminhados por estes conselheiros e dos questionamentos por eles levantados ao longo das discussões, afigura-se, de fato, curioso que eles tenham abandonado a sugestão inicial de limitar o acionamento do gatilho do plano à hipótese de alteração da maioria da composição do Conselho de Administração, o que estaria em linha, inclusive, com a finalidade inicialmente declarada para adoção do *severance agreement*.

125. Ocorre que, avaliando as circunstâncias que envolviam a Companhia naquele momento, especialmente as ameaças realizadas por Marcio Mello e Wagner Peres para o caso de o *Severance Package* não ser aprovado nos termos por eles defendidos, concluo que, ainda que se entenda que os termos e condições que prevaleceram para o *Senior Management* não teriam sido os mais adequados aos interesses da Companhia por uma perspectiva lógico-abstrata, não seria razoável julgar os acusados sem atentar

para o ambiente real que vivenciavam no calor das discussões, considerando inclusive as idiosincrasias e pressões que os levaram a avaliar os diferentes cenários que poderiam advir de um impasse com os Conselheiros que cumulavam os cargos de Diretor Presidente da HRT e da HRT América.

126. Nesse contexto, não se pode desconsiderar que a HRT encontrava-se em um momento bastante sensível, visto que, após sucessivos fracassos na busca de poços de petróleo, apostava sua sorte na campanha exploratória da Namíbia, de forma que a saída conjunta de dois executivos importantíssimos (Diretores Presidentes da HRT e da HRT América), que tinham forte ascendência sobre os principais técnicos da Companhia, poderia gerar uma debandada coletiva de profissionais estratégicos, com potencial para causar sérios prejuízos à Companhia.

127. Importante observar que, conforme informado pelos acusados<sup>30</sup>, o gasto da HRT naquele momento da campanha exploratória era de aproximadamente 1.3 milhão de dólares por dia, sendo certo, portanto, que atrasos no cronograma provocariam severos prejuízos à Companhia. De acordo com o exposto pelos acusados, as multas pecuniárias por descumprimento de contratos celebrados entre a Companhia e prestadores de serviços ou fornecedores poderiam até mesmo superar o montante que, eventualmente, seria desembolsado pela HRT em razão do *Severance Package*.

128. Assim, a rejeição das condições defendidas ferrenhamente por Marcio Mello e Wagner Peres levaria os Conselheiros do Grupo II a assumir o risco de perder o capital humano fundamental para a condução das atividades sociais, especialmente naquele momento crucial pelo qual passava a campanha exploratória da Namíbia, o que, de acordo com os acusados, teria sido considerado em suas ponderações acerca da decisão mais benéfica para a Companhia a ser adotada naquelas circunstâncias específicas.

---

<sup>30</sup> Nos termos da defesa apresentada por Joseph Ash, Thomas Ebbert e Peter O'Brien (fls. 704-705), os investimentos na campanha da Namíbia montavam em torno de US\$ 1.300.000,00 (um milhão e trezentos mil dólares) ao dia, razão pela qual um atraso de uma semana na campanha poderia resultar em perdas de mais de US\$ 9.000.000,00 (nove milhões de dólares) ou mais de US\$ 18.000.000,00 (dezoito milhões de dólares), de acordo com a taxa de câmbio à época da negociação do *Severance Package*.

129. Conforme conceito estudado e desenvolvido por Max Weber<sup>31</sup>, as condutas humanas podem ser analisadas sob a perspectiva da “ética da convicção” ou da “ética da responsabilidade”, podendo-se dizer, *grosso modo*, que neste último caso o agente considera não somente o que seria certo em abstrato, mas todas as possíveis consequências decorrentes de sua ação.

130. Ressalvadas as situações que envolvam ilegalidade, não se pode censurar a decisão ponderada de um Administrador que busca evitar um “mal maior” diante das circunstâncias existentes naquele momento, ainda que, em termos abstratos e absolutos, a decisão possa não ser a melhor possível.

131. Nesse sentido, acolho as razões de defesa apresentadas por Joseph Ash, Thomas Ebborn e Peter O’Brien, no sentido de que, em vista da conduta de Marcio Mello e Wagner Peres, os acusados estavam diante de duas opções: votar contrariamente ao *Severance Package* e arriscar perder profissionais estratégicos da HRT em um momento delicado da campanha exploratória da Namíbia, ou adotar solução conciliatória de modo a assimilar parcialmente as propostas de Marcio Mello e Wagner Peres para o *Severance Package*, e assim tentar evitar uma retirada imediata desses diretores e de profissionais a eles ligados.

132. Diante destas duas opções, tais conselheiros tomaram a decisão que, naquele momento, de posse das informações disponíveis à época e da situação em que se encontrava a Companhia, entenderam ser a mais adequada aos interesses sociais, não cabendo à CVM criticar, *a posteriori*, essa posição<sup>32</sup>, tendo em vista que, como já exposto, essa decisão foi informada, refletida e desinteressada.

---

<sup>31</sup> Em seu “*Metodologia das Ciências Sociais*”, Max Weber introduz essa questão nos seguintes termos: “Mas também no setor da ação pessoal há problemas fundamentais, de caráter especificamente ético, que a ética não pode resolver com as suas próprias premissas. A estes pertence, sobretudo, a pergunta fundamental: se o valor próprio da ação ética – a vontade ‘pura’ ou a ‘mentalidade’, como é habitual denominá-la – deve ser unicamente suficiente para a sua justificação, seguindo a máxima ‘o cristão age justamente e remete a Deus os efeitos do seu agir’, como foi formulada por certos éticos cristãos. Ou se, diferentemente, é preciso levar em consideração a responsabilidade referente às consequências da ação que podem ser previstas como possíveis e prováveis, determinadas pela inserção desta num mundo eticamente irracional. Do primeiro postulado parte toda posição política revolucionária, em especial o chamado ‘sindicalismo’; do segundo, toda a política realista. Ambas as posturas se baseiam em máximas éticas. Mas estas máximas se encontram num eterno conflito, insolúvel com os recursos de uma ética que se baseie em si mesma.” (Cortês Editora, 5ª ed, 2016, pag. 527)

<sup>32</sup> Nesse sentido, Luiz Antonio de Sampaio Campos aborda com precisão a dificuldade de se analisar, *ex post*, as condições de uma decisão negocial: “*Há diversas razões para que o Poder Judiciário – ou mesmo os juízes administrativos – não interfiram no mérito das decisões tomadas pelos administradores, especialmente quando esse juízo se dá ex post. Destaca-se a dificuldade em se reproduzir o contexto em que a decisão foi tomada, notadamente as pressões presentes à época, o tempo e as informações*



133. A busca do melhor interesse da Companhia fica evidenciada pelo empenho adotado por Joseph Ash, Thomas Ebborn e Peter O'Brien na avaliação do que seria o melhor interesse da HRT e no sentido da mitigação de alguns benefícios inicialmente defendidos por Marcio Mello e Wagner Peres.

134. Esse grupo de conselheiros também insistiu reiteradamente para que fosse dada **publicidade** aos termos do *Severance Package*, o que, como já exposto nos itens 107-110, permitiria que o pacote tivesse a chance de desempenhar o papel originalmente pretendido de desestimular a destituição de administradores estratégicos.

135. O embate sobre esse tema foi tão intenso que os conselheiros do Grupo II exigiram a apresentação de opinião legal corroborando a decisão da administração executiva da HRT de não divulgar os termos do *Severance Package*. Inusitadamente, a referida opinião legal, emitida por renomado escritório de advocacia, defendeu que a divulgação das hipóteses de acionamento do *Severance Package* poderia afetar a liberdade de voto dos acionistas – que poderiam ficar inclinados a manter a composição do Conselho em virtude das regras do pacote – de modo que, pela perspectiva do parecer, o voto adequado seria aquele que ignorasse as consequências que dele poderiam advir.

136. De qualquer forma, não se pode exigir que conselheiros, ainda mais sendo estrangeiros, discordassem de uma opinião legal proferida por escritório especializado e reconhecido, do que se conclui que a decisão quanto a não divulgação dos detalhes do *Severance Package*, após muitos debates, reflete claramente uma posição refletida e informada.

137. Destarte, em relação aos conselheiros do Grupo II, não tenho dúvida em concluir que eles decidiram de maneira informada, refletida e desinteressada, de modo que lhes socorre a regra da decisão negocial, impondo-se a absolvição desses conselheiros.

---

*disponíveis no momento da tomada da decisão, além da própria visão peculiar do administrador a respeito do negócio, da prioridade e relevância da decisão e do impacto nos negócios sociais”* (CAMPOS, Luiz Antonio de Sampaio. Deveres e Responsabilidades. In. LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Direito das Companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2009. p.1104-1105).

Grupo III - John Willot, William Fisher, Carlos Gomes e Elia Shikongo

138. No que diz respeito aos integrantes do Grupo III, a área técnica sustenta que tais conselheiros mantinham uma ligação com a administração executiva da HRT, em especial com o Diretor Presidente, de modo que “a ‘independência’ desses conselheiros em relação aos interesses do fundador da Companhia, Márcio Mello, poderia restar prejudicada” (fl. 445).

139. A falta de independência decorreria do fato de tais conselheiros reelegerem-se por meio da chapa proposta pela administração executiva da HRT para composição do Conselho de Administração<sup>33</sup>, o que, segundo a acusação, evidenciaria que eles se beneficiavam da política de remuneração adotada pela Companhia nos últimos anos.

140. Quanto à independência dos membros do Conselho de Administração, esclareça-se, inicialmente, que todos os conselheiros, não importando o sistema de voto pelo qual foram eleitos (seja por voto do acionista controlador, seja por voto múltiplo ou votação em separado) devem sempre, por determinação legal, atuar de forma independente na busca dos interesses da companhia (art. 154, §1º, da Lei nº 6.404/76).

141. Assim, ainda que a acusação apresentasse elementos suficientes a comprovar uma vinculação dos conselheiros do Grupo III à administração executiva da HRT, tais conselheiros ainda estariam sujeitos aos mesmos deveres fiduciários impostos aos administradores em geral, razão pela qual caberia à Acusação demonstrar, de forma consistente, que a isenção desses acusados estaria comprometida.

142. No entanto, entendo que os indícios apontados pela SEP são muito tênues para afastar a presunção de independência desses acusados, tendo em vista que não foi apresentado nenhum elemento substancial que pudesse demonstrar que eles atuaram subordinados aos interesses de Márcio Mello e Wagner Peres, em detrimento dos interesses sociais.

143. O recebimento de remuneração pelos conselheiros não pode, de forma alguma, ser considerado indício de falta de independência dos acusados, visto que a própria

---

<sup>33</sup> De acordo com as informações divulgadas na versão 10 do formulário de referência da HRT apresentado em 19.02.2013, John Willot e William Fisher figuravam no quadro de membros do conselho de administração desde 31.08.2010, enquanto Carlos Gomes teria ocupado o cargo durante um único mandato entre 27.04.2011 e 29.04.2013 e Elías Shikongo teria sido eleito em 01.10.2012.

Lei nº 6.404/76, em seu art. 152, *caput*, prevê a fixação de remuneração a ser paga aos administradores em razão das funções desempenhadas na companhia.

144. Também não foi apresentado nenhum elemento pela área técnica que evidenciasse que a remuneração dos conselheiros do Grupo III teria sido fixada em patamar remuneratório diferenciado. A princípio, o mesmo plano de remuneração aplicado aos conselheiros do Grupo III incidia sobre todos os membros do Conselho de Administração.

145. Ademais, não cabe à área técnica avaliar a adequação do plano remuneratório adotado pela HRT ou o seu desalinhamento com o retorno financeiro obtido pelos acionistas, especialmente se considerarmos que a remuneração global dos administradores é fixada pela própria Assembleia Geral e não pelos conselheiros.

146. O fato de John Willot e William Fisher figurarem como conselheiros antes mesmo do IPO da HRT também não poderia ser indicativo de que eles estariam atuando com a finalidade de favorecer o Diretor Presidente à custa do melhor interesse da Companhia.

147. A circunstância de os acusados integrarem a chapa proposta pela administração para composição do Conselho de Administração tampouco se afigura relevante, até mesmo porque tal indicação somente os beneficiaria, incentivando suas reeleições, se o gatilho do *Severance Package* tivesse sido divulgado aos acionistas, o que não ocorreu<sup>34</sup>.

148. Assim, nenhum dos elementos apresentados pela acusação foi suficiente para comprovar que os conselheiros do Grupo III atuaram considerando algum interesse particular ou interesses de outros conselheiros a eles ligados, de modo que a proteção conferida pela *business judgment rule* também lhes deverá ser aplicada, restando verificar, portanto, se eles agiram de maneira informada e refletida.

149. Nessa linha, verifica-se que, muito embora os conselheiros do Grupo III não tenham apresentado uma postura tão ativa e questionadora quanto os conselheiros do Grupo II, não há como afirmar que os acusados não avaliaram as condições do *Severance Package* com base nos questionamentos e informações apresentados por outros conselheiros ao longo das reuniões do Conselho de Administração.

---

<sup>34</sup> Como exposto anteriormente, ao votarem na assembleia geral realizada em 29.04.2013, os acionistas não tinham conhecimento das hipóteses de acionamento do *Severance Package*.

150. Importante também esclarecer que, dentro do Grupo III, os conselheiros John Willot e William Fisher tiveram uma postura mais ativa na discussão do pacote de indenização, visto que, conforme demonstrado nos autos, em conjunto com os conselheiros do Grupo II e Charles Putz, teriam se reunido separadamente na reunião do Conselho de Administração de 22.01.2013 para apresentar contraproposta à minuta de *severance agreement* apresentada pela administração da HRT.

151. Além disso, John Willott participou das discussões conduzidas pelo comitê de remuneração acerca dos termos e condições finais do *Severance Package*.

152. Com relação a Carlos Gomes e Elias Shikongo, cuja participação efetiva nos eventos que precederam à aprovação do *Severance Package* pode ser considerada nebulosa, entendo, contudo, que não há elementos suficientes para afirmar que eles teriam deixado de atuar de maneira informada e refletida, uma vez que, a princípio, teriam se valido das informações fornecidas nas reuniões do Conselho de Administração e dos documentos apresentados ao órgão pela administração executiva.

153. Do exposto, entendo que a acusação não se desincumbiu do ônus de comprovar que os acusados agiram de modo a favorecer os conselheiros interessados em detrimento do melhor interesse da Companhia, de modo que não se pode afastar a proteção conferida pela *business judgment rule*, impondo-se, destarte, a absolvição dos conselheiros John Willot, William Fisher, Carlos Gomes e Elia Shikongo, pelas mesmas razões expostas em relação aos acusados do Grupo II.

## **V. DOSIMETRIA DA PENA**

154. Na fixação da penalidade a ser aplicada a Marcio Mello, Wagner Peres e Milton Franke devem ser considerados os seguintes elementos: (i) a diferença na postura adotada por cada um dos acusados nas discussões que antecederam à aprovação do *Severance Package*; (ii) a gravidade de suas condutas; e (iii) a postura de cada um após a não recondução integral dos conselheiros indicados pela Administração.

155. Com relação a Marcio Mello e Wagner Peres, entendo que a conduta dos acusados nos eventos que ensejaram a aprovação do *Severance Package*, bem como após o acionamento do “gatilho” na AGO de 29.04.2013, foi bastante grave.

156. A postura por eles adotada não somente se afasta do padrão esperado de um conselheiro interessado, como também evidencia uma atuação em desvio de poder, visto que tais conselheiros ameaçaram sair da HRT, juntamente com profissionais estratégicos em relação aos quais possuiriam ascendência, caso não fosse aprovado o pacote tal como por eles defendido, utilizando, assim, esse poder de influência para pressionar os demais conselheiros a aprovar as condições que melhor lhes favoreciam.

157. Não bastasse a gravidade da conduta de Marcio Mello e Wagner Peres, que, por si só, já seria suficiente para justificar a imposição de penalidade severa, deve-se considerar ainda que, em razão de sua intervenção na negociação das condições do *Severance Package*, tais conselheiros auferiram, à custa do patrimônio da Companhia, benefícios financeiros diretos a título de indenização.

158. Conforme posição defendida em voto proferido no PAS CVM nº RJ2015/9909 (julgado nesta data<sup>35</sup>), entendo que, quando viável, o critério mais adequado para a fixação da penalidade é aquele previsto no art. 11, §1º, inciso III, da Lei nº 6.385/76<sup>36</sup>, uma vez que, além de ser proporcional à gravidade da conduta, exerce um maior e mais adequado efeito dissuasório, não somente sobre o infrator como também sobre os demais agentes do mercado passíveis de incorrer no mesmo ilícito.

---

<sup>35</sup> Nesse sentido, destaco o seguinte trecho do voto proferido no âmbito do referido PAS: “*Quanto à dosimetria da pena, entendo que, em casos como o presente, em que o acusado realiza operação fraudulenta para obter benefício financeiro para si ou para outrem em conluio, o critério mais adequado para aplicação da multa é o do art. 11, § 1º, III, da Lei 6.385/76, pois a vinculação da pena ao benefício auferido ou prejuízo evitado é mais proporcional e ajustada à finalidade dissuasória da penalidade, uma vez que o risco de o infrator ter que devolver até três vezes o benefício irregular configura um efetivo desestímulo econômico à realização da irregularidade. Nessa linha de raciocínio, apenas quando a multa é superior ao benefício auferido o efeito dissuasório da pena torna-se efetivo, tanto para o punido como para os demais agentes que eventualmente estejam inclinados à realização de irregularidades, uma vez que, também pela perspectiva econômica, passa a ser desvantajosa a atuação irregular. (...) Quando à extensão do conceito de benefício auferido, reitero a posição por mim adotada no PAS CVM nº 03/2012, quando afirmei que, para sua apuração, deve ser considerado tanto o benefício recebido diretamente pelo acusado como por terceiros que estejam em conluio com ele: (...)89. De fato, caso a regra fosse interpretada apenas como o benefício auferido pelo próprio acusado, estar-se-ia adotando exegese que seria incompatível com o objetivo da norma e que estimularia a realização de operações irregulares que beneficiassem terceiros relacionados ou em conluio, o que não entendo ser o posicionamento mais adequado.*” (fl. 20).

<sup>36</sup> Art. 11. A Comissão de Valores Mobiliários poderá impor aos infratores das normas desta Lei, da lei de sociedades por ações, das suas resoluções, bem como de outras normas legais cujo cumprimento lhe incumba fiscalizar, as seguintes penalidades:: (...)

II - multa; (...)

§ 1º-A multa não excederá o maior destes valores:

III - três vezes o montante da vantagem econômica obtida ou da perda evitada em decorrência do ilícito. (...)

159. No caso, contudo, a aferição da vantagem econômica percebida pelos acusados em razão de sua conduta não se revela possível, uma vez que, por terem sido celebrados anteriormente Instrumentos de Não Competição individuais entre Marcio Mello, Wagner Peres e a Companhia<sup>37</sup>, não seria possível aferir a diferença entre o montante pago a título de indenização pelo *Severance Package* e o valor que receberiam com base no Instrumento de Não Competição caso o *Severance* não houvesse sido aprovado.

160. Acrescenta-se, ainda, que, após todas as discussões envolvendo os valores devidos a Marcio Mello e Wagner Peres, foram celebrados “*Instrumentos de Transação Extintiva e Preventiva de Litígios*”<sup>38</sup>, por meio dos quais as partes chegaram a um acordo final, encerrando os litígios<sup>39</sup> envolvendo o *Severance Package* e o Instrumento de Não Competição, o que dificultaria ainda mais a aferição da vantagem econômica obtida, justamente por não se ter conhecimento das bases em que foram negociados os acordos.

161. Assim, tendo em vista a impossibilidade de determinação do benefício auferido por Marcio Mello e Wagner Peres, mas considerando a gravidade de suas condutas e o grau de influência por eles exercido na negociação do *Severance Package* e na decisão de não divulgar as condições do pacote aos acionistas, voto pela aplicação de **multa pecuniária no valor R\$ 450.000,00 (quatrocentos e cinquenta mil reais) para cada um.**

162. No que diz respeito a Milton Franke, não há evidências de que ele tenha pressionado os demais membros do Conselho para influenciar a aprovação das condições que lhe beneficiassem. Por outro lado, o acusado não teve uma postura ativa

---

<sup>37</sup> Em 03.09.2012, Marcio Mello e Wagner Peres celebraram “*Instrumentos Particulares de Não Competição*” com a HRT, nos termos dos quais os acusados assumiram obrigação de não competição pelos períodos de 36 (trinta e seis) meses e 24 (vinte e quatro) meses, respectivamente, recebendo, em contrapartida, indenização proporcional à remuneração mensal que receberiam pelo período de não competição.

<sup>38</sup> Em 13.05.2014, o Conselho de Administração da HRT aprovou a celebração de acordo com Marcio Mello e Wagner Peres. Nesta mesma data, foram firmados os “*Instrumentos de Transação Extintiva e Preventiva de Litígios*”, encerrando as disputas existentes entre a Companhia e os acusados.

<sup>39</sup> De acordo com as informações prestadas pelos acusados, Wagner Perez teria ajuizado o Processo nº 2013-49374 perante a Corte Judicial de Harris County, Texas, Estados Unidos, referente à cobrança das verbas previstas no *Severance Agreement* (fl. 1359, nota de rodapé nº 6), bem como a Reclamação Trabalhista nº 0011465-32.2013.5.01.055, aberta perante a 55ª Vara do Trabalho do Estado do Rio de Janeiro, referente às obrigações ajustadas no Instrumento de Não Competição. Ademais, em 09.12.2013, Marcio Mello teria dado início a procedimento arbitral com o propósito de averiguar o valor exato referente ao *Severance Package*.

no sentido de assegurar a estrita equidade e a razoabilidade das condições do referido plano, o que seria o padrão de conduta esperado de um conselheiro interessado.

163. Soma-se a isso o fato de que, não obstante ter sido reconhecido pelo Conselho de Administração o acionamento do *Severance Package* em seu benefício, Milton Franke, ao contrário de Marcio Mello e Wagner Peres, teria renunciado à indenização<sup>40</sup>. Importante consignar, contudo, que, logo após, Milton Franke assumiu o cargo de Diretor Presidente da HRT.

164. Desta forma, levando em conta a menor gravidade da conduta do acusado, bem como a ausência do recebimento de qualquer benefício financeiro em decorrência do *Severance Package*, justifica-se a imposição de penalidade em nível mais reduzido, razão pela qual voto pela aplicação de **multa pecuniária no valor de R\$ 150.000,00 (cento mil reais)**.

## VI. CONCLUSÃO

1. Por todo o exposto, com fulcro no art. 11 da Lei nº 6.385/76, **voto:**
  - a) pela **rejeição** da preliminar de produção de provas;
  - b) pela **condenação** de **Márcio Rocha Mello**, na qualidade de presidente do Conselho de Administração da HRT, à penalidade de **multa pecuniária** no valor de **R\$ 450.000,00 (quatrocentos e cinquenta mil reais)**, em razão de atuação em desvio de poder em infração ao disposto no art. 154, da Lei nº 6.404/76;
  - c) pela **condenação** de **Wagner Elias Peres**, na qualidade de membro do Conselho de Administração da HRT, à penalidade de **multa pecuniária** no valor de **R\$ 450.000,00 (quatrocentos e cinquenta mil reais)**, em razão de atuação em desvio de poder em infração ao disposto no art. 154, da Lei nº 6.404/76;
  - d) pela **condenação** de **Milton Romeu Franke**, na qualidade de membro do Conselho de Administração da HRT, à penalidade de **multa pecuniária** no valor de **R\$ 150.000,00 (cento e cinquenta mil reais)**, em razão de atuação em desvio de poder em infração ao disposto no art. 154, da Lei nº 6.404/76; e

---

<sup>40</sup> Conforme alegado em sua defesa (fls. 628-632), o direito à indenização decorrente do *Severance Package* teria sido expressamente afastado com a celebração de Contrato de Gestão entre a Companhia e Milton Franke em 22.11.2013, nos termos do qual, quaisquer disposições anteriores ajustadas entre as partes em contrato de prestação de serviço, contrato de trabalho ou contrato de não competição restariam substituídas pelos termos pactuados no Contrato de Gestão.

- e) pela **absolvição** de **John Anderson Willot, Carlos Thadeu de Freitas Gomes, William Lawrence Fisher, Elia Ndevanjema Shikongo, Joseph P. Ash, Peter L. O'Brien e Thomas W. Ebborn**, na qualidade de membros do Conselho de Administração da HRT, da acusação de atuação em desvio de poder em suposta infração ao disposto no art. 154, da Lei nº 6.404/76.

É o voto.

Rio de Janeiro, 05 de setembro de 2017.

Gustavo Tavares Borba  
**Diretor Relator**





## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

### PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº RJ2013/11703

Reg. Col. 9211/2014

**Acusados:**

Marcio Rocha Mello  
Milton Romeu Franke  
Wagner Elias Peres  
Joseph P. Ash  
John Anderson Willott  
Carlos Thadeu de Freitas Gomes  
William Lawrence Fisher  
Peter L. O'Brien  
Thomas W. Ebborn  
Elia Ndevanjema Shikongo

**Assunto:**

Apuração da responsabilidade dos membros do conselho de administração da HRT Participações em Petróleo S.A. na elaboração, aprovação e implementação do *Severance Package* em suposto desvio de poder (art. 154 da Lei nº 6.404/76).

**Diretor Relator:**

Gustavo Tavares Borba

### MANIFESTAÇÃO COMPLEMENTAR

#### I. CONSIDERAÇÕES GERAIS ADICIONAIS

1. A acusação está fundamentada na violação ao art. 154 da Lei nº 6404/76 (“LSA”), sob o argumento de que os conselheiros de administração da HRT teriam atuado contra o interesse da Companhia, no primeiro semestre do ano de 2013, durante o processo de aprovação de pacote de indenização em favor de determinados executivos (*severance package*). Apenas foi considerado irregular o comportamento dos conselheiros quanto à aprovação da parte do pacote que permitia que os altos executivos, integrantes do *senior management*, recebessem indenização em virtude de sua saída da Companhia, ainda que por vontade própria, bastando para tanto que qualquer um dos conselheiros indicados na “chapa da administração” não fosse reeleito



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

na AGO (excluídos apenas quatro conselheiros independentes que haviam ingressado na companhia há poucos meses e que não concordaram com a possibilidade de sua não reeleição para compor o conselho de administração constar como gatilho para acionamento do *severance package*<sup>1</sup>).

2. Nesse contexto, a análise da acusação demandou a avaliação da conduta dos acusados durante e após a aprovação do plano, para que só assim, com uma visão panorâmica dos fatos, fosse possível concluir ou não quanto à efetiva atuação dos acusados contra os interesses da companhia.

3. No início do julgamento deste caso, ocorrido em 5 de setembro de 2017, proferi voto pela absolvição da maioria dos conselheiros de administração da HRT. Com relação a Wagner Peres e Marcio Mello, contudo, votei pela condenação de cada um à penalidade de multa no valor de R\$ 450 mil, em virtude do comportamento por eles adotado durante a negociação do pacote de benefícios, o qual configurou, a meu sentir, grave violação ao dever de atuar em prol da Companhia.

4. Além disso, Milton Romeu Franke (“Milton Franke”) foi condenado ao pagamento de multa no valor de R\$ 150 mil, mas, ao contrário dos outros dois conselheiros beneficiados pelo pacote, não por qualquer conduta comissiva em que se tenha verificado desvio de finalidade, mas sim por ter se omitido e não se aprofundado na análise de questão em relação à qual tinha interesse particular.

5. Agora, com o retorno do processo à pauta, com a devolução de vista do Diretor Gustavo Gonzalez, algumas questões interessantes sobre o caso foram levantadas, as quais me levaram a reanalisar a situação específica de Milton Franke, promovendo, por conseguinte, alteração pontual em meu voto anterior.

---

<sup>1</sup> Nesse sentido, vale reproduzir o seguinte trecho da gravação da reunião do conselho de administração de 04.03.2013: “*Participante Thomas Ebbert: Esta é a mudança do Conselho, conforme a composição do Conselho de diretores proposta pela administração, e então adicionamos as palavras ‘excluindo diretores independentes que entraram para o Conselho de diretores em novembro de 2012’. E o raciocínio para excluir isto é que estamos fixando isto para estabilizar a empresa e os diretores antigos, tendo uma continuidade dos negócios. E que isto foi realmente para tratar da discussão que tivemos da última vez*” (fls. 1577) “*Participante Peter O’Brien: Isto é verdade. Desculpe, mas quero permanecer como um membro do conselho enquanto os acionistas me desejarem no conselho. E estamos apenas aprendendo aqui, Ok? Porém não posso dizer a Brian e Josh e todas estas outras pessoas que eles devem te pagar três vezes se eles quiserem me demitir. Desculpe. Nunca farei isto. É seu direito como acionista eleger o Conselho. E se eles quiserem me demitir e isto significa que eles devem te pagar três vezes não posso votar isto.*” (fls. 1579).



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

6. Contudo, antes de passar ao reexame da conduta de Milton Franke, gostaria de reiterar as considerações que apresentei em meu voto acerca dos cuidados necessários à incorporação da jurisprudência americana (usualmente de Delaware) e da doutrina estrangeira para análise e fundamentação central de decisões da CVM, o que nem sempre se mostra adequado ou conveniente.

7. Naquela oportunidade, fiz o seguinte alerta sobre a questão:

“Esclareço que essa breve exposição sobre as diferenças entre os ordenamentos jurídicos brasileiro e norte-americano tem o objetivo de demonstrar que o fato de instrumentos de *severance agreement* serem habitualmente adotados pelos *boards of directors* de companhias norte-americanas ou, ainda, as suas características serem objeto de decisões judiciais estrangeiras pouco contribui para esclarecer a adequação do *Severance Package* em discussão às normas previstas na legislação societária nacional.”

8. Esse alerta é especialmente importante e pertinente em casos como o presente, que envolve a fixação de benefícios para os administradores da companhia, uma vez que esse tema é tratado de forma bastante diversa pelos sistemas jurídicos brasileiro e americano. Sobre essa circunstância, assim me manifestei na sessão de julgamento de 05/09/2017:

“Dito isso, creio ser fundamental, para a correta análise do caso concreto, que se considerem as diferenças existentes entre o ordenamento jurídico brasileiro e o ordenamento jurídico norte-americano no que diz respeito à competência e à discricionariedade conferida aos órgãos da administração para determinar a remuneração dos administradores.

Não obstante os esforços recentes da entidade reguladora norte americana no sentido de propor mecanismos que assegurem um maior conhecimento e envolvimento dos acionistas na fixação da remuneração dos membros da administração, o sistema jurídico americano confere amplos poderes ao *board of directors* para dispor, entre outras matérias, a respeito da compensação a ser atribuída aos administradores da companhia, sendo tais poderes limitados somente pelos deveres fiduciários construídos pela Jurisprudência.

O sistema jurídico brasileiro, por sua vez, privilegia a Assembleia Geral como órgão máximo competente para fixar a remuneração, individual ou global, dos administradores, bem como quaisquer outros benefícios e verbas de representação a que estes façam jus, nos termos do art. 152, *caput*, da Lei nº 6.404/76.

Desta forma, cabe aos acionistas da companhia, em Assembleia, optar pela definição específica da remuneração de cada administrador ou pela fixação da remuneração global da



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

Administração, hipótese em que esse montante genérico decidido em Assembleia Geral constituirá o limite máximo dentro do qual o Conselho de Administração terá que trabalhar para definir a remuneração individual de cada administrador.

Importante salientar que o art. 152 da Lei nº 6.404/76 é explícito no sentido de que não apenas a remuneração *strictu sensu*, como também os “**benefícios de qualquer natureza**” devem ser fixados pela Assembleia Geral ou estar abrangidos pelo teto remuneratório por ela estabelecido. As alterações promovidas pela Lei nº 9.457/97 tiveram justamente o objetivo de deixar isso claro, de modo a afastar dúvidas quanto à obrigação legal de que qualquer benefício pecuniário conferido aos administradores deve estar em sintonia com a decisão assemblear sobre o tema.

Desse modo, quando a Assembleia delegar a fixação da remuneração individual ao Conselho de Administração, caberá a este observar, nos exatos limites da delegação realizada, o teto máximo fixado pela Assembleia Geral, a quem compete, por determinação legal, a última palavra em matéria de remuneração dos administradores.”

9. Nesse contexto, e ressaltando minha percepção de que o estudo do direito comparado é extremamente saudável para o arejamento das ideias<sup>2</sup>, parece-me que, na utilização de fontes estrangeiras, deve-se ter cuidado para não cair na armadilha de utilizar, acriticamente, entendimentos judiciais ou administrativos adotados em um país para fundamentar decisões em outra jurisdição, especialmente em se tratando de matérias cujos tratamentos legais para o tema são distintos.

10. Esta seria justamente a hipótese da matéria em análise, que, como pano de fundo, envolve a aprovação de pacote de benefícios para administradores e executivos estratégicos da Companhia, justamente um desses temas cujo tratamento legal conferido pelo sistema jurídico brasileiro difere do sistema vigente nos EUA, tanto que, em nosso país, compete à “*assembléia-geral fixar o montante global ou individual da remuneração dos administradores*” (art. 152 da LSA), enquanto que, no sistema americano, o *board of directors* detém amplos poderes para dispor a respeito da compensação a ser atribuída aos administradores da companhia.

11. Essa diferenciação torna não recomendável a utilização, pela CVM, de jurisprudência americana sobre a independência da administração para fixação da remuneração dos executivos, uma vez que, no Brasil, essa competência foi conferida

---

<sup>2</sup> Para evitar distorções do que aqui foi escrito, faço questão de ser redundante quanto à minha visão de que não há nada de inconveniente em busca de subsídios na doutrina e jurisprudência estrangeiras para auxiliar as decisões da CVM, tendo eu mesmo, por diversas vezes, utilizado-me dessa salutar possibilidade. Minha ressalva é apenas para adoção de leis e decisões estrangeiras como elemento central de fundamento de questões cujo regime jurídico é visivelmente diverso nas duas jurisdições.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

por Lei à assembleia geral, exercendo o Conselho de Administração, nessa seara, atividade eventual (caso a assembleia não faça já a divisão) e limitada (dentro dos parâmetros fixados pela assembleia). Essa circunstância foi extremamente importante para minha avaliação da acusação, uma vez que os detalhes do *severance package* não foram sequer apresentados para ciência dos acionistas em assembleia, o que, inclusive, foi considerado em desfavor dos acusados Wagner Peres e Márcio Mello, que, a despeito dos questionamentos dos demais conselheiros, defenderam de forma incisiva a não divulgação do pacote de benefícios na assembleia geral ordinária da HRT.

12. Nesse cenário, considerando especialmente as claras diferenças entre os sistemas jurídicos no tratamento da matéria (remuneração de executivos), entendo ser equivocado utilizar precedentes americanos como elemento central para a definição do caso em julgamento<sup>3</sup>.

13. Assim, a mera importação das soluções e conclusões americanas, sem uma análise crítica de sua compatibilidade com o sistema nacional, pode trazer consequências bastante danosas e disfuncionais para o ambiente jurídico brasileiro. Certamente não é por meio de um programa de “*delawarização*” das nossas decisões, desconsiderando as particularidades das normas do nosso sistema legal, que o Brasil terá um mercado tão grande e pujante como o americano, o que depende, obviamente, de múltiplos fatores, dentre os quais não se inclui a cópia assistemática das decisões americanas. Estamos, é bom salientar, diante de sistemas distintos de direito, quais sejam o da *common law* e o da *civil law*, que atualmente apresentam pontos de convergência, mas que não se confundem.

14. Ademais, mesmo no sistema da *common law*, situações que envolvam um componente fiduciário devem ser tratadas com especial rigor, tal como enuncia Roy Goode: “[a] *person is not required to be ethical or high-minded in mere social relationships falling outside the purview of legal responsibility, nor even in duty relationships where the position of the parties is essentially adversarial and governed by considerations of mutual self-interest. Only where the relationship between the parties or the nature of the agreed arrangements involves one party having to repose*

---

<sup>3</sup> Aliás, considero realmente impressionante a fascinação com que, nos dias de hoje, recebemos expressões do idioma americano, em especial em situações relacionadas ao mercado de capitais. Que relevância teria uma negociação com informação privilegiada perto de uma notícia de *insider trading*? Qual seria a importância de saber o que é uma ordem simulada de negociação com o objetivo de alterar as condições de mercado quando existe a expressão *spoofing*? Certamente seria extremamente interessante investigar, sob o aspecto cultural e sociológico, os fundamentos dessa empolgação, mas aqui não é espaço nem o momento adequado para tanto.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

*trust and power in the other does the higher standard of behavior set by equity come into play*”<sup>4</sup>.

15. Convém atentar, ainda, e nessa mesma linha, para o que afirma David Chivers e Bem Shaw: “*Directors owe fiduciary duties not to place themselves in positions where their personal interests, or those of third parties, conflict with the interests of the company.*”<sup>5</sup>.

16. Com essa pequena introdução, reafirmando aspectos já apresentados no voto por mim proferido em 05/09/2017, busca-se apenas realçar que o sistema americano não deve ser considerado uma espécie de panaceia apta a resolver todos os casos jurídicos societários em nosso país, até mesmo porque, como já dito, os referidos sistemas possuem diferenças substanciais.

## II. POSSIBILIDADE DE DECISÕES DIFERENTES PARA OS MEMBROS DO CA

17. Com todas as ressalvas e cuidados expostos no item anterior, e sem querer ingressar em uma discussão mais profunda sobre a jurisprudência de *Delaware*, cumpre ressaltar que os precedentes americanos citados no voto do Diretor Gustavo Gonzalez não parecem concluir no sentido de que a decisão sobre violação dos deveres dos conselheiros de administração devem ser sempre idênticas para todos os membros que votarem da mesma forma, mas apenas que esse entendimento deve ser tido como uma regra geral que, como tal, admite exceções.

18. Essa questão foi, inclusive, objeto de ressalva específica no voto por mim proferido em 05/09/2017, nos seguintes termos:

83. A princípio, em se tratando de decisão negocial tomada por órgão colegiado composto por maioria de conselheiros independentes, seria razoável presumir que, ainda que houvesse interesses particulares de alguns membros do Conselho na matéria em deliberação, a decisão final refletiria o entendimento dos conselheiros independentes do que seria o melhor interesse da Companhia. No entanto, no presente caso, entendo que tal lógica não se aplica, em virtude justamente da conduta exercida pelos conselheiros interessados ao longo do processo decisório.

84. Desse modo, em razão das circunstâncias específicas deste caso, passo a analisar a conduta de cada um dos acusados à luz

<sup>4</sup> “Commercial Law in the Next Millennium”, Londres, 1998, p. 12.

<sup>5</sup> The Law of Majority Shareholder Power – Use and Abuse”; New York, 2008, p. 94.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

da sua efetiva participação na negociação do *Severance Package* e de seu eventual interesse particular na matéria.

19. Analisando essa questão pelas regras do direito nacional, cumpre trazer, a título de ilustração, a embasada posição exposta por Otávio Yazbek sobre o tema:

*"Uma segunda questão interessante diz respeito à forma pela qual se distribuem as responsabilidades entre os membros do conselho de administração. De acordo com o art. 138, §1º, da Lei nº 6.404/76, no Brasil o conselho é o órgão de deliberação colegiada. No entanto não é correto afirmar que a responsabilidade dos conselheiros seja sempre coletiva e uniformizada - ela deve ser individualizada a cada caso, sob pena de se criar um regime de responsabilidade objetiva ou de se criar uma presunção de solidariedade, a priori, de todo inadequada."*<sup>6</sup>

20. Assim, reafirmo a minha posição original de que nada impediria, considerando as características do caso, que as condutas particulares de cada conselheiro fossem analisadas de forma específica para fins de apuração de responsabilidade por violação aos deveres fiduciários, mesmo quando a decisão tenha sido unânime ou majoritária.

21. No presente caso, como expus no voto proferido em setembro do ano passado, entendi ter ficado demonstrado que as condutas adotadas por Márcio Mello e Wagner Peres, durante a discussão do plano, foram decisivas para que, considerando o risco de perda de profissionais estratégicos, que, por orientação de Márcio Mello e Wagner Peres, sairiam conjuntamente da companhia, os demais conselheiros entendessem que a aprovação do *severance package*, ainda que em termos distintos dos inicialmente propostos<sup>7</sup>, seria a melhor decisão possível diante do contexto existente. Portanto, levando em conta que a postura irregular de Márcio Mello e Wagner Peres teria sido decisiva para a aprovação do pacote nos moldes descritos no MOU divulgado na RCA

---

<sup>6</sup> YAZBEK, Otavio. Representações do Dever de Diligência na Doutrina Jurídica Brasileira: um Exercício e Alguns Desafios. In: MANRTINS KUYEN, Luiz Fernando (coord.). *Temas Essenciais de Direito Empresarial – Estudos em Homenagem a Modesto Carvalhosa*, 2012.

<sup>7</sup> Vale ressaltar que, não obstante o *severance package* ter sido inicialmente proposto por conselheiro independente, conforme já relatado em meu primeiro voto, os termos finais aprovados pelo conselho de administração se afastam muito de suas proposições iniciais e refletem uma posição “conciliatória” e não, necessariamente, o melhor pacote de benefícios para a HRT naquele momento. Nesse sentido, convém reproduzir trecho do e-mail encaminhado por Joseph Ash a Charles Putz em 19 de janeiro de 2013:

“(…) vou ter de comunicar a Márcio quão confuso eu estou que uma sugestão para proporcionar segurança frente a uma mudança de controle, em troca de garantir que as decisões sejam tomadas no melhor interesse da HRT tenha se transformado em uma disputa de dinheiro e potencial destituição de uma empresa” (fl. 852).



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

de 05.03.2013, parece-me estar plenamente justificado o tratamento diverso conferido aos conselheiros<sup>8</sup>.

22. Aliás, a adoção de uma fórmula rígida de solução para todos os casos de decisão colegiada poderia conduzir a conclusões visivelmente teratológicas, uma vez que

---

<sup>8</sup> Assim me manifestei sobre o tema no voto proferido em setembro do ano passado:

*“107. No entanto, mais importante do que a regra em si, que já seria bem problemática, chama atenção a postura adotada por Marcio Mello e Wagner Peres nas discussões do Severance Package no sentido de impor a posição que os beneficiaria de forma especial.*

*108. Esses dois acusados, posicionando-se contra a proposta formulada pelos conselheiros independentes, forçaram a prevalência de sua posição e, para tanto, ameaçaram retirar-se da Companhia e influenciar a saída de profissionais estratégicos, o que inviabilizaria a campanha exploratória da Namíbia, com gravíssimas consequências para a HRT.*

*(...)*

*110. Vindo de outros membros do Conselho de Administração talvez essa alegação não exercesse maior influência sobre a decisão do órgão colegiado e, por conseguinte, não tivesse relevância para o julgamento do presente processo.*

*111. No entanto, em razão dos cargos ocupados por Wagner Peres e Marcio Mello na administração da Companhia e da influência que estes conselheiros exerciam sobre outros profissionais ligados à HRT, até mesmo em razão da posição de Marcio Mello como um dos fundadores da Companhia, essa narrativa determinou o rumo das “negociações”, a ponto de levar outros conselheiros a abandonarem as suas posições iniciais para adotar uma “solução conciliatória”.*

*112. O que vemos, nesse contexto, são conselheiros que, apesar de notadamente interessados na questão a ser deliberada, não apenas deixaram de adotar as cautelas para que a sua decisão se desse no melhor interesse da Companhia, em condições estritamente equilibradas e razoáveis, mas, para além disso, e com maior gravidade, que pressionaram os demais conselheiros sob o argumento de que sairiam da HRT e estimulariam uma “debandada” coletiva dos profissionais estratégicos que haviam trazido para a Companhia, caso não prevalecessem as regras que os beneficiavam. 113. Desta forma, percebe-se, no presente caso, que, ao deliberarem sobre a celebração do Severance Package, os demais conselheiros desinteressados tiveram que ponderar outros elementos, alheios às condições contratuais, que, conforme alegado pelos acusados, influíram de forma decisiva nos termos finais do Severance Package, uma vez que teriam sido levados a adotar condições conciliatórias que refletiam preocupação com a ameaça, realizada por Marcio Mello e Wagner Peres, de debandada conjunta de profissionais estratégicos em momento extremamente delicado para a HRT.*

*114. Na tentativa de demonstrar a razoabilidade e a equidade do Severance Package, Marcio Mello e Wagner Peres alegam reiteradamente que o fato de o referido pacote ter sido aprovado por dez dos onze conselheiros de administração da HRT seria suficiente para demonstrar a sua adequação aos interesses sociais e que, ainda que tais conselheiros interessados tivessem se absterido de votar, o Severance Package teria sido aprovado.*

*115. Ocorre que, sem a pressão exercida por Mello e Wagner, os termos e condições negociados pelo Conselho de Administração poderiam ter sido muito diferentes. Ao que tudo indica, a decisão provavelmente se aproximaria da proposta inicialmente apresentada pelos Conselheiros independentes durante a reunião de 22.01.2013. Assim, a meu ver, a conduta de Marcio Mello e Wagner Peres foi fundamental para determinar o resultado final desta deliberação.*

*116. Por essas razões, concluo que Marcio Mello e Wagner Peres violaram gravemente o dever fiduciário imposto pelo art. 154 da Lei nº 6.404/76, uma vez que, além de não atuarem de modo a garantir o estrito equilíbrio e razoabilidade das regras do Severance Package (aplicação por analogia do §1º do art. 156 da Lei nº 6.404/76), os acusados ainda pressionaram os demais conselheiros desinteressados para aprovarem as condições por eles defendidas e para que as condições do Severance Package não fossem divulgadas aos acionistas.”*





## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

imporia decisão uniforme para todos os membros do órgão mesmo quando alguns tivessem agido de boa fé enquanto outros tivessem adotado postura especiosa, inclusive sonogando informações aos demais.

### III. VOLTANDO AO CERNE DO PROCESSO - DA ACUSAÇÃO DE VIOLAÇÃO AO ART. 154 DA LSA

23. Superada a análise das questões genéricas indicadas nos capítulos anteriores, e sem perder o foco do que é relevante para o caso, cumpre voltar ao cerne da questão a ser decidida, que diz respeito à acusação de violação ao art. 154 da LSA, ou seja, de suposta atuação de administradores contra os interesses da companhia.

24. Desta forma, no contexto do presente PAS, o ponto essencial consiste na análise da observância ou não, por cada um dos conselheiros acusados, do dever de atuar em benefício da sociedade, em conformidade com o disposto no art. 154 da LSA. O conteúdo da decisão do conselho de administração, nessa linha, não é o objeto central de análise, mas sim as condutas dos acusados no processo de formação da decisão. Aliás, no voto que proferi em setembro passado, fui explícito ao indicar que estava sendo analisada a conduta dos conselheiros “*durante e após o processo decisório que resultou na aprovação do Severance Package*”<sup>9</sup>.

25. Em síntese, a questão que se coloca é se os acusados, considerando a postura adotada por cada um durante as discussões relacionadas à aprovação do *severance package*, teriam atuado em prol da Companhia, buscando o seu melhor interesse. Ou, diversamente, se teriam atuado privilegiando interesses próprios e, por conseguinte, colocado conscientemente o interesse da companhia em segundo plano.

26. Não pretendo retornar a discussão de todos os aspectos já expostos no voto por mim proferido em setembro do ano passado, quando foram analisadas, em detalhe, diversas circunstâncias fáticas e questões jurídicas, dentre as quais se destacam: a) o grupo *senior management* receberia indenização quando decidisse sair da sociedade por vontade própria, bastando, para tanto, que a proposta da administração para composição do conselho não fosse totalmente aprovada em assembleia geral; b) o fato de que três dos conselheiros acusados, Marcio Mello, Wagner Peres e Milton Franke, ocupavam cargos na direção da HRT e integravam o grupo que compunha o *senior management*;

---

<sup>9</sup> “17. (...)Tal como mencionado anteriormente, o objetivo deste processo é analisar se, a partir das informações e das circunstâncias existentes à época dos fatos, as condutas adotadas pelos conselheiros acusados, durante e após o processo decisório que resultou na aprovação do Severance Package, observaram, ao menos em tese, os melhores interesses da Companhia.”



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

c) apesar de terem interesse particular na questão, Márcio Mello e Wagner Peres agiram de forma incisiva para fazer prevalecer determinadas condições do *severance package* que lhe eram mais favoráveis, tendo, inclusive, afirmado que caso não fosse aprovado o referido pacote de benefícios nos moldes por eles defendidos e o conselho de administração restasse “dividido”, atuariam para que os profissionais que os acompanhavam desde o início também deixassem a HRT; d) o cenário vivenciado pela HRT, à época das discussões, era bastante delicado, sendo certo que a saída dos principais profissionais técnicos da HRT poderia paralisar o principal projeto da Companhia (exploração do campo da Namíbia), que consumia, na ocasião, US\$ 1,3 milhão por dia; e) Márcio Mello e Wagner Peres defenderam a não divulgação do *severance package* aos acionistas na AGO da HRT; f) ao não divulgarem os termos do *severance package* aos acionistas, a administração teria negado-lhes o conhecimento acerca de matéria sobre a qual a assembleia geral detém competência preponderante, obstaria ainda a manutenção da mesma composição do conselho de administração e, em consequência, dos diretores (se os acionistas não sabiam sobre as hipóteses de acionamento das indenizações, como o *severance* iria afetar a manutenção da composição do CA); e g); as regras do Novo Mercado já impunham a não cumulação os cargos de Presidente do Conselho de Administração e de Diretor Presidente, de modo que a saída de Mello de um desses cargos já era previsível.

27. Muito embora os fatos objeto do presente processo já tenham sido detalhadamente apreciados no voto de setembro do ano passado, as discussões sobre o tema fizeram-me refletir novamente sobre o caso, o que justificou a presente manifestação complementar de voto.

28. Inicialmente, cumpre anotar que o presente caso trata de decisão sobre pacote de indenização, mas poderia tratar de celebração de contrato diverso ou qualquer outra matéria em relação à qual alguns conselheiros tivessem interesses particulares e que, por alguma circunstância específica, também fosse admitido o voto, de modo que a análise do art. 152<sup>10</sup> da LSA possui relevância apenas tangencial, tanto que não foi sequer utilizado pela acusação.

29. Anote-se que, quando da decisão da recapitulação jurídica dos fatos, pareceu-me importante alterar a acusação para que fosse incluída a análise de possível violação, com a aprovação do pacote de benefícios, dos limites máximos de remuneração aprovados

---

<sup>10</sup> O art. 152 é relevante apenas porque evidencia que a matéria, por envolver benefícios aos administradores, deveria ter sido levada ao conhecimento da assembleia, bem como respeitar os limites remuneratórios anuais deliberados em AGO.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

em assembleia geral, uma vez que existiriam indícios de que a soma da remuneração ordinária dos Administradores com as possíveis indenizações que seriam devidas aos diretores em decorrência do exercício discricionário do pleito indenizatório<sup>11</sup> poderia extrapolar o limite previsto no art. 152 da LSA<sup>12</sup>. Essa parte da minha proposta para recapitulação da acusação não foi aprovada pela maioria do colegiado da CVM, de modo que a apreciação do art. 152 não se encontra, definitivamente, no centro das discussões ora tratadas.

30. Ainda preliminarmente, afigura-se importante destacar que não se tratava de mera decisão de divisão do montante fixado em AGO entre os diretores e conselheiros, hipótese em que os conselheiros de administração não poderiam se furtrar da decisão, sob pena de inviabilizá-la. Ainda assim, por se tratar de uma situação delicada e que envolvia interesse próprio, os conselheiros deveriam respeitar padrões passíveis de justificação racional, não atribuindo, por exemplo, benefícios extravagantes ao CA em detrimento dos benefícios da diretoria, tal como decidido no PAS CVM 2014/5099 (caso WLM), do qual fui relator<sup>13</sup>.

31. Diversamente da hipótese citada no item anterior, em que todos os conselheiros deveriam votar sob pena de inviabilizar a decisão, no presente caso a decisão era sobre contrato que não beneficiava os conselheiros em geral, mas apenas três (que eram os que também compunham a diretoria) de um conjunto de onze conselheiros. Nesse caso, o ideal, pela perspectiva da governança, seria realmente que os três conselheiros

---

<sup>11</sup> Bastando, para tanto, a não recondução “integral” do Conselho de Administração.

<sup>12</sup> Art. 152. A assembléia-geral fixará o montante global ou individual da remuneração dos administradores, inclusive benefícios de qualquer natureza e verbas de representação, tendo em conta suas responsabilidades, o tempo dedicado às suas funções, sua competência e reputação profissional e o valor dos seus serviços no mercado.

<sup>13</sup> Convém ressaltar que, no voto que proferi no caso WLM, fiz questão de salientar que a CVM deve atuar com parcimônia na análise dessas questões, apenas considerando irregulares as remunerações que estiveram totalmente fora dos padrões de mercado e que, cumulativamente, não tenham justificativa lógica admissível para tanto:

*“28. Antes de ingressar na análise das circunstâncias do caso concreto, é importante deixar claro que não cabe à CVM se imiscuir na definição da remuneração de cada administrador, nem, tampouco, avaliar a competência e experiência de cada profissional, ou sua habilidade teórica para o exercício do cargo, ressalvados casos excepcionalíssimos em que a situação de desvio de finalidade impregne a decisão de forma manifesta.*

*29. São os acionistas que possuem competência para escolher os administradores e definir suas remunerações, mesmo porque eles serão os mais afetados pela qualidade de suas decisões, em linha com a perspectiva que dá suporte ao princípio majoritário.*

*30. Assim, não seria desejável que a CVM ingressasse na análise da competência ou reputação dos administradores para avaliar a escolha do profissional ou o nível de sua remuneração, uma vez que essas decisões possuem alto grau de discricionariedade e cabem, por lei, aos órgãos da sociedade.”*



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

interessados não participassem da deliberação, que seria melhor decidida pelos demais conselheiros desinteressados.

32. Contudo, como esses conselheiros interessados participaram da decisão, deveriam eles ter adotado máxima diligência e extremo cuidado na condução das discussões e na preservação do interesse da companhia. Ressalte-se que não se está discutindo se eles poderiam ou não participar da votação, mas sim qual seria a postura adequada dos conselheiros interessados nessa situação, a fim de respeitar a obrigação de atuar no melhor interesse da companhia.

33. Como se extrai do texto legal, o art. 154 da LSA<sup>14</sup> prevê dever fiduciário específico dos administradores que está intimamente ligado ao ideal de ética e de uma atuação no melhor interesse da companhia.

34. É claro que o que é melhor para a sociedade possui diversas perspectivas e matizes, de modo que ninguém poderia ser punido por tomar atitude que entendeu ser o melhor para a sociedade em determinado momento e que depois se mostrou equivocada, tampouco o administrador poderia ser censurado por tomar uma decisão da qual outras pessoas discordassem.

35. Observados os limites de discricionariedade conferidos pela legislação societária e pelo estatuto social, o administrador atuando de boa fé, de forma diligente e buscando o melhor interesse da companhia não poderá ser responsabilizado caso a decisão tomada não se mostre a mais acertada ou venha a ser objeto de contestação por acionistas e/ou pelo órgão regulador. Sob esta perspectiva, votei pela absolvição de Joseph Ash, John Willott, Carlos Thadeu, William Fisher, Peter O'Brien, Thomas Ebborn e Elia Shikongo.

---

<sup>14</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.  
(...)

§ 2º É vedado ao administrador:

a) praticar ato de liberalidade à custa da companhia;

b) sem prévia autorização da assembléia-geral ou do conselho de administração, tomar por empréstimo recursos ou bens da companhia, ou usar, em proveito próprio, de sociedade em que tenha interesse, ou de terceiros, os seus bens, serviços ou crédito;

c) receber de terceiros, sem autorização estatutária ou da assembléia-geral, qualquer modalidade de vantagem pessoal, direta ou indireta, em razão do exercício de seu cargo.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

36. No entanto, não é disso que se trata quando se analisa a postura de Márcio Mello e Wagner Peres durante o processo de aprovação do pacote de benefícios no primeiro semestre do ano de 2013. Pelo contrário, a conduta desses administradores evidencia de forma muito clara que eles atuaram conscientemente e de forma bastante agressiva na busca do que era melhor para eles, tanto no aspecto dos benefícios decorrentes da saída voluntária da companhia como na perspectiva da manutenção do poder de condução da companhia por meio de composição de conselho que mais lhes convinha.

37. Repita-se mais uma vez: não se está analisando primordialmente o conteúdo da decisão do conselho de administração, mas sim o comportamento dos acusados no processo de aprovação do *severance package*.

38. Antes de analisar a conduta desses dois acusados, contudo, cumpre realçar que os deveres fiduciários dos administradores, em especial o dever de lealdade e de buscar o melhor interesse da companhia, possuem substrato em princípios de **natureza ética**. Os próprios exemplos elencados no § 2º do art. 154 corroboram essa ideia.

39. Começando pela alínea “b”, verifica-se que quando um administrador utiliza, sem autorização da assembleia geral, bem ou recursos da companhia em proveito próprio ou de terceiro, ele está colocando outros interesses acima dos interesses da companhia, violando, por conseguinte, deveres fiduciários básicos, que encontram substrato na regra ética segundo a qual o administrador não deve usar os poderes e bens a ele conferidos para atingir interesses diversos dos da própria companhia.

40. O mesmo se aplica ao exemplo do item “c” do § 2º do art. 154 da LSA, que veda o recebimento de vantagem pessoal em virtude do cargo, o que poderia afetar a imparcialidade do administrador perante o terceiro que concede o benefício. Tal previsão possui substrato em princípios morais que impõem limites à conduta para aquele que está em uma posição de fidúcia.

41. O item “a”, por sua vez, ao prever que o administrador não deve praticar ato de liberalidade às custas da companhia, também contém regra com carga ética bastante clara, derivada da ideia de que ninguém deve fazer prodigalidade com o patrimônio alheio.

42. A Lei, desta forma, determina que o administrador deve atuar sempre em prol da companhia, considerando, em primeiro plano, o interesse da pessoa jurídica na qual atua, não podendo se valer da posição por ele ocupada na administração da companhia



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

para buscar eventual interesse particular que possa estar em contradição com os interesses da companhia ou mesmo ser a esta impertinente.

43. Em linguagem leiga, pode-se dizer que o administrador deve adotar elevados padrões éticos de atuação. Na situação em que seu interesse seja ou possa ser diverso do da companhia, mas que não exista impedimento de voto, deve ser o administrador extremamente cuidadoso, além do ordinário, na análise da matéria, sempre tendo como foco o melhor interesse da companhia.

44. Arnold Wald sintetiza com precisão o caráter ético que embasa os deveres fiduciários dos administradores das companhias abertas:

“[...] De qualquer modo, a instauração do Estado de Direito e o fim do absolutismo na sociedade anônima significam que ela deixou de ser propriedade individual e exclusiva do acionista controlador, para dar origem a uma parceria, exigindo, pois, um novo padrão de conduta por parte dos administradores e dos maiores acionistas. É preciso que todos atuem sempre com boa-fé e lealdade. A boa-fé deve ser objetiva e não subjetiva, não bastando que a pessoa acredite que a sua conduta é a mais adequada. É necessário que a atuação esteja de acordo com os padrões dominantes na sociedade em determinado momento histórico. A lealdade, por sua vez, não é tão-somente a ausência de deslealdade, tal como o amor não é tão-somente a ausência de ódio. Lealdade é uma atitude de diligência no cumprimento das obrigações contratuais e uma verdadeira affectio contractus. No fundo, a boa-fé, a lealdade e a probidade, que se exigem do administrador e do controlador da empresa, correspondem à definição de Treu und Glauben, do art. 242 do CC alemão, no qual se determina a sinceridade (veracidade) e a boa fé dos contratantes tanto no firmamento quanto na execução do contrato. Constituem, na lição de Ripert, a introdução da regra moral no direito, com o propósito de atenuar, reforçar ou afinar a norma jurídica para compatibilizá-la com a ética. [...]”<sup>15</sup>

<sup>15</sup> WALD, Arnaldo . O governo das empresas. In: Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem, n. 15, jan./mar.2002, p. 3.

No mesmo sentido, pode-se citar a exposição de motivos da própria Lei 6404/76 (exp. nº 196):

*“Os artigos 154 a 161 definem, em enumeração minuciosa, e até pedagógica, os deveres e responsabilidades dos administradores. É Seção da maior importância no Projeto porque procura fixar os padrões de comportamento dos administradores, cuja observância constitui a verdadeira defesa da minoria e torna efetiva a imprescindível responsabilidade social do empresário. Não é mais possível que a parcela de poder, em alguns casos gigantesca, de que fruem as empresas – e, através delas, seus controladores e administradores – seja exercido em proveito apenas de sócios majoritários ou dirigentes, e não da companhia, que tem outros sócios, e em detrimento, ou sem levar em consideração, os interesses da comunidade. As normas desses artigos são, em sua maior parte, meros desdobramentos e exemplificações do padrão de comportamento dos administradores definido pela lei em vigor - o do “homem ativo e probo na administração dos seus próprios negócios” (§7º do art. 116 do Decreto-lei nº 2.627) e, em substância, são as que vigoram, há muito tempo, nas legislações de outros povos;*



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

45. A realidade, contudo, é que o conceito de **ética** vem sendo, por vezes, **relativizado** nos dias de hoje, em especial no Brasil, o que resulta em mutações sociais na percepção do que seria ou não eticamente admissível. Como o dever fiduciário de atuar em prol da companhia constitui um *standard* que possui forte ligação com conceitos éticos<sup>16</sup>, parece-me explicável que surjam perplexidades na apreciação de questões relacionadas a essa regra societária de caráter aberto.

46. No entanto, por mais que o conceito de ética venha sendo relativizado na atualidade e que isso possa ter algum reflexo na leitura dos deveres fiduciários instituídos pela Lei 6.404/76, não tenho, pela minha perspectiva, como considerar que a atuação de Marcio Mello e Wagner Peres, por ocasião da aprovação do *severance package*, enquadrava-se nos padrões mínimos admitidos para que o comportamento desses acusados pudesse ser considerado em prol da companhia.

47. Nesse exercício de concretização das regras abertas que consubstanciam os deveres fiduciários, entendo que existem certas situações cinzentas que realmente não deveriam ser tratadas em processo sancionador. Contudo, não me parece, em hipótese alguma, que as condutas de Márcio Mello e Wagner Peres possam ser classificadas nessa zona de dúvida. Muito pelo contrário, a atuação desses dois conselheiros (que também eram executivos destacados da HRT) transpôs em léguas o limite mínimo de ética que deve pautar a atuação que poderia ser considerada em prol da companhia.

---

*formuladas, como se encontram, tendo presente a realidade nacional, deverão orientar os administradores honestos, sem entorpecê-los na ação, com excessos utópicos. Servirão, ainda, para caracterizar e coibir abusos”.* (<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/leis-decretos/anexos/EM196-Lei6404.pdf>)

<sup>16</sup> Nesse sentido, podemos citar também a lição do Flavia Parente, que, em monografia sobre o tema, analisa a inter-relação entre os deveres fiduciários e as regras morais:

*“Os standards possuem caráter enunciativo, funcionando como diretivas genéricas, ao indicarem o modelo ou a combinação de elementos aceitos como corretos ou perfeitos pelo homem médio, sob determinadas circunstâncias.*

*Os standards revelam uma idéia comum de racionalidade, lealdade, ou justiça, envolvendo, de certa forma, um julgamento moral sobre determinado comportamento. Por tais motivos, devem tais padrões de conduta encontrar uma aplicação variável conforme o tempo, o lugar e as circunstâncias, devendo ser empregados segundo as peculiaridades de cada caso.*

*Em resumo, os standards não possuem um conteúdo exato e hermético; ao contrário, exprimem uma linha de conduta, uma diretiva geral ou uma orientação que vão informar a conduta social média e servirão de medida ou elemento de comparação para o juízo de casos concretos. Por serem amplos e flexíveis são capazes de abranger as mais variadas situações”.* (PARENTE, Flávia. O dever de diligência dos administradores de sociedades anônimas. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, pp. 34-35).



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

48. Nesse ponto, dirijo respeitosamente da posição do Diretor Gonzalez sobre a dinâmica que seria legalmente admissível na negociação entre sociedade e administrador.

49. Nesse ambiente negocial específico, entendo existirem limites na postura que um administrador pode adotar na negociação com a companhia, uma vez que a “mesa de negociação” não é e nem deve ser um vale tudo em que o administrador poderia utilizar estratégias rasteiras e condutas de moralidade duvidosa para fazer prevalecer sua posição.

50. A rigor, em qualquer negociação existem certos padrões éticos que devem ser observados (boa-fé objetiva). Quando essa negociação é entre administrador e sociedade, os padrões de conduta devem ser ainda mais elevados, uma vez que o administrador tem a obrigação de ser leal com a companhia e sempre atuar em prol desta. Como alerta Luis Felipe Spinelli, a *“natureza ético-normativa impõe normas de conduta para que ajam os fiduciários de acordo com a posição de confiança que sustentam e que sempre levem em conta o interesse do fiduciante.”*<sup>17</sup>

51. Convém salientar que o Administrador é um órgão (Diretor) ou membro de órgão (Conselheiro de Administração) da companhia, de modo que ele participa da formação da própria vontade social. Assim, quando um administrador, já empossado em seu cargo, negocia um novo benefício particular com a companhia, deverá, em virtude de sua posição e do conflito de interesses presente na situação, ter extremo cuidado para que a sua conduta não viole estritos padrões éticos. Jamais poderia, por exemplo, valer-se de sua posição para obter o benefício pretendido.

52. Isso certamente não quer dizer que o administrador esteja obrigado a trabalhar por remuneração vil, ou que não possa efetivamente negociar benefícios a que entenda fazer jus.

53. Um administrador certamente pode discutir os benefícios que pretende receber em virtude do cargo, inclusive argumentado sobre qual o montante que entende adequado e sem o qual não permaneceria na companhia. Até aí, tudo bem, pois envolveria uma negociação legítima, totalmente aceitável segundo padrões éticos e de razoabilidade.

---

<sup>17</sup> Conflito de interesses na administração da sociedade anônima. SPINELLI, Luis Felipe; <https://www.lume.ufrgs.br/bitstream/handle/10183/134903/000986773.pdf?sequence=1>





## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

54. Diversamente, porém, deveria ser o tratamento do caso se esse mesmo administrador afirmasse, na negociação, não apenas que ele sairia da companhia caso não aprovado um determinado benefício, mas, indo além na estratégia para ter sucesso em sua reivindicação, ameaçasse o conselho de administração de que insuflaria a saída de diversos técnicos essenciais para o desempenho do objeto social da companhia (sobre os quais teria manifesta influência).

55. Nessa segunda hipótese, parece-me que não seria difícil concluir que os padrões éticos mínimos que se impõem ao administrador teriam sido frontalmente agredidos, configurando-se, nos termos na lei, uma atuação inequivocamente contra os interesses da companhia.

56. Para utilizar um exemplo extremado, útil apenas para fins de ilustração de raciocínio, poder-se-ia imaginar o hipotético caso em que o administrador ameaçasse passar informações confidenciais da companhia para concorrente caso não lhe fosse concedido um determinado benefício remuneratório.

57. Esse ato, visivelmente ilegal, não seria por ninguém considerado uma negociação legítima. Embora a infração ora em análise e a do caso hipotético tenham níveis de reprobabilidade diferentes, uma vez que a segunda envolveria um ato manifestamente ilegal por si só, não tenho dúvida de que em ambos os casos as formas de negociações dos administradores teriam sido ilegítimas, redundando em violação ao dever de atuar em prol da companhia.

58. Por mais que me esforce para tentar vislumbrar outras perspectivas, não consigo ver como natural, correto e legítimo que um administrador se utilize da posição que ocupa na administração da companhia e da influência que detém sobre outros profissionais para fazer prevalecer a sua visão e os seus interesses em negociação envolvendo contrato em que figura como beneficiário, conduta ainda mais grave se considerarmos o momento especialmente sensível e delicado vivenciado pela companhia.

59. Observe-se que se essa mesma postura fosse adotada, em uma negociação, por um concorrente da HRT, isso já seria classificável, no mínimo, como de moralidade duvidosa. O que se pode dizer então dessa postura por parte de um administrador da própria companhia!?



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

60. Imagine-se, por exemplo, se todos os conselheiros adotassem esse mesma forma de proceder, ameaçando retirar da sociedade os técnicos por eles trazidos caso a sua visão não prevalecesse nas discussões do conselho. Isso seria um ambiente saudável de discussão? Representaria uma atuação em prol da companhia? Não tenho dúvida de que as respostas a essas perguntas seriam negativas!

61. Como expus em setembro de 2017, foi justamente essa a postura adotada por Márcio Mello e Wagner Peres para forçar a prevalência de sua posição em questão sobre a qual tinham particular interesse.

62. Não pretendo aqui retornar toda a exposição de fatos já realizada no voto proferido em 2017, nem mesmo sobre a situação particularmente delicada pela qual passava a HRT naquele momento (em campanha exploratória cujo custo diário era de US\$ 1,3 milhão), mas ainda assim peço vênia para transcrever manifestação do conselheiro Peter O'Brien, em sintonia com outros depoimentos prestados, sobre a postura adotada por Marcio Mello e Wagner Peres naquele momento:

“Durante as negociações sobre o **Severance Package** com o Conselho de Administração na reunião de 22 de janeiro, por mais de uma vez **Márcio Mello**, Diretor Presidente e Presidente do Conselho de Administração na época, demonstrou sua insatisfação com a situação e manifestou a vontade de deixar a Companhia, **juntamente com sua equipe. Wagner Peres**, o Diretor Presidente da HRT America e responsável pela perfuração na Namíbia, **também disse que deixaria a Companhia com os profissionais que o acompanharam desde a BP se o Conselho de Administração estivesse dividido**. Estas situações foram consideradas pelo Conselho de Administração durante a análise do Severance Package” - Peter O'Brien (fl. 258; g.n.)

63. O próprio Wagner Peres afirmou claramente que: “*Eu, inclusive, já havia manifestado meu descontentamento com a situação de instabilidade da Companhia e havia expressado que, se o Conselho de Administração ficasse dividido, sairia da Companhia, juntamente com os profissionais que me acompanhavam desde a B[ritish] P[etroleum]*”. (fl. 236)

64. Essa não é, inequivocamente, uma postura em prol da companhia e que observa os deveres fiduciários previstos da Lei 6.404/76! Simplesmente não há, pela minha perspectiva de análise, como se considerar tal atuação como sendo uma conduta legítima e realizada em prol da companhia.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

65. As condutas irregulares de Márcio Mello e Wagner Peres, contudo, não param por aí, uma vez que eles insistiram incisivamente para que a informação sobre o *severance package* não fosse levada ao conhecimento dos acionistas na assembleia geral da HRT, obstando, por conseguinte, a ciência dos acionistas sobre esse relevante contrato que beneficiava os altos diretores (*senior management*) que decidissem sair dos seus cargos por vontade própria, bastando, para tanto, que a composição do conselho de administração não fosse mantida na decisão da AGO de 2013 (ressalvadas apenas algumas exceções).

66. Essa campanha para não divulgação dos detalhes do *severance package* agravou ainda mais a situação, visto que Márcio Mello não somente interveio no direito dos acionistas de votarem informada e refletidamente sobre matéria cuja competência principal é da Assembleia Geral, como também inviabilizou a própria função que o pacote poderia desempenhar para desestimular a alteração do Conselho de Administração, que teria como consequência o não acionamento do “gatilho” para saída voluntária dos diretores com recebimento de indenização. Ora, se os acionistas não sabiam que a não recondução dos conselheiros geraria o direito de retirada com indenização, como a assembleia poderia ponderar sobre a questão para, então, manter o conselho intacto!?

67. Sobre esse tema, o Diretor Gustavo Gonzalez, divergindo do meu voto, sustenta que o objetivo da regra seria a manutenção dos diretores até assembleia, e não a sua permanência após a assembleia geral. O argumento é interessante, contudo, considerando que o plano de benefícios foi aprovado em **março** de 2013 e a Assembleia Geral da HRT seria realizada em **abril** do mesmo ano, não vejo, com a devida vênia, nenhum sentido em que se realizasse ampla e complexa negociação, com elevados custos potenciais para a companhia, apenas para manter diretores na companhia por pouco mais de um mês.

68. Além disso, a campanha exploratória da Namíbia não terminaria em abril de 2013, nem, tampouco, possíveis interesses na aquisição do controle da HRT, de forma que não me parece, *data venia*, muito realista a interpretação de que o pacote de benefícios buscava apenas manter os diretores por esse reduzido período de pouco mais de um mês. De qualquer forma, o posicionamento sobre essa questão, por si só, não alteraria a conclusão sobre a irregularidade da conduta de Márcio Mello e Wagner Peres na condução das negociações, em virtude das demais circunstâncias já expostas.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

69. Acrescente-se que a postura de Marcio Mello, colocando seus interesses pessoais em patamar bem superior ao da companhia, fica evidente quando ele afirma que: “*Eu não quero ser um executivo de uma empresa [em que] qualquer um vem aqui e muda meu Conselho antes do mandato*”.

70. Essa frase é emblemática para evidenciar a visão de Márcio Mello de que a HRT seria um negócio privado seu, muito longe da ideia de interesse social que está por trás de uma sociedade anônima de capital aberto.

71. Tal postura, mais uma vez, não me parece respeitar o dever de atuar em prol da companhia. A condução despótica de uma companhia, sem conceber a participação de vozes diferentes, não é definitivamente o padrão de conduta que se espera de um administrador, nos termos do disposto no art. 154 da LSA.

72. Relembre-se, ainda, que as condições defendidas por Márcio Mello e Wagner Peres para o *severance package* (e que vieram a preponderar ao final), diferentemente do sustentado pelos acusados, não protegiam os executivos apenas no caso de mudança da maioria dos conselheiros (“mudança de controle”), mas sim na hipótese de **qualquer alteração no Conselho de Administração** (com exceção de quatro conselheiros que ingressaram na companhia ao final de 2012 e que pediram para ser excluídos da regra), o que reforça a postura totalitária desses dois acusados nas discussões sobre o tema. O foco não era a alteração do controle, mas **qualquer** alteração no Conselho de Administração que pretendiam manter intocado!

73. Em síntese: adotando qualquer possível critério de revisão da conduta dos administradores, seja o *bussines judgment rule*, o *entire fairness* ou outro eventual parâmetro de avaliação, a atuação de Márcio Mello e Wagner Peres no episódio em questão, ameaçando a sociedade a fim de ver aprovada vantagem que os beneficiava de forma particular, bem como atuando no sentido de privar os acionistas das informações sobre os gatilhos do pacote de benefícios, parece-me, por qualquer ângulo que se adote, violar agudamente o dever fiduciário de atuar em prol da companhia (colocando os interesses desta acima dos próprios), bem como os limites éticos que se impõem aos administradores ao discutir matéria em que tenha interesse particular.

74. Assim, pelas razões expostas no meu voto proferido em setembro do ano passado, complementadas pelos argumentos acima, mantenho a condenação de Márcio Mello e Wagner Peres ao pagamento de multa individual no valor de R\$ 450 mil.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

75. No que se refere à situação de Milton Franke, outro conselheiro indicado como beneficiário do *severance package*, como já havia indicado no início desta manifestação, pretendo, diante das discussões travadas, alterar a conclusão adotada inicialmente.

76. Como já exposto em setembro de 2017, Milton Franke, diferentemente de Márcio Mello e Wagner Peres, teve atuação passiva na negociação do *severance package*, tanto que, ao analisar sua situação, afirmei que sua condenação teria decorrido de omissão no dever de se imiscuir nas discussões para decidir o que seria o melhor para a sociedade em questão sobre a qual teria interesse particular.

77. Nesse ponto, mantenho meu entendimento de que o administrador especialmente interessado em uma questão que lhe beneficie de forma particular deve se abster de participar da votação (e discussões) ou, sendo permitida sua participação, ter uma atuação especialmente diligente para verificar se a decisão é realmente salutar para a companhia. No tema específico ora em discussão, também tem o administrador o dever de verificar se a decisão está em sintonia com a decisão da assembleia sobre remuneração, uma vez que, no sistema brasileiro, este é o órgão com atribuição principal no que se refere à fixação da remuneração dos administradores.

78. De qualquer forma, considerando que não há evidências de que Milton Franke tenha agido conscientemente em desfavor da companhia, colocando seus interesses acima dos da HRT, bem como levando em conta que o nível de atuação dos conselheiros nas discussões sobre questões em que eles tenham particular interesse é polêmica no colegiado da CVM, altero meu voto anterior para absolver este acusado, em especial porque o processo sancionador não é ambiente adequado para definir questões jurídicas ainda em aberto.

79. Essa absolvição específica, é bom salientar, apenas reforça a condenação de Márcio Mello e Wagner Peres, evidenciando que não se esta, no presente processo, analisando simplesmente o conteúdo da decisão do conselho de administração, mas sim a conduta dos administradores durante todo o processo de discussão e aprovação de *severance package*, tal como foi bastante salientado no voto por mim proferido em setembro de 2017.

80. Do exposto, altero meu voto anterior para concluir pela absolvição de Milton Romeu Franke, mantendo integralmente as demais condenações e absolvições.

É a minha manifestação complementar de voto.



## **COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS**

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

Rio de Janeiro, 31 de julho de 2018.

Gustavo Tavares Borba  
**Diretor Relator**



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

### PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº RJ2013/11703

Reg. Col. 9211/2014

#### Acusados:

Marcio Rocha Mello  
Milton Romeu Franke  
Wagner Elias Peres  
Joseph P. Ash  
John Anderson Willott  
Carlos Thadeu de Freitas Gomes  
William Lawrence Fisher  
Peter L. O'Brien  
Thomas W. Ebbenn  
Elia Ndevanjema Shikongo

#### Assunto:

Responsabilidade dos membros do conselho de administração da HRT Participações em Petróleo S.A. na elaboração, aprovação e implementação do *Severance Package* em suposto desvio de poder (artigo 154 da Lei nº 6.404/1976).

### MANIFESTAÇÃO DE VOTO

#### I. PANO DE FUNDO

1. Neste processo sancionador, discutimos se os membros do conselho de administração da HRT<sup>1</sup> violaram o dever de atuar no interesse da companhia, infringido assim o artigo 154 da Lei nº 6.404/1976, ao aprovarem a celebração, pela Companhia, de um pacote de indenizações – o *Severance Package* – em favor de alguns de seus executivos e profissionais, incluindo alguns dos integrantes do referido conselho.

---

<sup>1</sup> Os termos iniciados em letra maiúscula utilizados neste voto e que não estiverem aqui definidos têm o significado que lhes foi atribuído no relatório elaborado pelo Diretor Relator Gustavo Borba.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

2. O conselho de administração da Companhia era composto majoritariamente de conselheiros independentes<sup>2</sup>, alguns dos quais escolhidos através de um processo de seleção conduzido por investidores estrangeiros que detinham participação relevante na HRT e não eram ligados aos seus administradores originais. Como bem ressaltado no voto do Relator, a acusação não traz qualquer elemento que nos autorize concluir de outra forma. A toda evidência, o fato de o conselheiro receber remuneração<sup>3</sup> pelo exercício do cargo ou constar na chapa proposta pela administração não pode ser considerado indício de falta de independência. Qualquer interpretação diversa impossibilita o cumprimento das regras de listagem que exigem um número mínimo de conselheiros independentes.

3. Ademais, a maioria dos conselheiros da Companhia não possuía qualquer interesse pessoal na matéria em que teriam, na opinião da SEP, incorrido em abuso de poder. Ao todo, 28 executivos e funcionários da HRT foram contemplados com o *Severance Package*, incluindo três membros do conselho de administração, os quais foram incluídos no pacote de indenização em razão de atributos bem demarcados, que não se confundiam com a sua atuação no referido conselho. Ressalte-se, ainda, que não havia então nenhum acionista ou grupo de acionistas que detivesse a capacidade de determinar, de forma estável, o controle da Companhia<sup>4</sup>.

4. Assim, embora todos os conselheiros da HRT tenham participado do processo de discussão e aprovação do *Severance Package*, a decisão colegial<sup>5</sup> foi tomada por uma

---

<sup>2</sup> Segundo o Formulário de Referência arquivado pela Companhia em 28.01.2013, oito dos onze conselheiros atendiam aos requisitos de independência do segmento de listagem.

<sup>3</sup> Como destaca Nelson Eizirik, “os administradores eleitos na Assembleia Geral se encontram em uma situação jurídica que decorre da lei e não de um acordo de vontades. Portanto, sua remuneração tem caráter institucional e obrigatório, representando uma obrigação legal a cargo da sociedade para a qual foram eleitos”. EIZIRIK, Nelson. *Direito Societário: Estudos e Pareceres*. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 55.

<sup>4</sup> Ainda segundo o Formulário de Referência arquivado pela HRT em 28.01.2013, a HRT, naquela época, (i) não possuía nenhum acionista com participação superior a 15% do capital social e votante (a Companhia era listada no Novo Mercado e seu capital era representado apenas por ações ordinárias); (ii) tinha apenas um acionista com participação superior a 10%, mas inferior a 15%; (iii) e dois acionistas com participação superior a 5%, mas inferior a 10%; (iv) sendo que os demais 73,96% de seu capital estavam distribuídos entre outros acionistas.

<sup>5</sup> Nas palavras de Luciano de Souza Leão Jr.: “A LSA dispõe que o Conselho de Administração é órgão de deliberação colegiada (...). Colégio é grupo de pessoas com o mesmo status, ou que exercem as mesmas funções, e deliberação colegiada é decisão sobre ato voluntário por conjunto de pessoas que são membros de um colégio. A decisão colegiada é ato coletivo - conjunto de atos de vontade individuais que formam um único ato porque organizados pelo procedimento de deliberação, que compreende ao menos





## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

maioria desinteressada. Parece também relevante destacar que o assunto foi debatido pelo conselho de administração durante mais de dois meses, com a constituição de um comitê de remuneração e a contratação de assessores externos com expertise na matéria.

5. Ressalto, por fim, que o juízo que temos de fazer neste caso se refere a um possível desvio de poder. Ou seja, não nos cabe syndicar se as decisões foram as melhores ou as mais adequadas, mas se essas foram tomadas “para lograr os fins e no interesse da companhia, satisfeitas as exigências do bem público e da função social da empresa”. Não se trata, portanto, de avaliar melhores práticas, muito embora o exame não possa ignorar os arranjos de governança adotados pela companhia ou negar-lhes efeitos que o sistema da lei lhes atribui.

6. Tenho, em resumo, divergências em questões de direito e de fato. As divergências jurídicas são duas, ambas relacionadas ao padrão de revisão da conduta do conselho de administração. A primeira delas é quanto à possibilidade de adoção de padrões de revisão diferenciados para conselheiros interessados e desinteressados. Ao contrário do Relator, entendo que as condutas de todos os conselheiros devem ser analisadas sob a mesma lente, sem prejuízo, é claro, do dever de atentarmos para as especificidades de cada acusado.

7. A segunda divergência jurídica se refere ao padrão de revisão apropriado para o caso. Em seu voto, o Relator analisa a conduta dos conselheiros interessados a partir do teste de justiça integral (*entire fairness*) formulado pelos tribunais norte-americanos e aplica a *business judgment rule* para os demais. A meu ver, a *business judgment rule* deve, a princípio<sup>6</sup>, ser aplicada em casos instaurados para apurar possíveis violações ao

---

(a) a comunicação, a todos os membros do colégio, da instalação do processo de deliberação e da proposta a ser votada, (b) a manifestação dos membros sobre a proposta com o fim de formar a vontade social, e (c) a coleta dessas manifestações e proclamação da deliberação. O que fundamenta a imputação da deliberação a todo o colégio é a natureza unitária do ato criado pelo procedimento de deliberação, que transforma a multiplicidade de atos individuais em ato coletivo - ato do colégio como todo porque resulta de ação comum dos seus membros. Esse procedimento justifica a determinação da vontade social pela maioria, e não pela unanimidade dos membros. A definição legal do Conselho de Administração como órgão de deliberação colegiada significa que suas atribuições são exercidas pelo conjunto dos membros, e não por estes, individualmente.” Luciano de Souza Leão Jr. “Conselho de Administração e Diretoria”. In: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (Org.) *Direito das Companhias*. 2ª Edição. Rio de Janeiro: Forense, 2017, pp. 748-749.

<sup>6</sup> V. os votos do Diretor Relator Pedro Marcilio no Processo Administrativo Sancionador CVM nº 2005/1443 e no Processo Administrativo Sancionador CVM nº 21/2004, j. respectivamente em 10.05.2006 e 15.05.2007. O importante esforço de sistematização realizado nesses dois precedentes teve como foco o dever de diligência, não havendo ainda, em nossa jurisprudência administrativa, uma investigação mais aprofundada do dever de lealdade e dos padrões de revisão apropriados a esses casos.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

dever de diligência (artigo 153). Neste caso, contudo, discute-se uma possível atuação em desvio de poder (artigo 154), o que nos impede de nos atermos unicamente aos aspectos procedimentais. O exame substantivo imposto pelo artigo 154 não envolve, contudo, uma avaliação invasiva como a do *entire fairness*, mas a verificação da existência de elementos que indiquem o desvio de poder, ou seja, que os atos praticados pelos administradores visavam a outros fins que não a lograr os interesses da companhia.

8. A divergência no exame dos fatos possivelmente decorre das divergências jurídicas acima apontadas. Em resumo, parece-me que não nos cabe sindicarmos as decisões tomadas pelo conselho de administração quanto à conveniência de se adotar o *Severance Package* ou às condições específicas do referido pacote eram as melhores ou mesmo as mais razoáveis, mas perscrutar se existem provas – inclusive indiciárias – que nos permitam concluir pela prática de ato em desvio de poder. A meu ver, tais provas não se encontram presentes, razão pela qual divirjo respeitosamente do Relator e voto pela absolvição de todos os acusados.

## II. DOS PADRÕES DE CONDUTA AOS PADRÕES DE REVISÃO

9. Como indicado acima, o Relator examina de modo diferenciado a atuação dos conselheiros desinteressados e interessados. Aplica, para os primeiros, a regra da decisão negocial (*business judgment rule*), e para os demais, a regra da justiça integral (*entire fairness*).

### *Padrões de conduta e de revisão*

10. De plano, parece-me importante registrar – sem nenhuma pretensão, todavia, de esgotar o assunto – a importante distinção entre os padrões de conduta e os padrões de revisão adotados para verificar, *ex post*, o cumprimento dos deveres fiduciários. Sobre o assunto, disserta Melvin Aron Eisenberg:

*“A standard of conduct states how an actor should conduct a given activity or play a given role. A standard of review states the test a court should apply when it reviews an actor's conduct to determine whether to impose liability or grant injunctive relief.”*

---

Na jurisprudência norte-americana, reconhece-se que a *business judgment rule* pode também, ainda que em circunstâncias bastante específicas, ser aplicada a casos que investigam violações ao dever de lealdade. Nesse sentido, cf. UEBLER, Thomas A. “*Reinterpreting Section 141(e) of Delaware's General Corporation Law: Why Interested Directors Should Be 'Fully Protected' in Relying on Expert Advice*”. In: *The Business Lawyer*, Vol. 65, n. 4, 2010, p. 1032 (nota 41).



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

*In many or most areas of law, these two kinds of standards tend to be conflated. (...)*

*The conflation of standards of conduct and standards of review is so common that it is easy to overlook the fact that whether the two kinds of standards are or should be identical in any given area is a matter of prudential judgment. Perhaps standards of conduct and standards of review in corporate law would always be identical in a world in which information was perfect, the risk of liability for assuming a given corporate role was always commensurate with the incentives for assuming the role, and institutional considerations never required deference to a corporate organ. In the real world, however, these conditions seldom hold, and the standards of review in corporate law pervasively diverge from the standards of conduct. A byproduct of this divergence has been the development of a great number of standards of review in this area. In the past, the major standards of review have included good faith, business judgment, prudence, negligence, gross negligence, waste, and fairness. An important new development has been the emergence of intermediate standards of review.”<sup>7</sup>*

11. A forma como os diferentes padrões de conduta e os padrões de revisão se articulam em diferentes cenários ainda não foi objeto de um exame minucioso e sistematizado no Brasil. Doutrina e jurisprudência avançaram, sobretudo, no exame do dever de diligência e da regra da decisão negocial (*business judgment rule*). Embora por vezes inadvertidamente considerados como intercambiáveis, o dever de diligência é padrão de conduta, que não se confunde com um padrão de revisão. A regra da decisão negocial, por sua vez, é um padrão de revisão<sup>8</sup>, que em nossa jurisprudência administrativa<sup>9</sup> protege decisões tomadas de modo informado, refletido e desinteressado.

12. Confundir o dever de diligência com a *business judgment rule* conduziria à conclusão de que uma decisão interessada não poderia ser considerada diligente, o que, a toda evidência, não corresponde à realidade, nem reflete o sistema da nossa lei. O administrador interessado que toma uma decisão negocial pode não estar protegido pela

---

<sup>7</sup> EISENBERG, Melvin Aron. *The Divergence of Standards of Conduct and Standards of Review in Corporate Law*. 62 Fordham Law Rev. 437 (1993). Disponível em: <http://ir.lawnet.fordham.edu/fr/vol62/iss3/1>.

<sup>8</sup> A doutrina, em especial a norte-americana, diverge quanto à natureza da *business judgment rule*, havendo quem a considere uma presunção, um padrão de diligência, uma regra de abstenção ou um padrão de revisão. Para um resumo dessa discussão, cf. SMITH, D. Gordon, *The Modern Business Judgment Rule*. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=2620536>.

<sup>9</sup> PARGENDLER, Mariana. *Responsabilidade Civil dos Administradores e Business Judgment Rule no Direito Brasileiro*. Revista dos Tribunais (São Paulo. Impresso), v. 953, p. 51-74, 2015.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

*business judgment rule*, fato que não lhe exime, de modo algum, de atuar de forma diligente e tampouco permite concluir, sozinho, pela falta de diligência.

### ***A experiência norte-americana***

13. Faço essa digressão para justificar um breve exame da jurisprudência norte-americana. A toda evidência, os processos instaurados pela CVM não são decididos com base no direito comparado, mas a experiência de outras jurisdições sempre foi e continua sendo uma importante fonte para o desenvolvimento de nossas regras e da nossa jurisprudência administrativa, especialmente em casos que analisam violações aos deveres fiduciários e que, conseqüentemente, requerem a definição dos comportamentos adequados à concretização de deveres enunciados, aqui e lá fora, de forma propositadamente vaga e dos padrões de revisão que podem ser utilizados pelo julgador<sup>10</sup>.

14. Com relação aos padrões de revisão – mais especificamente, a possibilidade de utilização de critérios diferenciados de revisão para membros do mesmo órgão colegiado – a jurisprudência norte-americana não é totalmente apaziguada. De fato, e tomando como referência o Estado de Delaware, verifica-se, em certos julgados, a aplicação de padrões diferenciados para conselheiros<sup>11</sup> e, em outros, a determinação de um critério único para revisão da atuação de todo o conselho a partir da avaliação da composição do órgão<sup>12-13</sup>. Esse segundo posicionamento, até onde sei, prevalece nos

---

<sup>10</sup> V. p. ex. PAS CVM nº RJ 2005/1443, j. em 10.5.2006, Dir. Rel. Pedro Marcilio de Sousa; PAS CVM nº RJ2007/4476, j. em 12.03.2008, Dir. Rel. Eli Loria (em especial o voto do Dir. Marcos Pinto); e PAS CVM nº RJ2008/9574, j. em 27.11.2012, Dir. Rel. Ana Dolores Novaes.

<sup>11</sup> V. p. ex. a decisão da Suprema Corte de Delaware em *In Re Cornerstone § Therapeutics Inc, Stockholder Litigation* (2015).

<sup>12</sup> Como destacado pelo Diretor Marcos Barbosa Pinto no Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2007/4476, j. em 12 de março de 2008: “A jurisprudência norte-americana reconhece, nesse sentido, que o afastamento da presunção de aplicação da *business judgement rule* exige provas mais detalhadas e contundentes no caso de decisão tomada por maioria independente do que nas hipóteses de deliberações em que predominaram os votos de administradores não independentes. Cf., por exemplo: *Panter v. Marshall Field & Co.* 646 F.2d 271 7th Cir. (C.A.III. 1981); *Gries Sports Enterprises, Inc. v. Cleveland Browns Football Co., Inc.* 26 Ohio St.3d 15 (Ohio 1986); *Ivanhoe Partners v. Newmont Min. Corp.* 535 A.2d 1334 (Del. 1987); *NCR Corp. v. American Tel. and Tel. Co.* 761 F.Supp. 475 (S.D.Ohio 1991); *Unitrin, Inc. v. American General Corp.* 651 A.2d 1361 (Del. 1995) e *In re Tyson Foods, Inc.* 919 A.2d 563 (Del. Ch. 2007).”

<sup>13</sup> V. p. ex. LITTLE, Robert B.; ORIEN, Joseph A. *Determining the Likely Standard of Review in Delaware M&A Transactions*. Disponível em <https://corpgov.law.harvard.edu/2017/04/28/determining-the-likely-standard-of-review-in-delaware-ma-transactions-2/>



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

casos lá instaurados para apurar eventual violação dos deveres fiduciários em razão da fixação de remuneração.

15. Na jurisprudência de Delaware, as decisões dos administradores acerca de suas próprias remunerações são consideradas interessadas e, conseqüentemente, sujeitas a um escrutínio detalhado dos tribunais caso questionadas<sup>14</sup>. Em termos gerais, os tribunais daquele Estado não distinguem tais deliberações daquelas tomadas em outras matérias nas quais os administradores possuem um interesse pessoal. Em todas essas situações, analisa-se se a deliberação, em sua totalidade, foi justa (*fair*) para a companhia. Em termos práticos, o teste de justiça integral (*entire fairness*) se desdobra em duas avaliações, uma no tocante aos procedimentos adotados (*fair dealing*) e outra envolvendo um exame substancial das condições do negócio (*fair price*)<sup>15</sup>.

16. Por outro lado, os tribunais de Delaware admitem que os administradores adotem certos procedimentos e cautelas a fim de blindarem sua decisão. Tal qual em outras matérias passíveis de contaminação por interesses conflitantes, busca-se estimular a adoção de procedimentos que garantam a proteção dos interesses da sociedade, assegurando uma negociação real entre a sociedade e a parte relacionada interessada (no caso da remuneração, os administradores). Quando os procedimentos são considerados hígidos e suficientes, os tribunais, a princípio, se eximem de tecer

---

<sup>14</sup> No regime da Lei nº 6.404/1976, cabe aos acionistas aprovar a remuneração da administração (artigo 152). Na prática, contudo, os acionistas normalmente aprovam uma verba global, cuja divisão cabe aos próprios interessados (os administradores). A atuação dos administradores fixando sua própria remuneração, dentro dos limites dados pela assembleia geral, é claramente passível de conflitos, o que a meu ver torna interessantes as discussões travadas nos Estados Unidos.

<sup>15</sup> Na clássica decisão da Suprema Corte de Delaware em *Weinberger v. UOP* (1983): “*The concept of fairness has two basic aspects: fair dealing and fair price. The former embraces questions of when the transaction was timed, how it was initiated, structured, negotiated, disclosed to the directors, and how the approvals of the directors and the stockholders were obtained. The latter aspect of fairness relates to the economic and financial considerations of the proposed merger, including all relevant factors: assets, market value, earnings, future prospects, and any other elements that affect the intrinsic or inherent value of a company's stock. (...) However, the test for fairness is not a bifurcated one as between fair dealing and price. All aspects of the issue must be examined as a whole since the question is one of entire fairness. However, in a non-fraudulent transaction we recognize that price may be the preponderant consideration outweighing other features of the merger. Here, we address the two basic aspects of fairness separately because we find reversible error as to both.*” O conceito, naturalmente, evoluiu ao longo dos últimos 35 anos, mas o enunciado de *Weinberger* continua, em linhas gerais, válido.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

considerações acerca do mérito da decisão tomada. Aplica-se, conseqüentemente, a *business judgment rule*<sup>16</sup>.

17. Na prática norte-americana, as companhias abertas usualmente adotam comitês de remuneração compostos por membros independentes<sup>17</sup>. Ademais, em razão da natureza colegiada e deliberativa do órgão, entende-se que a simples participação do conselheiro interessado na decisão colegiada acerca da sua remuneração não afasta a aplicação da regra da decisão negocial, que continua cabível desde que a maioria dos membros do conselho não tenha interesse na matéria. Nesse sentido, a decisão da Suprema Corte de Delaware em *Aronson v. Lewis* (1984), ao discorrer sobre os princípios que norteiam a aplicação da *business judgment rule*:

*“First, its protections can only be claimed by disinterested directors whose conduct otherwise meets the tests of business judgment. From the standpoint of interest, this means that directors can neither appear on both sides of a transaction nor expect to derive any personal financial benefit from it in the sense of self-dealing, as opposed to a benefit which devolves upon the corporation or all stockholders generally. (...) Thus, if such director interest is present, and the transaction is not approved by a majority consisting of the disinterested directors, then the business judgment rule has no application whatever in determining demand futility.”*<sup>18</sup> (sem grifos no original)

18. No mesmo sentido, a decisão da Chancery Court de 2014 no caso *Lee v. Pincus*:

*“[The plaintiff] has pled facts sufficient to rebut the business judgment standard of review because the [transaction] was not approved by a majority of disinterested and independent directors.”*<sup>19</sup>

19. Destaco que os casos citados nos parágrafos anteriores encontram menção na mais recente decisão da Suprema Corte de Delaware acerca do assunto: in *Re Investors Bancorp, Inc. Stockholder Litigation*, de dezembro de 2017. Esse último caso, é importante destacar, discutiu o padrão de revisão aplicável a uma decisão interessada do conselho de administração na outorga, aos seus próprios membros, bem como a outros

---

<sup>16</sup> Conforme explorado com mais detalhe a seguir, a jurisprudência norte-americana ressalva, ainda, que a *business judgment rule* não se aplica a decisões teratológicas (usualmente definidas como irracionais). V. itens 49 e ss. deste voto.

<sup>17</sup> V. NYSE Listed Company Manual Section 303A.05 e NASDAQ Stock Market Listing Rule 5605(d)(2)(A).

<sup>18</sup> 473 A.2d 805 (1984). Sem grifos no original.

<sup>19</sup> 2014 WL 6066108 (Del. Ch. Nov. 14, 2014)



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

executivos, de opções de compra de ações. Mais especificamente, a Suprema Corte de Delaware decidiu em que situações a aprovação ou ratificação do plano de opções pela assembleia geral é suficiente para que tais decisões sejam revistas com base na *business judgment rule*<sup>20</sup>.

20. Dessa forma, parece-me que a abordagem proposta pelo Relator é diversa daquela que prevalece em Delaware para casos similares, por pelo menos dois motivos. Primeiramente, por aplicar padrões diferenciados de revisão para conselheiros interessados e desinteressados, enquanto em Delaware a conduta de todos os conselheiros é analisada a partir de um mesmo critério, definido diante da avaliação de diversos elementos, tais quais a composição do órgão e a adoção de determinados procedimentos. Em segundo lugar, por propor solução mais rigorosa do que a dos tribunais de Delaware, que são conhecidos pela maior propensão a rever o mérito de decisões dos administradores<sup>21</sup>, mas que têm, a princípio, analisado decisões tomadas por um conselho composto por uma maioria desinteressada, como o presente, pela ótica da *business judgment rule*.

### ***A experiência brasileira (1): as similitudes e diferenças entre este caso e os precedentes***

21. A experiência norte-americana, naturalmente, não define o direito pátrio. Contudo, a linha adotada pelo Relator diverge daquela adotada pelo Colegiado da CVM nas duas recentes oportunidades em que se apreciou a atuação do conselho de administração em questões referentes à fixação da remuneração dos seus membros, a saber, Processos Administrativos Sancionadores CVM nº RJ2011/5211, julgado em 1º de julho de 2015 (“Caso Altona”), e RJ2014/5099, julgado em 15 de março e 12 de abril

---

<sup>20</sup> Essa discussão, é importante que se diga, ainda precisa ser resolvida no Brasil. Com efeito, em mais de uma oportunidade a CVM manifestou preocupação com os limites a serem observados quando da outorga, pela assembleia geral, de poderes a outro órgão da companhia para a gestão de plano de opção de compra de ações ou de outro plano de remuneração baseado em ações. Vide decisões do Colegiado da CVM nos Processos nº RJ2009/11977 e RJ2011/4494, analisados, respectivamente, nas reuniões de 10.08.2010 e 27.01.2012.

<sup>21</sup> “U.S. (and specially Delaware) courts are much more willing than courts elsewhere to review conflicted transactions for fairness even when it requires second guessing the merit of business choices that were tainted by self-interest”. ENRIQUES, Luca; HERTIG, Gerard; KANDA, Hideki; PARGENDLER, Mariana. “Related Party Transactions” in: KRAAKMAN, Reinier; ARMOUR, John; DAVIES, Paul; ENRIQUES, Luca; HANSMAN, Henry; HERTIG, Gerard; HOPT, Klaus; KANDA, Hideki; PARGENDLER, Mariana; RINGE, Wolf-Georg; ROCK, Edward. *The Anatomy of Corporate Law – A Comparative and Functional Approach*. 3rd Ed. Oxford University Press, 2017, p. 164.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

de 2016 (“Caso WLM”). O Diretor Pablo Renteria foi relator do primeiro caso e redigiu o voto condutor no segundo no tocante à responsabilidade do conselho de administração.

22. Em ambos os precedentes, a conduta de todos os conselheiros foi analisada a partir dos mesmos critérios, em linha com a jurisprudência dessa casa (v. o já referido voto do Diretor Marcos Pinto no PAS CVM nº RJ2007/4476). No Caso Altona, havia uma particularidade que distinguia uma acusada dos demais conselheiros: o fato dela ser a beneficiária da remuneração questionada e, conseqüentemente, ter um interesse direto na matéria. Tal fato foi considerado pelo Colegiado na apreciação das condutas, tendo, ao final, se refletido na dosimetria das penas.

23. Não vejo razão para não seguirmos nesse caso a orientação dos precedentes, motivo pelo qual diverjo do Relator e proponho que as condutas de todos os acusados sejam analisadas a partir do mesmo padrão de revisão. Esse ponto, aliás, já havia sido debatido pelo Colegiado por ocasião do exame da proposta do Relator de nova definição jurídica dos fatos<sup>22</sup>. Naquele momento, prevaleceu o entendimento do Diretor Pablo Renteria, que assinalou, com propriedade, que “sendo o conselho de administração órgão colegiado, todos aqueles que concorreram para a formação da vontade coletiva devem, a princípio, responder, nos mesmos termos, pelas irregularidades eventualmente cometidas”.

24. Indo adiante, cumpre ressaltar que os interesses potencialmente conflitantes neste caso se colocam de forma muito menos aguda do que nos precedentes. No Caso Altona, o conselho de administração deliberava acerca da fixação da remuneração de sua presidente, a qual era, ademais, controladora da companhia. Assim, embora os demais administradores, que representavam a maioria do conselho, não tivessem interesse direto na matéria, é possível argumentar que eles estavam em uma posição, no mínimo, desconfortável para se opor à controladora majoritária, cuja participação lhe permitia, sozinha, destituir os eventuais dissidentes e eleger conselheiros que aceitassem os seus pleitos. Já no Caso WLM, os membros do conselho de administração foram acusados e condenados por terem proposto e fixado remunerações exorbitantes para eles próprios e para os diretores da companhia. Ou seja, todos os conselheiros eram interessados na matéria.

---

<sup>22</sup> Deliberada nas reuniões do Colegiado realizadas em 25.10.2016 e 31.01.2017





## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

25. Neste caso, ao revés, temos uma companhia com capital razoavelmente disperso e com um conselho majoritariamente composto por membros independentes e desinteressados. Ou seja, as condições para que os conselheiros desinteressados atuassem no interesse da companhia e entabulassem uma efetiva negociação com os administradores interessados eram, indubitavelmente, maiores do que aquelas que existiam nos precedentes. Ademais, a farta documentação acerca do processo decisório indica que uma real negociação de fato ocorreu, o que fica evidente a partir do destacado na seção IV.2 do voto do Relator.

26. Além dessa importante distinção fática, cabe registrar que, nos precedentes, os administradores eram acusados de infringir tanto o artigo 152 quanto o artigo 154, enquanto no presente caso discute-se a responsabilidade apenas pela violação a este segundo dispositivo. No entanto, ao contrário dos aspectos factuais que distinguem este processo dos julgados anteriores, o fato da acusação ora em análise não fazer referência ao artigo 152 não resulta em um desvio significativo em relação à citada jurisprudência, visto que referido dispositivo, como se sabe, enuncia de forma propositadamente ampla os critérios que devem nortear a definição da remuneração dos administradores.

27. A meu ver, os parâmetros do artigo 152 da Lei nº 6.404/1976 não estabelecem um dever fiduciário autônomo para os administradores<sup>23</sup>, nem fixam um padrão próprio para revisão de decisões relativas à remuneração. Ao contrário, os critérios ali previstos devem ser aplicados de forma articulada com os deveres estabelecidos nos artigos 153, 154 e 155 da Lei Societária. Nessa perspectiva, o artigo 152 qualifica os deveres fiduciários enunciados nos dispositivos que o seguem, temperando-os para um contexto específico.

### ***A experiência brasileira (2): o papel da CVM na revisão das decisões dos administradores relativas à remuneração, segundo os precedentes***

28. Este entendimento está em linha com aquele consagrado nos julgamentos dos Casos Altona e WLM. Nos dois casos, a alegada infração era relacionada ao *quantum* remuneratório, que, de acordo com a acusação, seria excessivo e incompatível com o artigo 152 da Lei nº 6.404/1976, o que configuraria uma infração ao artigo 154 daquele

---

<sup>23</sup> O que não significa dizer que em certos casos a acusação pode ser formulada unicamente com base no artigo 152 da Lei nº 6.404/1976. Um exemplo seria casos em que a acusação decorre do pagamento de uma remuneração aos administradores sem a aprovação da assembleia, usurpando, assim, a competência atribuída a tal órgão pelo citado dispositivo.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

mesmo diploma. Todavia, os principais conceitos fixados nos precedentes podem ser também empregados em outras questões relacionadas à remuneração, tais como decisões acerca da sua composição – por exemplo, na forma como a companhia irá se valer de remuneração fixa, remuneração variável ou remuneração baseada em ações.

29. Em ambos os precedentes, prevaleceu o entendimento de que **não cabe à CVM emitir um juízo de adequação da remuneração paga aos administradores**. No Caso Altona, o Diretor Relator Pablo Renteria assinalou que “o disposto no art. 152 deve ser interpretado como norma destinada a disciplinar o processo decisório por meio do qual os valores das remunerações são estabelecidos. Ou seja, o mencionado preceito legal estabelece as balizas sobre as quais deve ser elaborada a justificativa para a definição dos valores de remuneração.” Por tal motivo, **“cabe à CVM examinar tal justificativa a fim de verificar a sua aderência aos critérios legais e, em última instância, ao interesse social”**.

30. No mesmo sentido, o Diretor Pablo Renteria destacou no caso WLM que “o art. 152 da Lei nº 6.404/1976 deve ser compreendido como norma de natureza procedimental, destinada a disciplinar o processo decisório a respeito da remuneração dos administradores de sociedades por ações. Nesse contexto, cabe à CVM examinar o referido processo decisório com vistas a verificar se ele foi conduzido tendo em conta os critérios estabelecidos no art. 152 e, em última instância, o interesse social.”

31. As razões para essa abordagem foram bem sintetizadas no voto então proferido pelo Diretor Relator no Caso Altona:

“16. Nesse ponto, creio importante fazer algumas considerações sobre o modo pelo qual a CVM deve verificar o cumprimento do disposto no art. 152 por parte dos membros do conselho de administração de companhias que definem a remuneração dos administradores, inclusive a sua própria. Entendo que não seria acertado a CVM verificar o cumprimento do mencionado dispositivo com base em uma avaliação própria – e independente daquela feita pela administração da companhia – acerca da aderência dos valores fixados aos critérios legais. Isto porque tais parâmetros são enunciados na forma de conceitos propositadamente abertos, como “competência” e “reputação profissional”, os quais, inegavelmente, conferem certa margem de apreciação aos administradores. Disso se segue que a decisão quanto à definição das verbas de remuneração envolve, necessariamente, a formulação de um julgamento e, sendo assim, não me parece correto que a CVM conclua pelo descumprimento do mencionado art. 152 apenas porque o seu julgamento não coincide com aquele da administração.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

17. Além disso, estou convicto de que, na imensa maioria dos casos, a avaliação feita pela própria administração se revelaria muito mais sábia do que aquela eventualmente alcançada pelo órgão regulador. Afinal, os administradores se encontram em melhor posição para apreciar quais são as práticas de remuneração que convém adotar no interesse da companhia. São eles que possuem as informações necessárias a fim de decidir quais são as estruturas e os valores de remuneração que permitem recrutar e reter bons profissionais, bem como promover o saudável alinhamento de interesses entre administradores e a companhia.”

32. Cabe assinalar que a abordagem mais cautelosa adotada pela CVM nos referidos precedentes não destoia da experiência predominante em outras jurisdições. Nesse sentido, vale transcrever a lição de Gower e Davies:

*“The courts have been unwilling to scrutinise directors’ remuneration decisions on grounds of excess or waste, refusing even to prescribe that pay must be set by reference to market rates, provided the decision on remuneration is a genuine one and not an attempt, for example, to make distributions to shareholders/directors where there are no distributable profits. This is probably a wise decision on the part of the courts, which might otherwise find themselves saddles with developing a general policy about the remuneration of directors of large companies. (...)*

*In this situation of abstention from settling the substantive issue, attention focuses on procedure within the company for the setting of directors’ remuneration.”<sup>24</sup>*

33. É importante destacar, todavia, que o exame do processo decisório relativo à remuneração nos dois precedentes foi distinto daquele que usualmente é empregado nos casos instaurados para apurar violações ao dever de diligência e analisados sob a ótica da *business judgment rule*. Afinal de contas, o referido padrão de revisão protege decisões informadas, refletidas e desinteressadas<sup>25</sup>, e o artigo 152, especialmente quando combinado com o artigo 154, não pode ser construído como estabelecendo um critério funcionalmente equivalente à *business judgment rule*, adstrito a aspectos procedimentais, para decisões interessadas.

### ***A experiência brasileira (3): o padrão de conduta e o padrão de revisão do artigo 154***

<sup>24</sup> DAVIES, Paul L.; WORTHINGTON, Sarah; MICHELER, Eva. *Gower & Davies: Principles of Modern Company Law*. 9th Ed. Londres: Sweet and Maxwell, 2012, p. 401.

<sup>25</sup> V. o já mencionado voto do Diretor Relator Pedro Marcilio no Processo Administrativo Sancionador.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

34. Assim como nos precedentes, os administradores da HRT não foram acusados de violar o dever de diligência, que usualmente é analisado sob uma perspectiva meramente procedimental, mas de violar o artigo 154, *caput*, da Lei Societária, que determina que “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”.

35. O núcleo do artigo 154 exige que o administrador atue no interesse da companhia. Trata-se, portanto, de um poder-função. Os comandos constantes dos parágrafos são, de fato, concretizações dessa regra, formalizando o dever do administrador de atuar com independência em relação àqueles que o elegeram (§1º) e a proibição da prática de certos atos, listados no §2º, considerados aprioristicamente como potencialmente danosos, seja por serem contrários aos interesses da companhia, seja por macularem a independência do administrador.

36. Embora a CVM já tenha julgado diversas acusações de infração ao artigo 154, o conteúdo do referido padrão de conduta e o padrão de revisão a ele associado ainda não receberam a mesma sistematização do dever de diligência. Dentre as possíveis explicações para esse fato, pode-se destacar a justificada cautela do Colegiado em adotar abordagens excessivamente invasivas do mérito de decisões negociais, bem como o fato de a proibição de atuar em desvio de poder estar, em certa medida (inclusive na topografia da Lei Societária, reconhecida pela sua brilhante sistematização), colocada entre os dois deveres fiduciários classicamente estudados: o dever de diligência e o dever de lealdade.

37. As linhas que delimitam a abrangência de cada um desses deveres são, muitas vezes, pouco claras. Como bem assinala Luis Felipe Spinelli, os deveres enunciados na Seção IV do Capítulo XII da Lei nº 6.404/1976 são todos “extremamente próximos, com influência mútua – não há, portanto, separação clara”<sup>26</sup>. O artigo 154 é, por vezes, apresentado como uma das representações do dever de lealdade ao lado do artigo 155, enquanto outras abordagens destacam a acentuada interpenetração entre o dever de atuar no interesse da companhia e o dever de diligência do artigo 153. Nesse sentido, Flavia Parente indica tratem-se os comandos dos artigos 153 e 154 de deveres

---

<sup>26</sup> SPINELLI, Luis Felipe. *Conflito de Interesses Na Administração da Sociedade Anônima*. São Paulo: Malheiros, 2012, p. 96.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

complementares<sup>27</sup>, que eram inclusive apresentados em conjunto na Lei Societária anterior.

38. De fato, pode-se dizer que o **artigo 153** estabelece o **modo** pelo qual o administrador deve atuar (diligente) enquanto o **artigo 154** enuncia a **finalidade** que deve nortear essa atuação (obtenção de lucro mediante exploração do objeto social, respeitadas as exigências do bem público e da função social da empresa). Nesse sentido, aliás, o professor José Alexandre Tavares Guerreiro destaca o caráter nitidamente finalístico do artigo 154<sup>28</sup>. No mesmo sentido, Luiz Antonio Sampaio Campos assinala que “o interesse social representa, portanto, a diretriz e o limite da discricionariedade atribuída aos administradores em relação à conduta da companhia”<sup>29</sup>.

39. A complementaridade entre os artigos 153 e 154 requer que se utilizem lentes distintas para apurar meras falhas de diligência e episódios de desvio de poder. Quando se avalia apenas diligência, o foco da discussão é o procedimento. Nesse sentido, as decisões da CVM que buscaram sistematizar a *business judgment rule* brasileira indicam que o referido teste não é aplicável a decisões interessadas, nem aos casos em que existem evidências de fraude ou de má-fé. Nota-se, portanto, que prévia ou concomitantemente à análise procedimental pode-se verificar se existem indícios dos problemas que previnem a aplicação da regra da decisão negocial.

40. Já o artigo 154 exige que o administrador adote não “apenas uma conduta formalmente de acordo com os preceitos da LSA, mas, sim, materialmente em linha com os seus preceitos”<sup>30</sup>. Por tal motivo, o exame de desvio de poder não se esgota em

---

<sup>27</sup> PARENTE, Flávia. *O dever de diligência dos administradores de sociedades anônimas*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, p. 148. No mesmo sentido, v. o voto da Diretora Norma Parente no Inquérito Administrativo CVM nº 04/99, j. em 17 de abril de 2002.

<sup>28</sup> Vale transcrever trecho da lição do professor Guerreiro: “A lei impõe deveres específicos aos administradores, deveres esses que se entroncam na ampla proposição contida no artigo 153, segundo o qual o administrador da companhia deve empregar, no exercício de suas funções, o cuidado e diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração de seus próprios negócios. A imposição de tais deveres, pela lei, apresenta conteúdo nitidamente finalístico, como se infere do art. 154, uma vez que a atividade dos administradores somente se legitima na medida em que se dirige à consecução dos fins sociais e no interesse da companhia, satisfeita, ainda, as exigências do bem público e da função social da empresa”. GUERREIRO, José Alexandre Tavares. “Responsabilidade dos administradores de sociedades anônimas”. In: *Revista de direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: Revista dos Tribunais, v. 42, 1981, pp. 73-74.

<sup>29</sup> CAMPOS, Luiz Antonio Sampaio. “Órgãos Sociais”. In: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (Org.) *Op. Cit.*, p. 808.

<sup>30</sup> *Idem*, p. 816.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

uma análise acerca da independência e do interesse do administrador. Com efeito, para que o artigo 154 cumpra com a sua finalidade, a revisão em casos de suspeita de desvio requer um olhar diferente e uma consulta mais abrangente, que busque apurar se atos praticados pelos administradores, ainda que formalmente corretos, buscavam de fato atingir fins ilegais, contrários à ordem pública ou aos interesses da companhia<sup>31</sup>.

41. Essa abrangência deve, contudo, ser delimitada com temperança, sob pena de se transformar uma obrigação de meio em uma de resultado. O *caput* do artigo 154 não dá ao julgador um poder indiscriminado para rever as decisões dos administradores. Em especial, não autoriza sindicar se a decisão tomada era a “melhor” ou mesmo a “mais adequada” dentre as possíveis. O exame acerca do exercício desviado do poder-função atribuído aos administradores não constitui, destarte, um juízo de razoabilidade ou de adequação. O que se exige é um exame das justificativas apresentadas para aquela decisão e de eventuais indícios de que o administrador exerceu os poderes que lhe foram atribuídos em função para satisfazer interesses outros que não os da companhia.

42. “A noção de desvio de poder no âmbito societário advém daquela desenvolvida pelo direito administrativo”, assinala Flavia Parente<sup>32</sup>. É no direito administrativo, portanto, que inicia o exame sobre a forma como se poder aferir o desvio de poder no caso concreto.

43. Em seu trabalho sobre o tema, José Cretella Junior assinala, com base na lição de Waline, que quando o administrador usa os poderes de que dispõe para atingir fins escusos, normalmente tomará o cuidado de adotar as formalidades necessárias e apresentar um pretexto legal. Provar o desvio de poder requer, portanto, que se desmascare o ardil<sup>33</sup>.

44. É fácil perceber a importância que a prova indiciária (que não se confunde com indícios isolados) tem em casos que buscam apurar o desvio de poder, dado a natureza insidiosa do ilícito. Cretella Jr. assinala, contudo, que os indícios devem ser manejados com cautela, resguardando as medidas administrativas de “abusos que, a qualquer

---

<sup>31</sup> EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Volume III. 2ª Edição, Revista e Ampliada. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 130.

<sup>32</sup> PARENTE, Flávia. *Op. Cit.*, p. 138. V. ainda COMPARATO, Fabio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*. 6ª edição. Rio de Janeiro: Forense, 2014, p. 315.

<sup>33</sup> CRETELLA Jr., J. *Anulação do Ato Administrativo por Desvio de Poder*. São Paulo: Forense, 1978, p. 103 e p. 119.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

pretexto, poderiam verificar-se por parte dos administrados ou de terceiros interessados. Do contrário, todos os atos editados pelos agentes administrativos correriam o risco de serem impugnados por espírito de chicana política”<sup>34</sup>.

45. Com essa ressalva, Cretella Jr. destaca, a partir das experiências francesa e italiana, os principais sintomas (ou indícios) do desvio de poder no direito administrativo, dentre os quais destaco, como exemplos: (i) contradição do ato com atos posteriores ou anteriores; (ii) motivação exagerada, contraditória ou insuficiente; (iii) alteração dos fatos; (iv) ilogicidade manifesta; (v) disparidade de tratamento; e (vi) precipitação com que o ato foi editado<sup>35</sup>. Feitas as adaptações necessárias, parece-me que tais indícios podem também ser utilizados no âmbito do direito societário.

46. Voltando ao caso em tela, destaco não ter identificado nenhuma prova cabal de desvio de poder. Esse fato, naturalmente, não é suficiente para concluir pela inocência dos acusados ou mesmo pela impossibilidade de apenação, posto que os casos dessa natureza são frequentemente analisados com base em provas indiciárias.

47. Ademais, não encontrei no caso elementos que indicassem que a maioria do conselho tivesse interesse na matéria questionada ou que não tenha atuado de modo independente. Dos indícios que tipicamente embasam o exame do desvio de poder no direito administrativo, parece-me que a decisão questionada no caso em tela poderia ser revisitada, sobretudo, a fim de checar se há ilogicidade manifesta, que, segundo Cretella Jr., “é revelada pelo contraste insanável de várias partes da medida, como, por exemplo, entre os diversos incisos da motivação ou entre a motivação e o dispositivo”<sup>36</sup>.

48. O conceito não é, em essência, estranho ao direito societário. Os administradores das sociedades anônimas têm, dentro dos limites estabelecidos na lei e nos estatutos, discricionariedade para administrar a companhia e o mérito de suas decisões não deve ser revisto, desde que atuem com a diligência e a lealdade exigidas na lei.

49. O dever de diligência impõe aos administradores que se informem acerca dos assuntos que lhes são submetidos e dediquem tempo (dentro das possibilidades) para a tomada de decisões refletidas. Nesse cenário, embora se reconheça que o juízo de

---

<sup>34</sup> Idem, p. 104.

<sup>35</sup> Idem, p. 108.

<sup>36</sup> Idem, p. 112.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

razoabilidade do administrador<sup>37</sup> é, a princípio, insindicável, não se pode proteger decisões irracionais<sup>38</sup>. Afinal de contas, não se pode conceber que um administrador qualificado, atuando de forma leal e diligente e tendo como norte os interesses da companhia, tome uma decisão teratológica. Cito, mais uma vez, Melvin Aron Eisenberg:

*“Similarly, most courts have not limited the standard of review under the business-judgment rule to subjective good faith, but instead have employed a standard that involves some objective review of the quality of the decision, however limited. As William Quillen, formerly a leading Delaware judge, has stated: ‘[T]here can be no question that for years the courts have in fact reviewed directors’ business decisions to some extent from a quality of judgment point of view. Businessmen do not like it, but courts do it and are likely to continue to do it because directors are fiduciaries.’ Even courts that seem to use the term ‘good faith’ in relatively subjective way nevertheless almost always review the quality of decisions under the guise of a rule that the irrationality of a decision shows bad faith. Courts have adopted an objective element because a subjective-good-faith standard would depart too far from the general principles of law that apply to private individuals. Serious problems would arise if*

---

<sup>37</sup> Vale ressaltar que o teste da justiça integral a que se refere o Diretor Relator é mais invasivo do que o teste de razoabilidade. Sobre o assunto, vale citar a lição de Clark: *“A conventional statement of the chief judge-made limitation on executive compensation is that it must be based on services performed for the corporation and must be ‘reasonable’ in amount. Put another way, the amount of compensation must bear a ‘reasonable’ relationship to the value of the services performed to the corporation. Since the fixing of the executive compensation often involves some element of at least de facto self-dealing, one may wonder why the courts do not simply deploy the fairness test used in the scrutiny of basic self-dealing. Does the difference in terminology has any significance? Yes, it marks a real difference in judicial practice. Executive compensation is scrutinized in a less exacting way than are other contracts with interested officers. (...) The relatively loose scrutiny of executive compensation under corporate law principles reflects the difficulty of constructing a set of controls that are both justified and meaningful.”* CLARK, Robert Charles. *Corporate Law*. Boston: Little, Brown and Company, 1986, p. 192 (sem grifos no original).

<sup>38</sup> Que não se confunde com o exame de razoabilidade, como ressalta o então vice-chancellor Leo Strine em *In re Netsmart Technologies, Inc. Shareholders Litigation*: *“What is important and different about the Revlon standard is the intensity of judicial review that is applied to the directors’ conduct. Unlike the bare rationality standard applicable to garden-variety decisions subject to the business judgment rule, the Revlon standard contemplates a judicial examination of the reasonableness of the board’s decision-making process. Although linguistically not obvious, this reasonableness review is more searching than rationality review, and there is less tolerance for slack by the directors. Although the directors have a choice of means, they do not comply with their Revlon duties unless they undertake reasonable steps to get the best deal.”*





## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

*even an irrational business decision was protected solely because it was made in subjective good faith.*”<sup>39</sup> (sem grifos no original)

50. Como bem anota Ricardo Costa, decisões irracionais são aquelas “incompreensíveis, absurdas, sem explicação coerente ou fundamento plausível”<sup>40</sup>. No mesmo sentido, Allen, Jacobs e Strine, definem como irracional “aquela decisão tão descaradamente imprudente que chega ser inexplicável, no sentido de que nenhuma pessoa bem motivada e minimamente informada poderia tê-la tomado”<sup>41</sup>. É nítido, portanto, o paralelo entre o filtro de racionalidade desenvolvido na seara societária com a ilicitude manifesta a que se referem os administrativistas<sup>42</sup>.

51. A maior parte dos casos envolvem decisões que, indubitavelmente, passam pelo teste de racionalidade, que basicamente exige que as decisões possam ser justificadas de modo minimamente aceitável. Com efeito, uma possível explicação para o filtro de racionalidade ser pouco discutido decorre do fato de que esse, quando aplicado da forma correta, se traduz na fixação do sarrafo em um patamar que é facilmente transposto. Como assinala Eisenberg:

*“To see how exceptional a rationality standard is, we need only think about the judgments we make in everyday life. It is common to characterize a person's conduct as imprudent or unreasonable, but it is very uncommon to characterize a person's conduct as irrational. Unlike a subjective-good-faith standard, a rationality standard preserves a minimum and necessary degree of director and officer accountability. Further, a rationality standard allows courts to enjoin directors and officers from taking actions that would waste the corporation's assets.”*<sup>43</sup>

<sup>39</sup> EISENBERG, Melvin Aron. *Op. Cit.*, p. 442.

<sup>40</sup> COSTA, Ricardo; DIAS, Gabriela Figueiredo. “Comentários ao Artigo 64”. In: ABREU, Jorge M. Coutinho de (Coord.). *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, Vol. 1. 2ª Edição. Coimbra: Editora Almedina, 2017, p. 782.

<sup>41</sup> Tradução livre. No original: “That result flows from the definition of an irrational decision –one that is so blatantly imprudent that it is inexplicable, in the sense that no well-motivated and minimally informed person could have made it.” ALLEN, William T.; JACOBS, Jack B.; STRINE, Leo E. “Realigning the Standard of Review of Director Due Care with Delaware Public Policy: A Critique of *Van Gorkom* and its Progeny as a Standard of Review Problem”. In: *Northwestern University Law Review*, Vol. 96, 2002, p. 452.

<sup>42</sup> “An obvious example of a decision that fails to satisfy the rationality standard is a decision that cannot be coherently explained”. EISENBERG, Melvin Aron. *Op. Cit.*, p. 443.

<sup>43</sup> EISENBERG, Melvin Aron. *Op. Cit.*, p. 443.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

52. Esse juízo de racionalidade (ou logicidade) é fundamental para permitir que a revisão do artigo 154 complemente de modo efetivo a do artigo 153, evitando que procedimentos vazios, instituídos apenas com o intuito de criar uma falsa aparência de governança, tenham sucesso em proteger administradores de má-fé. Nesse sentido, o então Diretor Otavio Yazbek ressaltou que “ao lado de uma proteção contra decisões tomadas sem a cautela necessária (v.g., de forma desinformada e sem reflexão), em infração ao art. 153, a lei acionária também estabeleceu, agora no art. 154, uma proteção contra decisões absolutamente irracionais do ponto de vista dos fins e do interesse social”<sup>44</sup>.

53. É claro que não se pode adotar uma postura excessivamente cética, que por medo de desvios negue aprioristicamente o valor aos procedimentos consagrados no direito societário, aqui e alhures. Assim, a fim de constatar o possível desvio de poder, deve-se analisar criticamente as justificativas apresentadas pelos administradores e verificar se existem provas indicando que o ato questionado de fato não foi praticado no interesse da companhia.

### III. ANÁLISE DO *SEVERANCE PACKAGE*

#### *Breves considerações acerca da decisão que aprovou o pacote de indenizações*

54. Como ressaltai no início deste voto, estamos aqui analisando uma decisão colegial que, ao menos nos aspectos formais, é independente e desinteressada. Destaco, ademais, que não existe qualquer indício específico no caso que indique que as deliberações do conselho de administração acerca do *Severance Package* tenham buscado beneficiar seus membros (ou parte deles) ou terceiros que lhes exercessem influência.

55. De fato, a tese da acusação é baseada, sobretudo, em uma análise das cláusulas do pacote de indenizações e no correspondente processo de negociação. Dado que julgamos uma acusação de desvio de poder, parece-me que os aspectos substanciais devem ser considerados, ainda que com a devida parcimônia. Não nos cabe, como já ressaltado, examinar se o ato era o melhor ou o mais adequado, mas perquirir se existem provas do desvio.

---

<sup>44</sup> Despacho de requalificação do Caso Altona, analisado em 01.11.2013.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

56. A prova do desvio de poder no direito societário é assunto pouco discutido, razão pela qual partimos do direito administrativo. Examinando as características do caso, parece-me que o único dos sintomas denunciadores do desvio de poder usualmente reconhecidos na doutrina e que poderia, em tese, estar presente no caso é o da ilogicidade manifesta, que, como assinalai, guarda nítida correspondência com as discussões desenvolvidas no direito societário acerca da racionalidade das decisões – mais especificamente, quanto à impossibilidade de que decisões teratológicas, que não admitem uma explicação lógica, sejam protegidas pela abordagem procedimental que, via de regra, é o ponto de partida (e por vezes também de chegada) de casos que examinam violação aos deveres fiduciários.

57. Ressalto mais uma vez que a decisão atacada foi tomada por um colégio independente e desinteressado. O que farei, portanto, é analisar criticamente as justificativas apresentadas a fim de verificar se existem explicações coerentes, à luz do interesse social, para as decisões acerca do pacote de indenizações.

58. De plano, não vejo como considerar ilógica a decisão dos administradores de implementar um pacote de incentivos que buscasse preservar o capital intelectual da Companhia durante o período de instabilidade que essa passava. Da mesma forma, não se pode considerar irracional *per se* a adoção de modalidades de incentivos empregados por diversas outras companhias, no Brasil e no exterior. Tais comentários me parecem relevantes para delimitar a discussão, muito embora as principais críticas que embasam a acusação sejam, de fato, de outras naturezas.

59. Com efeito, mais do que atacar a legalidade em abstrato de pacotes de indenização como o aprovado pela HRT em 2013, a acusação questiona os termos e condições fixados pela Companhia no *Severance Package*. Em teoria, parece-me que o juízo de logicidade/racionalidade acima referido permite que se analise a decisão dos administradores nessa dimensão.

60. Sendo mais específico, pode-se, em certos casos, concluir ser ilógica ou irracional a decisão de oferecer ao administrador uma forma de remuneração que é flagrantemente inapta a cumprir com os objetivos que declaradamente busca atingir. Por exemplo, um pacote de remuneração oferecido a um novo executivo que objetivasse criar incentivos de performance e alinhamento no longo prazo e que fosse composto por um pagamento bastante expressivo na contratação e por salários mensais fixos, dissociados de qualquer meta. Nessa dimensão da análise, não se discute a



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

irracionalidade *per se* de determinada forma de remuneração, mas que deve haver uma explicação racional para cada remuneração à luz dos objetivos pretendidos. Afinal de contas, como se viu na passagem de Cretella acima transcrita, a ilogicidade pode ser depreendida a partir da contradição insanável entre a motivação e o dispositivo.

61. A acusação, em certos momentos, parece avançar nessa linha argumentativa, assinalando que o *Severance Package*, embora fosse declaradamente um plano de retenção de executivos, serviria, na prática, como um pacote de estímulos à demissão ou mesmo de entrincheiramento daquela administração. Penso, contudo, que esse argumento da acusação também não resiste a um exame isento dos fatos, uma vez que existem justificativas plausíveis e defensáveis para as decisões questionadas também nesse ponto.

62. Certos pacotes de indenização, como o aqui analisado, têm como propósito criar incentivos para que certos executivos não se afastassem da companhia (demitindo-se ou renunciando ao cargo, conforme o caso) em antecipação a um evento futuro que esses, por algum motivo, considerem indesejável ou desfavorável. O evento futuro não é, necessariamente, a demissão do beneficiário. Portanto, a retenção promovida pelo *Severance Package* não é necessariamente de longo prazo. Se o pressuposto do pacote é evitar que o beneficiário se demita em antecipação ao evento X, assegurando-lhe o direito a uma remuneração Y caso, no futuro, o evento X de fato ocorra, o fato de o beneficiário, na ocorrência do evento X, se retirar da sociedade e exigir o pagamento de Y não demonstra a insuficiência do incentivo.

63. Esse ponto é importante, pois a meu ver os objetivos do pacote de indenização não foram bem entendidos nesse processo. O *Severance Package* não buscava criar desincentivos para a substituição dos conselheiros pela assembleia geral, mas evitar que certos administradores se demitissem de seus cargos em antecipação a uma eventual mudança na distribuição de capital (com ingresso de um novo controlador, majoritário ou não) ou na composição do conselho. Os acusados justificaram esse objetivo alegando que os beneficiários do *Severance Package* eram profissionais relevantes para a campanha exploratória na Namíbia, considerada estratégica e que envolvia custos elevados – nesse sentido, as defesas trouxeram elementos indicando que os prejuízos que adviriam de uma paralisação curta já excederiam os custos que a Companhia incorreria caso todos os beneficiários do *Severance Package* acionassem os seus pacotes e exigissem as indenizações previstas em seus contratos.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

64. Indo adiante, parece-me que pode haver casos em que condições específicas da modalidade de remuneração sejam consideradas injustificadas. Foi justamente a conclusão do Colegiado no exame dos precedentes, onde se entendeu que não haveria justificativas para a fixação da remuneração em patamares substancialmente superiores aos praticados no mercado. Embora entenda que essa análise é possível e importante (desde que tomados os devidos cuidados, como bem ponderado pelo Diretor Pablo Renteria nos precedentes acima discutidos), não vejo como considerar ilógicos os gatilhos fixados para o *Severance Package* de alguns dos conselheiros.

65. Afinal de contas, o caso em análise envolve uma companhia de capital disperso que passava por um período de alta instabilidade, na qual dois administradores indicaram a intenção de sair do conselho caso a composição fosse alterada com a participação de membros externos. Ora, queria-se garantir, em antecipação, que eles permanecessem na Companhia enquanto não se confirmasse tal alteração. É importante ressaltar, ademais, que o conselho de administração da HRT já havia passado por uma mudança substancial em 2012, quando foram eleitos quatro conselheiros indicados por acionistas que não estavam alinhados com a administração. Quando se considera esse fato, pode-se notar que a eleição realizada em 29.04.2013 alterou de modo significativo a estrutura de poder do conselho de administração, tornando minoritário o grupo de conselheiros ligado à antiga administração.

66. Noto, ademais, que existem fartas evidências nos autos de que praticamente todos os aspectos do plano, desde a decisão de se aprovar um *golden parachute* para certos executivos até as características específicas do pacote de indenizações ao final aprovado foram, em alguma medida, validadas com terceiros, especializados e de reputação. Com efeito, a decisão de aprovar um *severance package* foi originalmente apresentada por acionistas relevantes, que não eram ligados aos administradores originais, e por assessores financeiros. A mesma ideia, posteriormente, veio a ser também levantada por um dos conselheiros independentes e desinteressados, que possuía experiência com o assunto em outra empresa.

67. Já no tocante às condições do pacote de indenizações, o conselho de administração buscou o auxílio de profissionais externos e especializados para confirmar a razoabilidade dos termos negociados. Dentre tais profissionais encontram-se tanto advogados externos quanto um consultor de recrutamento, que em sua análise concluiu que os tipos de gatilho e os valores propostos estavam em linha com as



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

práticas de mercado. Não existe nenhum elemento nos autos que desabone o aconselhamento prestado ou que indique que os administradores não atuaram de boa-fé, ignorando sinais de alerta, razão pela qual esse aconselhamento também deve ser reconhecido como defesa.

68. É possível que as condições do *Severance Package* não possam ser consideradas como as melhores ou mais favoráveis para a Companhia, especialmente quando se analisa a decisão no retrovisor do tempo, conhecendo o resultado da AGO realizada naquele ano e as disputas que se intensificaram a partir de então. Porém, os elementos dos autos não nos permitiriam realizar esse exame, que, ademais, não é aquele que a lei nos autoriza a fazer. Por se tratar de decisão desinteressada, não cabe sequer emitir um juízo de razoabilidade, muito embora os elementos trazidos pelas defesas indiquem, no meu sentir, que os termos dos contratos eram razoáveis. Certamente, contudo, não se pode considerar que a decisão de celebrar o *Severance Package*, nas condições ao final estipuladas, possa ser considerada como uma decisão irracional, que não tenha atentado para os objetivos da Companhia ou tenha buscado favorecer alguma pessoa em especial.

69. Por outro lado, reconheço que a acusação indicou a existência de sérias omissões no material fornecido para os acionistas quando da convocação da assembleia geral. A acusação, todavia, é de desvio de poder e os problemas apontados, embora muito graves, a meu ver não nos autorizam a concluir pela infração ao artigo 154 da Lei nº 6.404/1976. Por tal razão, parece-me impositiva a absolvição dos defendentes.

### ***Questões quanto ao procedimento***

70. Gostaria, por fim, de tecer algumas considerações acerca do processo de negociação do *Severance Package*.

71. No caso em tela, é importante repisar, analisamos uma decisão tomada por um conselho composto por uma maioria desinteressada, com a assessoria de um comitê de remuneração, composto exclusivamente por membros independentes. Ademais, há registros detalhados das reuniões em que o conselho analisou o assunto, os quais demonstram de forma clara que os conselheiros não atuaram de forma concertada. Ao contrário, em inúmeras passagens resta evidenciado que os conselheiros tinham visões divergentes acerca de diversos aspectos – e que tais divergências, por vezes, não decorriam apenas de uma tensão entre, de um lado, conselheiros desinteressados e, do



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

outro, os beneficiados pela aprovação do *Severance Package*, refletindo, por vezes, dissensos inclusive entre conselheiros desinteressados.

72. Esse processo de discussão transcorreu por mais de dois meses, durante os quais o assunto foi bastante debatido, inclusive com o apoio de assessores externos. Embora os conselheiros interessados tenham participado das reuniões que tratavam de matéria do seu interesse, noto que os conselheiros desinteressados, quando entendiam necessário, suspendiam a reunião a fim de deliberar separadamente acerca da posição negocial da companhia. Não obstante, a participação dos conselheiros interessados na deliberação do conselho foi um fator enfatizado tanto pela área técnica quanto pelo Relator. Também nesse ponto minha posição diverge daquela adotada por ambos, razão pela qual gostaria de me deter um pouco nesse assunto.

73. Em reuniões realizadas em 25.10.2016 e 31.01.2017, o Colegiado analisou a proposta do Relator de nova definição jurídica dos fatos tratados neste processo. Naquela oportunidade, o Colegiado decidiu – a meu ver, acertadamente – que a Lei Societária brasileira admite que os administradores votem, inclusive, na deliberação acerca de suas próprias remunerações individuais, desde que respeitado o valor global fixado em assembleia geral.

74. Naquela oportunidade, ainda, o Relator indicou que a eventual infração não decorreria da mera participação dos conselheiros nas reuniões do conselho que deliberaram sobre o *Severance Package*, mas sim das suas efetivas condutas. O Relator propôs, inclusive, que os conselheiros que ocupavam cargos executivos fossem acusados também com base no artigo 155, o que não foi aceito em razão do entendimento do restante do Colegiado de que a responsabilidade a eles imputada (infração ao artigo 154) seria a mesma atribuída aos demais conselheiros que aprovaram o aludido pacote de remuneração no âmbito do conselho.

75. No voto proferido no início dessa sessão de julgamento (17.01.2018), suspensa em razão do meu pedido de vista, o Relator manifestou o entendimento de que Marcio Mello e Wagner Peres teriam forçado a prevalência de sua posição, levando os demais conselheiros a abandonarem as suas posições iniciais para adotar uma solução conciliatória. Na visão do Relator, essa pressão teria configurado infração ao artigo 154 da Lei nº 6.404/1976.

76. Com a devida vênia, e pelos motivos que exporei a seguir, entendo que a posição do Relator nesse ponto não tem amparo em nosso regime legal e acarreta consequências



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

de difícil aplicação prática. Indo além, tenho dúvidas se tal entendimento nos ajudaria a alcançar um resultado mais favorável à Companhia.

77. O administrador interessado que deixa de participar das decisões do colégio acerca da sua remuneração não se retira, de todo, do processo de negociação. Ao contrário, ele permanece presente do outro lado da mesa, pois continua sendo a contraparte da companhia<sup>45</sup>. De fato, mesmo na teoria formal o acionista ou administrador conflitado é impedido de participar do processo de formação da vontade social, mas não de interagir com ela na posição de contraparte.

78. Assim, resta claro que os administradores desinteressados deverão, ao fixar a remuneração de outro administrador, considerar as expectativas daquele colega. De nada adiantaria, por exemplo, decidir por uma remuneração que preserva ao máximo o caixa da companhia se o valor resultante fosse considerado inaceitável pelo administrador. A decisão, é claro, deve sempre se dar no melhor interesse da companhia, mas essa avaliação não pode ser feita em abstrato, desconsiderando as expectativas da contraparte. Nesse sentido, já se decidiu anteriormente que a decisão refletida é aquela que considera as “possíveis consequências” do ato<sup>46</sup>.

79. O caso em tela discute o processo de negociação e aprovação de um pacote de indenizações gestado para um grupo restrito de profissionais, liderados por Marcio e Wagner. A elaboração de um plano mais restritivo no rol de gatilhos ou menos favorável na estipulação das vantagens era, sem dúvida, juridicamente possível. Mas é evidente que a elaboração de um contrato que não fosse, ao final, considerado aceitável por Marcio Mello e Wagner Peres não atenderia, em realidade, o interesse da HRT de contratar com esses administradores visando evitar que esses se demitissem de suas funções em antecipação a uma possível alteração na estrutura de controle ou administrativa da Companhia.

80. Desse modo, o fato de Marcio Mello e Wagner Peres terem negociado de forma dura, buscando fazer prevalecer suas condições, não me parece autorizar a conclusão de que eles atuaram com desvio de poder. Em linhas gerais, a análise da documentação

---

<sup>45</sup> CAMPOS, Luiz Antonio Sampaio. “Conselho de Administração e Diretoria”. In: LAMY FILHO, Alfredo e BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (Org.) *Op. Cit.*, p. 843.

<sup>46</sup> V. item 31, “ii”, do voto do Diretor Relator Pedro Marcilio no já mencionado Processo Administrativo Sancionador CVM nº 2005/1443.





## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

acostada aos autos me leva a concluir que o processo transcorreu de modo similar a outras negociações relevantes, especialmente aquelas realizadas em momentos de crise.

81. O voto do Relator, com a devida vênia, parece exigir que o administrador que participa das decisões acerca de sua remuneração amolde suas eventuais pretensões ao que lhe for ao final proposto pela companhia, ou desempenhe um duplo papel: nas reuniões da administração, deve se colocar como defensor ardoroso dos interesses da companhia; nas reuniões em que figurar como contraparte, pode expor seus pontos e entabular uma negociação efetiva. A primeira alternativa me parece negar eficácia à decisão do Colegiado que reconheceu que, no tocante à remuneração, o administrador conflitado pode tomar parte do processo decisório. Já a segunda alternativa parece, a meu ver, pressupor que os agentes adotarão comportamentos pouco críveis e que, ao final, sequer produziram benefícios reais para a companhia.

82. Ao permitir que o administrador interessado participasse da deliberação acerca da sua remuneração, a Lei Societária certamente não pretendeu dispensá-lo de atuar em conformidade com os deveres fiduciários que lhe são impostos naquele mesmo diploma. Não obstante, não me parece razoável entender que os deveres fiduciários obrigam o administrador a sacrificar seus interesses pessoais ao negociar com a companhia o seu pacote de remuneração. Nesse sentido, vale trazer a lição de Vicenç Ribas Ferrer:

*“En todo caso, la exigencia de subordinar los intereses personales a los sociales no impide que el administrador procure mejorar las condiciones de su contrato, siempre que se sujete al deber de disclosure sobre las negociaciones de las condiciones contractuales.”<sup>47</sup>*

83. O dever de *disclosure* a que se refere Vicenç Ribas Ferrer é o dever de informar sobre a posição de conflito<sup>48</sup>. Na Lei nº 6.404/1976, tal dever encontra-se formalizado na parte final do *caput* artigo 156, que requer que o administrador em situação de conflito consigne “a natureza e extensão do seu interesse”.

84. A decisão do Colegiado reconheceu a inaplicabilidade do artigo 156 uma vez que a Lei Societária permite aos conselheiros de administração votar sobre a remuneração individual de cada administrador, inclusive a deles próprios. Nada se disse, então, acerca dos deveres de divulgação previstos no caso, até porque, de modo geral,

<sup>47</sup> FERRER, Vicenç Ribas. *El deber de lealtad del administrador de sociedades*. 1ª edição. Madrid: La Ley, 2010, pp. 546-547.

<sup>48</sup> Idem, p. 564.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

parece-me inconcebível que a administração<sup>49</sup> não tenha informação completa acerca da remuneração ou das vantagens oferecidas a cada um, especialmente quando negocia a remuneração individual de determinado administrador. A corroborar o que disse, noto que os administradores são, inclusive, obrigados a divulgar essas informações à assembleia geral ordinária, caso o pedido seja formulado por acionistas representando participação igual ou superior a 5% (artigo 157, §1º).

85. Faço essa ressalva pois, ao compulsar os autos, identifiquei passagens que colocam dúvidas acerca da suficiência de informações disponibilizadas ao conselho de administração quanto aos acordos de não-competição celebrados pelos conselheiros interessados em setembro de 2012<sup>50</sup>. Essa possível violação, que ressalto não estar comprovada, não foi, contudo, analisada em profundidade pela SEP, que, conseqüentemente, não formulou nenhuma acusação a respeito.

86. Naturalmente, o julgamento não é o momento apropriado para inaugurar uma linha de investigação. Da mesma forma, ainda que houvesse elementos suficientes para comprovar a irregularidade aqui aventada, não poderíamos condenar com base em fatos distintos daqueles que constam da acusação, sobre os quais os acusados não foram chamados a se defender. Não obstante, considerando que os deveres dos administradores nas deliberações acerca da sua própria remuneração são um tema ainda pouco examinado na jurisprudência da casa, entendo relevante registrar a importância da transparência e, mais especificamente, a reprovabilidade em tese de condutas que visem enganar a administração.

87. De volta aos autos, a documentação acostada indica que o processo de negociação do *Severance Package* resultou em concessões de ambos os lados, podendo a solução ser de fato considerada conciliatória. Embora tenham defendido suas posições de modo bastante enérgico, Marcio Mello e Wagner Peres não prevaleceram em pontos relevantes. Por exemplo, (i) a indenização ao final definida para o contrato de Marcio Mello foi 25% inferior àquela por ele pleiteada (3x a remuneração anual ao invés de 4x); (ii) a versão final dos contratos incluía uma regra não prevista nas discussões originais e que liberava a HRT das obrigações de pagamento ali assumidas caso a

---

<sup>49</sup> Em benefício da síntese, e dado não se tratar de assunto relevante para o deslinde do caso, deixo aqui de me aprofundar nas discussões sobre possíveis arranjos internos de governança, inclusive aqueles destinados a lidar com situações de conflito de interesse.

<sup>50</sup> V. p. ex. fls. 1603-1633.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

Companhia não detivesse um caixa mínimo, o que demonstra o cuidado dos administradores com a preservação da Companhia; e (iii) os acordos dos diretores passaram a incluir cláusulas de não competição e não solicitação.

88. Outro ponto relevante no qual, ao final, prevaleceu a solução intermediária foi na definição dos gatilhos, nomeadamente na hipótese de mudanças no conselho de administração. A posição do conselho de administração de excluir do rol de gatilhos a eventual substituição dos membros que, na avaliação do próprio conselho, não eram vitais para o negócio da Companhia é, a meu ver, indício da forma independente com que os demais membros do conselho reagiram às demandas de Marcio Mello e Wagner Peres.

89. Diante do exposto, entendo que a forma de atuação dos conselheiros interessados na negociação de seus pacotes de indenização, ao menos da forma trabalhada pela acusação, não configurou infração ao artigo 154 da Lei nº 6.404/1976.

#### IV. CONCLUSÃO

90. Antes de encerrar, gostaria mais uma vez de mencionar as graves deficiências informacionais no material disponibilizado aos acionistas em antecipação à assembleia geral que deliberou acerca do *Severance Package*. Embora subscreva integralmente as conclusões do Diretor Relator Gustavo Borba nesse ponto, gostaria de ressaltar que esse tipo de episódio fortalece em mim a percepção de que os significativos avanços promovidos pelas Instruções CVM nº 480/2009 e 481/2009 ainda precisam ser aprofundados e amadurecidos em muitos aspectos, inclusive em pontos relacionados à divulgação das remunerações.

91. Sem pretender aqui me estender em matéria estranha ao julgamento, tenho para mim que para que os acionistas possam de fato deliberar de modo informado acerca da remuneração dos administradores, parte das informações que lhes são disponibilizadas quando da convocação da assembleia geral deveria ser apresentada de forma e com conteúdo distintos daqueles que constam no Formulário de Referência. Este processo, é claro, não é o local adequado para tais discussões, mas entendo oportuno fazer esse breve registro.

92. Feita essa observação e diante de todo o exposto, voto pela absolvição de todos os acusados.

É como voto.



**COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS**

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

Rio de Janeiro, 31 de julho de 2018

**Gustavo Machado Gonzalez**

Diretor



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

### PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº RJ2013/11703

Reg. Col. 9211/2014

**Acusados:** Marcio Rocha Mello e Outros

**Assunto:** Responsabilidade dos membros do conselho de administração da HRT Participações em Petróleo S.A. na elaboração, aprovação e implementação do *Severance Package* em suposto desvio de poder (artigo 154 da Lei nº 6.404/1976).

#### MANIFESTAÇÃO DE VOTO

Senhor Presidente e demais Diretores,

1. Diante do conjunto fático-probatório, entendo que os acusados Marcio Rocha Melo e Wagner Elias Peres violaram o seu dever de conduta na negociação e na aprovação do *Severance Package*. A ameaça realizada à integridade dos negócios da companhia como estratégia de negociação de cláusulas do plano de benefício é exemplo, provado nos autos, de que o interesse social restou olvidado por esses administradores no exercício de suas funções.

2. Da mesma forma, diante dos elementos dos autos e da suscitada assimetria informacional com que os membros do conselho de administração participaram do procedimento ora investigado, afasto a responsabilidade dos demais acusados.

3. Nesses termos, voto pela absolvição de Joseph P. Ash, John Anderson Willott, Carlos Thadeu de Freitas Gomes, Milton Romeu Franke, William Lawrence Fisher, Peter L. O'Brien, Thomas W. Ebborn, Elia Ndevanjema Shikongo; e pela condenação de Marcio Rocha Mello e Wagner Elias Peres à penalidade de multa no valor de R\$ 450 mil.

É como voto.

Rio de Janeiro, 31 de julho de 2018

**HENRIQUE BALDUINO MACHADO MOREIRA**

DIRETOR



**COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS**  
**PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº RJ 2013/11703**

Reg. Col. nº 9211/2014

**Acusados:** Marcio Rocha Mello  
Milton Romeu Franke  
Wagner Elias Peres  
Joseph P. Ash  
John Anderson Willott  
Carlos Thadeu de Freitas Gomes  
William Lawrence Fisher  
Peter L. O'Brien  
Thomas W. Ebborn  
Elia Ndevanjema Shikongo

**Assunto:** Apuração da responsabilidade dos membros do conselho de administração da HRT Participações em Petróleo S.A. na elaboração, aprovação e implementação do *Severance Package* em suposto desvio de poder (art. 154 da Lei nº 6.404/76).

**Relator:** Gustavo Tavares Borba

**MANIFESTAÇÃO DE VOTO**

1. Trata-se de processo administrativo sancionador instaurado pela SEP<sup>1</sup> para apurar a conduta dos membros do conselho de administração da HRT na negociação e aprovação do “*Severance Package*”, instrumento que estabelecia um pacote de

---

<sup>1</sup> Os termos iniciados em letra maiúscula utilizados neste voto e que não estiverem aqui definidos têm o significado que lhes foi atribuído no relatório elaborado pelo Diretor Gustavo Tavares Borba.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

benefícios, contemplando direito a indenizações a determinados administradores e outros executivos estratégicos da Companhia. A justificativa para a criação de tal pacote de benefícios foi, principalmente, a necessidade de retenção dos sujeitos beneficiários, considerando especialmente o momento delicado que vivia a Companhia<sup>2</sup>.

2. O que motivou a acusação foi a leitura feita pela área técnica da cláusula do *Severance Package* que previa indenização aos conselheiros que também eram diretores estatutários da Companhia, na hipótese em que a assembleia de acionistas rejeitasse qualquer dos candidatos indicados pela administração para compor o conselho de administração<sup>3</sup>. Neste caso, segundo os termos do *Severance Package*, os conselheiros-diretores, se assim desejassem, poderiam se desligar voluntariamente da Companhia e fazer jus a uma indenização<sup>4</sup>.

3. Por entender que esta regra implicaria a outorga de vantagem desproporcional em favor dos conselheiros-diretores, ganhando “*contornos de blindagem*”, a SEP imputou a tais conselheiros responsabilidade por terem aprovado a obrigação da Companhia aos termos do *Severance Package*, em suposta violação ao art. 156<sup>5</sup> da Lei nº 6.404/76 e, aos demais membros do conselho de administração, também por terem aprovado o pacote de benefícios, a responsabilidade pela infração ao art. 154<sup>6</sup> da Lei nº 6.404/76.

4. Em 17.01.2017, o Colegiado decidiu pela redefinição jurídica dos fatos, afastando a imputação pela violação ao art. 156 proposta pela SEP e atribuindo a todos os membros do conselho de administração que votaram favoravelmente à aprovação do *Severance Package* a responsabilidade pela infração ao art. 154.

---

<sup>2</sup> A este respeito, faço referência aos itens 72 a 77 do voto do Diretor Relator Gustavo Borba.

<sup>3</sup> A cláusula ressalvava, porém, que a substituição dos conselheiros Joseph P. Ash, Peter L. O'Brien, Thomas W. Ebborn e [C.L.P.] não autorizaria a indenização ali prevista.

<sup>4</sup> Poderiam ser beneficiados por esta indenização os conselheiros Marcio Rocha Mello, Milton Romeu Franke e Wagner Elias Peres que ocupavam, respectivamente, os cargos de diretor presidente da HRT, diretor de planejamento da HRT e diretor presidente da HRT América Inc., subsidiária da Companhia.

<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.*

<sup>6</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.*



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

5. Para afastar a incidência do art. 156, o Colegiado entendeu que, apesar de evidente interesse pessoal dos conselheiros-diretores na deliberação sobre o pacote de benefícios a que fariam jus, seus votos não deveriam ser proibidos. Essa conclusão estaria respaldada pela autorização que a lei confere aos membros do conselho de administração para aprovar o montante individual de suas respectivas remunerações.

6. Quanto à extensão da responsabilidade pela infração ao art. 154 a todos os acusados indistintamente, foi decidido que<sup>7</sup>, por ser o conselho de administração órgão colegiado, todos aqueles que supostamente teriam concorrido para a formação da vontade coletiva – e portanto aprovado o *Severance Package* – “*deve[riam], a princípio, responder, nos mesmos termos, pelas irregularidades eventualmente cometidas*”<sup>8</sup>.

7. Assim redefinido o enquadramento jurídico dos fatos, o papel que se impôs ao Colegiado diante desta controvérsia passou a ser o de avaliar se os membros do conselho de administração da HRT, ao negociarem e aprovarem o *Severance Package*, agiram em desvio de poder, violando o art. 154 da Lei nº 6.404/76. Em essência, portanto, a questão se deslocou para a verificação de suposta violação do comando legal segundo o qual os administradores devem exercer suas atribuições “*para lograr os fins e no interesse da companhia*”.

8. Em linha com a doutrina e com os precedentes da CVM, entendo que o exame dessa questão envolve a análise da conduta dos administradores, inclusive do conteúdo das decisões tomadas no âmbito dos órgãos colegiados (conselho de administração e diretoria), com o objetivo de aferir se elas se conciliam com o objeto social e os interesses da companhia<sup>9</sup>. Trata-se, assim, de exame de mérito, cabendo aos

---

<sup>7</sup> A decisão a respeito desse ponto se deu pela maioria do Colegiado, que acompanhou a declaração de voto apresentada pelo Diretor Pablo Renteria.

<sup>8</sup> Conforme trecho da declaração de voto apresentada pelo Diretor Pablo Renteria na ocasião.

<sup>9</sup> A análise do conteúdo das condutas e decisões decorre dos próprios termos segundo os quais o desvio de poder é definido. De acordo com Luiz Antonio Sampaio Campos, trata-se da conduta praticada pelos administradores que “*embora observando formalmente os padrões de conduta que lhes são impostos, deles se afastam em essência, conduzindo-se de forma a atingir finalidade diversa, deixando de privilegiar a sociedade para favorecer os interesses de terceiros ou os seus próprios*” (CAMPOS, Luiz Antonio Sampaio. “Órgãos Sociais”. In: LAMY FILHO, Alfredo e BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (Org.) Direito das Companhias. 2ª Edição. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 816.). Recorrendo aos casos concretos, os precedentes da CVM definiram os contornos do exame imposto pelo art. 154. Confira-se, nesse sentido, o trecho do voto do então Diretor Otavio Yazbek no PAS CVM nº RJ 2008/4857, j. em 23.08.2011: “*Em larga medida, a análise dos deveres constantes do art. 154 baseia-se em duas*





## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

administradores, quando em face da acusação por desvio de poder, lançar mão de elementos aptos a demonstrar o alinhamento de seus atos aos interesses da companhia.

9. No entanto, e é importante frisar, o exame de mérito que o art. 154 impõe não envolve um juízo de adequação da conduta ou decisão do administrador no sentido de avaliar se foram ideais para a companhia. Como bem ponderado pelo então Diretor Marcelo Trindade ao analisar caso de suposto descumprimento do art. 154 por membro de conselho de administração:

*“[e]ssa gravidade [faltar com seu dever de fidelidade à sociedade em descumprimento ao art. 154] não deve, a meu ver, incentivar o Colegiado a, examinando a posteriori a correção da conduta, perder de vista os fatos contemporâneos àquela conduta. É dever do julgador levar em conta os fatos que cercavam o ato em exame, e a relevância que àqueles fatos se atribuía à época. Do mesmo modo, não se pode exigir dos administradores, em casos como este, um comportamento extraordinário, superior à conduta média esperada em situações semelhantes. **Não se pode apenar alguém que não adote a melhor conduta possível, em uma dada situação, mas apenas quem não atue de acordo com o padrão esperado, definido pela lei como o "cuidado e diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração de seus próprios negócios" (cf. o art. 153 da Lei 6.404/76).** 7. Também me parece necessário, para o julgamento de um caso como este — e de outros que venham a assemelhar-se, notadamente no cenário, cada vez mais presente entre nós, de companhias sem controle definido —, separar o joio do trigo, distinguindo o eventual descumprimento de uma formalidade que não seja relevante da adoção de uma conduta contrária aos deveres de atuação independente e isenta dos administradores. Em outras palavras: não é a mera inobservância de uma conduta formalmente exigida que deve determinar a*

---

*dimensões, que entendo serem bastante distintas na prática. A primeira delas diz respeito à obrigatoriedade, para os administradores, de não desviarem a companhia da persecução de seu objeto social. A segunda dimensão está mais relacionada à necessidade de atuar no interesse da companhia, sendo vedada, aos administradores, porquanto investidos de poder de vinculação da sociedade e de disposição de seus bens, a persecução de interesses próprios ou de terceiros”.*



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

*condenação, mas a consequência de uma tal inobservância na realidade da situação em que ocorrida” (grifou-se)*<sup>10</sup>

10. E neste ponto noto que, a meu ver, inexistem nos autos elementos que autorizem identificar, no processo de discussão, negociação e aprovação do *Severance Package*, a predominância ou mesmo presença relevante de orientação em sentido diverso ao do interesse da Companhia.

11. Nesse sentido, entendo fundamental para a análise que ora se impõe, por ser elemento diferenciador de outras situações já apreciadas pelo Colegiado da CVM (conforme explicarei adiante), o fato inquestionável de que, quando da negociação e aprovação do *Severance Package*, oito dos onze membros que compunham o conselho de administração da Companhia eram independentes, seja porque não eram vinculados a um acionista controlador<sup>11</sup> seja porque não tinham interesse pessoal, direto ou indireto, na deliberação<sup>12</sup>.

12. Essa particularidade é relevante pois permite presumir que, ausentes evidências de má-fé ou fraude, tais conselheiros não estavam imbuídos de interesses outros que não os da Companhia quando negociaram e aprovaram o *Severance Package*. Desta conclusão, decorre uma segunda: dada a natureza colegiada do órgão, segundo a qual a decisão que prevalece é, necessariamente, a da maioria, e sendo a maioria que aprovou tal deliberação, inexistem as condições mínimas para a configuração da atuação dos conselheiros com desvio de finalidade, nos termos prescritos na lei societária.

13. Obviamente, sob outras circunstâncias, a conclusão poderia ser diferente. Por exemplo, se a conduta questionada se opusesse de forma contundente ao interesse da companhia, como nos casos envolvendo atos de liberalidade praticados por

---

<sup>10</sup> PAS CVM nº RJ 2005/7229, j. em 10.05.2006, Dir. Rel. Marcelo Trindade.

<sup>11</sup> Conforme a versão do formulário de referência apresentada em 28.01.2013, a HRT, à época dos fatos, era companhia de capital disperso e não tinha nenhum acionista com participação superior a 15% do capital social.

<sup>12</sup> Enquanto os conselheiros Marcio Mello, Milton Franke e Wagner Peres estavam relacionados à Companhia desde a sua fundação, os demais foram escolhidos em circunstâncias distintas que os dissociavam desse grupo original de administradores. Além disso, os três primeiros conselheiros tinham interesse pessoal na deliberação porque poderiam ser contemplados pela indenização prevista no *Severance Package*.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

administradores<sup>13</sup>. Ou, ainda, se a ausência de independência dos administradores cuja decisão se contesta fosse flagrante, como já reconhecido em precedentes deste Colegiado<sup>14</sup>.

14. Em todas essas situações, a higidez da conduta ou do processo decisório do qual resulta a decisão questionada é naturalmente fragilizada, de modo que se torna mais difícil pressupor sua correspondência aos interesses sociais e, por isso mesmo, recorre-se ao exame de mérito.

15. Pode-se argumentar, porém, que o número majoritário de membros independentes do conselho de administração da HRT não seria suficiente para garantir a isenção das deliberações. De fato, o caráter desinteressado da decisão depende da força que esses sujeitos têm de efetivamente conduzir o processo decisório segundo o objeto e os interesses sociais. E, quanto a este aspecto, as evidências dos autos confirmam que a imparcialidade dos conselheiros independentes da Companhia não era mera aparência.

---

<sup>13</sup> Nesse sentido, os PAS CVM nº 02/2011, j. em 08.12.2015, Dir. Rel. Gustavo Borba, PAS CVM nº RJ 2012/3110, j. em 14.02.2017, Dir. Rel. Pablo Renteria e PAS CVM nº 14/2009, j. em 11.08.2015, Dir. Rel. Luciana Dias. No primeiro, o diretor presidente da Minasfer S.A., que também era presidente do conselho de administração, foi condenado por desvio de poder por ter alienado o parque industrial dessa companhia para empresa do mesmo grupo, inviabilizando o exercício das suas atividades básicas, e por ter transferido o crédito correspondente a esta alienação para outra empresa, também do mesmo grupo, sem incidência de juros. As circunstâncias desse caso levaram, inclusive, à condenação dos demais membros do conselho de administração pelo descumprimento do art. 153 da Lei nº 6.404/76 porque, entre outras razões, era flagrante à inadequação dos atos executados pelo diretor presidente aos interesses da companhia. Segundo o voto do Diretor Relator: “*sendo incontestado que a venda dos ativos imobilizados à Autocast/BHPar eliminou a possibilidade de a Minasfer executar seu objeto social, e que a postergação do recebimento do crédito por três anos sem previsão de juros foi tão danosa à companhia quanto benéfica para as contrapartes do mesmo grupo empresarial, não remanesce qualquer dúvida de que os conselheiros de administração da Companhia não atuaram com o exigido dever de diligência*”. O abuso de poder examinado no segundo processo também era evidente e dizia respeito ao membro do conselho de administração da Companhia de Participações Aliança da Bahia que recebeu valores dessa companhia em contrapartida a serviços que não foram comprovadamente prestados no âmbito de contrato de prestação de serviços firmado entre ele e a companhia. Da mesma forma, o terceiro sancionador envolveu a conduta dos diretores da Mender Júnior Engenharia S.A. que foram condenados por terem cedido gratuita e injustificadamente parte substancial dos equipamentos da companhia.

<sup>14</sup> Foi o que ocorreu, por exemplo, no PAS CVM nº RJ 2005/1443, j. em 10.05.2006, Dir. Rel. Pedro Marcilio. Neste processo o presidente do conselho de administração da Companhia Força e Luz Cataguazes-Leopoldina, que também era o acionista controlador, assim como os conselheiros por ele indicados, foram condenados por desvio de finalidade por terem aprovado propostas estatutárias que, em última instância, tinham como finalidade impedir que as ações preferenciais viessem a adquirir o poder de voto temporário, atendendo unicamente ao interesse do acionista controlador. Neste caso, a análise do mérito da decisão aprovada pelo conselho, como registrado no voto do Diretor Relator, decorreu, em larga medida, da evidente ausência do caráter desinteressado da decisão no caso do presidente do conselho e, no caso dos demais conselheiros indicados pelo controlador, da comprovação a partir das atas e discussões de que teriam agido conforme os interesses do controlador.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Ao contrário, há nos autos documentação que comprova a preocupação e o esforço desses administradores, durante o processo decisório que envolveu o *Severance Package*, no sentido de atender aos interesses sociais.

16. O conteúdo dos e-mails trocados entre os conselheiros e das transcrições das reuniões em que os termos gerais e a versão final do *Severance Package* foi aprovada permite facilmente concluir que houve efetiva negociação a respeito de seus termos e condições<sup>15</sup>, tendo surgido, ao longo do processo decisório, uma série de objeções de parte dos conselheiros independentes que, ao final, resultaram em relevantes alterações das condições originalmente propostas<sup>16</sup>.

17. A despeito dessa conclusão, deve-se esclarecer que o interesse pessoal dos conselheiros-diretores na deliberação não torna a conduta desses sujeitos, necessariamente, dissociada do interesse da Companhia. Se fosse assim, Marcio Mello, Milton Franke e Wagner Peres deveriam ter sido impedidos de participar da deliberação, o que estaria em desacordo com a decisão do Colegiado sobre a redefinição jurídica dos fatos.

18. Parece-me que a conduta desses conselheiros somente poderia ser questionada se tivessem sido identificados indícios de má-fé ou fraude a denunciar que estariam agindo

---

<sup>15</sup> Foram trocados uma série de e-mails entre os conselheiros nos quais estes expunham dúvidas, levantavam possíveis problemas e propunham alternativas relacionadas aos termos e condições do *Severance Package* (fls. 846-852 e 854-857). Os conselheiros independentes também confirmaram em suas manifestações prévias que discutiram ampla e intensamente os termos e condições do *Severance Package*, muitas vezes em reuniões apartadas das reuniões do conselho de administração, das quais apenas os conselheiros independentes participaram (fls. 246, 256, 265, 280, 287 e 288). Ademais, as transcrições da reunião do conselho de administração realizada em 04.03.2013 (fls. 1.571-1.575), na qual os termos finais do *Severance Package* foram aprovados, ilustram parte das discussões havidas entre os conselheiros como, por exemplo, a sugestão proposta pelos conselheiros independentes e aceita pelos demais membros de limitar as hipóteses de alteração de controle (um dos gatilhos do *Severance Package*) a operações que resultassem na participação, por um acionista ou grupo de acionistas, igual ou maior a 20% do capital social da Companhia (fls. 1.571-1.572). As transcrições da reunião do conselho de administração realizada em 22.01.2013 (fls. 1.585-1.587) também demonstram as intensas discussões relacionadas aos demais gatilhos do *Severance Package*.

<sup>16</sup> Entre as alterações dos termos do *Severance Package* relativo ao “*Senior Management*”, destacam-se as seguintes: (i) um dos gatilhos que poderia disparar a indenização passou a ser a rejeição de qualquer membro dentre os sete que faziam parte da chapa proposta pela administração à assembleia geral e não mais de qualquer dos onze membros; (ii) a inclusão da possibilidade de a Companhia rescindir o *Severance Package* caso, no mês do pagamento das indenizações e no mês anterior a ele, seu caixa fosse inferior a duzentos milhões de reais; (iii) a inclusão do compromisso de não-concorrência assumido pelos beneficiários do plano; e (iv) a redução da indenização a que faria juz o Diretor Presidente da Companhia para três vezes sua remuneração anual (fixa e variável) ao invés de quatro vezes.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

pautados por interesses inconciliáveis com os da Companhia. Conforme procurei demonstrar, os fatos não permitem tal conclusão. Ao menos não a ponto de servir de base para uma condenação no âmbito de processo sancionador.

19. Com efeito, tais conselheiros em nenhum momento obstaram ou mesmo desincentivaram a ampla discussão do *Severance Package* pelos membros independentes do conselho, quanto menos faltaram com transparência ou lealdade perante estes naquilo que envolvia o plano de benefícios<sup>17</sup>. Ademais, tampouco se opuseram à submissão do pacote de indenizações ao comitê de remuneração da Companhia.

20. Aliás, a revisão e aprovação dos termos e condições do *Severance Package* por comitê que, à época dos fatos, era constituído exclusivamente por conselheiros independentes<sup>18</sup>, reforça não apenas a higidez do processo decisório – porque mitiga a eventual influência dos conselheiros-diretores sobre a decisão colegiada do órgão –, mas também contribui para esvaziar suspeitas quanto à ausência de boa-fé daqueles conselheiros em relação aos quais poderia se vislumbrar um potencial conflito de interesses. Afinal, mesmo correndo o risco de que o *Severance Package* não fosse aprovado, os conselheiros-diretores não hesitaram em submetê-lo ao crivo do comitê de remuneração.

21. Todos esses elementos confirmam que a conduta de cada um dos administradores no processo de proposição, análise, convencimento e deliberação sobre a celebração do *Severance Package* se deu sem desobediência aos padrões legais de diligência ou sem desalinhamento com os interesses da HRT, especialmente quando considerada a situação operacional e reputacional da Companhia à época, devidamente exposta pelo Diretor Relator em seu voto.

---

<sup>17</sup> Depois de formulada a acusação, surgiram nos autos indícios de que os conselheiros-diretores teriam omitido dos demais conselheiros a existência de acordos de não-competição celebrados com a Companhia em setembro de 2012. Justamente por não terem sido contemplados pela SEP no termo de acusação, esses indícios não foram levados em conta para a presente análise.

<sup>18</sup> Faziam parte do comitê de remuneração da Companhia que examinou e aprovou o *Severance Package* os Srs. John Anderson Willot, Joseph P. Ash, Peter O'Brien e Thomas W. Ebbert.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

22. Daí porque não vejo razões para questionar o cumprimento do art. 154, *caput*, da Lei nº 6.404/76 pelos administradores da HRT.

23. É também importante ressaltar que avaliar se a decisão que aprovou o *Severance Package* foi a melhor ou a mais adequada para a Companhia é irrelevante. Como adequadamente reconhecido em inúmeros precedentes<sup>19</sup>, não cabe ao julgador, em momento posterior, examinar a conveniência e oportunidade de decisões negociais tomadas por administradores de companhias abertas, como foi a celebração do pacote de benefícios. Tal exame implica considerar informações e circunstâncias de que a CVM não dispõe para a devida análise. Destaco sobre este aspecto a seguinte passagem do voto da então Diretora Maria Helena de Santana<sup>20</sup> que ilustra os riscos que esse juízo de valor pode gerar:

*“creio que considerações sobre o mérito de decisões de negócio, em geral, extrapolam o papel do regulador, em sua tarefa de revisão da legalidade dos atos dos administradores de companhia aberta. O regulador deve evitar que sua eventual avaliação seja fator que influencie a análise sobre a legalidade da atuação dos administradores, pois pode observar as decisões tomadas por eles em condições de certa forma mais favoráveis, e sem dúvida bastante distintas das que enfrenta o gestor na hora de fazer escolhas. 44. O gestor de companhia lida com restrições de tempo e de recursos que o levam a dedicar mais ou menos tempo a certas decisões, a realizar estudos mais ou menos aprofundados em cada caso, e isso faz parte de suas responsabilidades. Além disso, ele certamente dispõe de dados que não estão disponíveis para o regulador, os quais considera em suas decisões. 45. Mas a análise da CVM sobre determinado ato de gestão conta com uma grande vantagem, que não seria justo permitir que fosse usada em prejuízo dos administradores: ela é feita de posse da informação sobre o resultado que o ato acarretou. Se a revisão da legalidade de atos de administração, portanto, puder avançar em aspectos do*

<sup>19</sup> Manifestações no mesmo sentido foram feitas, entre outros, no PAS CVM nº RJ 2005/8542, j. em 29.08.2006, Dir. Rel. Pedro Marcilio; PAS CVM nº RJ 2004/5392, j. em 29.08.2006, Dir. Rel. Pedro Marcilio e no PAS CVM nº RJ 2008/9574, j. em 27.12.2012, Dir. Rel. Ana Novaes.

<sup>20</sup> Voto proferido no âmbito do PAS CVM nº RJ 2005/0097, j. em 15.03.2007, Dir. Rel. Maria Helena de Santana.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

*mérito das decisões, estaremos correndo o risco de reduzir o dinamismo de nossas companhias abertas, pois estará sendo incentivada uma postura extremamente avessa ao risco por parte dos seus administradores.*” (grifou-se)

24. Dessa forma, embora reconheça que a cláusula do *Severance Package* que motivou a acusação não seja usual, pelas razões acima apresentadas não vejo como concluir que os conselheiros da HRT agiram de forma dissonante dos interesses sociais. E, sendo assim, voto pela absolvição de todos os acusados em relação à acusação de infração ao art. 154 da Lei nº 6.404/76.

25. Apesar disso, considero importante registrar que, tal como identificado pela acusação, houve falhas informacionais na elaboração da proposta da administração que subsidiou a assembleia geral ordinária de 2013 da Companhia.

26. Na ocasião, a administração da HRT limitou-se a incluir na proposta referências genéricas ao *Severance Package*, sem qualquer menção às hipóteses de acionamento do plano<sup>21</sup>, o que seria relevante no âmbito do processo de discussão e aprovação pelos acionistas. No entanto, neste caso não se está a cuidar desta questão específica.

27. Entendo que a disponibilização dessas informações é parte do dever de transparência e lealdade que os conselheiros têm perante os acionistas, o que torna reprovável a conduta dos acusados neste particular. Entretanto, como a responsabilidade por esta irregularidade não figurou no termo de acusação formulado pela SEP, não cabe ao Colegiado, nesta oportunidade, examinar a questão sob pena de desrespeitar a segregação entre, de um lado, as funções investigativa e acusatória e, de outro, a função julgadora.

É como voto.

Rio de Janeiro, 31 de julho de 2018.

---

<sup>21</sup> As únicas informações que constaram da proposta de administração era que “O Conselho de Administração, em 22 de janeiro de 2013, aprovou a celebração de um Instrumento Particular (*severance package*) entre a Companhia e seus Administradores que prevê indenização nas condições e hipóteses ali estabelecidas. Considerando como base o mês de março de 2013, o valor estimado está em cerca de R\$ 30.000.000,00 (trinta milhões de reais)”. As informações adicionais sobre o *Severance Package*, incluindo as hipóteses de acionamento do plano, foram tornadas públicas apenas na versão do formulário de referência apresentada depois da realização da assembleia.



**COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS**

**Marcelo Barbosa**  
Presidente