



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

EXTRATO DE SESSÃO DE JULGAMENTO

DO PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM nº 19957.006822/2018-61 (RJ2018/4585)

Data do julgamento: 26/11/2019

Diretor Relator: Presidente Marcelo Barbosa

Acusado: Banco BTG Pactual S.A

Ementa: Participação em separado, por parte do Banco BTG Pactual S.A, da eleição para membro do conselho fiscal da Gerdau S.A. Infração do art. 161, §4º, "a" da lei nº 6.404/76. Absolvição.

Decisão: Vistos, relatados e discutidos os autos, o Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários, com base na prova dos autos e na legislação aplicável, **por unanimidade** de votos, **decidiu pela absolvição do acusado** da acusação por descumprimento do art. 161, §4º, 'a', da Lei nº 6.404/76.

Presente o advogado Otavio Yazbek, representante do Banco BTG Pactual S.A.

Presente a Procuradora Federal Luciana Dayer representante da Procuradoria Federal Especializada da CVM.

Participaram da Sessão de Julgamento os Diretores Flavia Sant'Anna Perlingeiro, Henrique Balduino Machado Moreira e o Presidente da CVM, Marcelo Barbosa, que presidiu a Sessão.

Os Diretores Carlos Alberto Rebello Sobrinho e Gustavo Machado Gonzalez declararam-se impedidos de participar da Sessão de Julgamento.



Documento assinado eletronicamente por **Henrique Balduino Machado Moreira, Diretor**, em 20/12/2019, às 14:22, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Flavia Martins Sant Anna Perlingeiro, Diretor**, em 20/12/2019, às 17:50, 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 20/12/2019, às 18:08, 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, informando o código verificador **0897999** e o código CRC **5F3EDFC2**.

*This document's authenticity can be verified by accessing https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, and typing the "Código Verificador" **0897999** and the "Código CRC" **5F3EDFC2**.*



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

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM SEI Nº

19957.006822/2018-61

Reg. Col. nº 1270/19

Acusado: Banco BTG Pactual S.A.

Assunto: Apurar a responsabilidade do Banco BTG Pactual S.A. por ter participado da eleição em separado de membro do conselho fiscal da Gerdau S.A. (infração ao art. 161, §4º, “a” da lei nº 6.404/76).

Relator: Presidente Marcelo Barbosa

Relatório

I. Objeto

1. Trata-se de processo administrativo sancionador instaurado pela Superintendência de Relações com Empresas (“SEP” ou “Acusação”) para apurar a responsabilidade do Banco BTG Pactual S.A. (“BTG” ou “Banco”), na qualidade de acionista da Gerdau. S.A. (“Companhia” ou “Gerdau”), pelo suposto descumprimento do art. 161, §4º, “a” da lei nº 6.404/76¹ ao participar da eleição em separado de membro do

¹ Art. 161. A companhia terá um conselho fiscal e o estatuto disporá sobre seu funcionamento, de modo permanente ou nos exercícios sociais em que for instalado a pedido de acionistas. (...)

§ 4º Na constituição do conselho fiscal serão observadas as seguintes normas:

a) os titulares de ações preferenciais sem direito a voto, ou com voto restrito, terão direito de eleger, em votação em separado, 1 (um) membro e respectivo suplente; igual direito terão os acionistas minoritários, desde que representem, em conjunto, 10% (dez por cento) ou mais das ações com direito a 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

conselho fiscal da Companhia na assembleia geral ordinária realizada em 26.04.2016 (“AGO”).

2. Na ocasião, foram eleitos cinco membros efetivos e seus respectivos suplentes para compor o conselho fiscal, sendo três deles eleitos pela controladora da Companhia – Metalúrgica Gerdau S.A. (“Metalúrgica Gerdau” ou “Controladora”) – e os demais pelos acionistas minoritários titulares de ações ordinárias e preferenciais².

II. Origem

3. A acusação teve origem no Processo CVM nº RJ-2016-281, instaurado para analisar reclamação apresentada por alguns fundos de investimentos, todos acionistas da Gerdau, acerca de alegadas irregularidades na eleição do conselho fiscal da Companhia ocorrida na AGO.

4. Os reclamantes sustentaram que a vaga destinada a representante dos acionistas minoritários foi preenchida por conselheiro eleito pelo BTG, que não poderia “*sequer ser considerado um acionista na perspectiva da Lei*” (0557530 – fl. 3). Explicaram que, segundo o mapa de votação disponibilizado pela Companhia, a vaga correspondente aos acionistas minoritários foi preenchida pela Sra. V.C.L., que recebeu 34.209.522 votos, exatamente o número de ações ordinárias detidas pelo BTG à época.

5. Segundo a reclamação, o Banco teria se tornado titular dessas ações através de “*um contrato de total return swap, pelo qual ficou acordado que o Banco BTG receberia a variação do CDI + 1% e a Controladora receberia a valorização das ações ordinárias da Companhia*” (0557530 – fl. 2). Na visão dos reclamantes, como consequência do pactuado neste e em outros contratos que teriam sido celebrados entre o BTG e a Controladora, o Banco “*passou a estar imune a qualquer risco econômico, presente ou futuro, (...) das ações de emissão da Companhia*” (0557530 – fl. 2), sendo possível concluir que, apesar de ter se tornado titular de ações da Gerdau, “*assumiu apenas a posição formal de acionista da Companhia, no lugar da Controladora*” (0557530 – fl. 2).

² De acordo com o mapa de votação referente à AGO, o grupo dos acionistas titulares de ações ordinárias e o grupo dos acionistas titulares de ações preferenciais elegeram, cada um, seu representante.



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

6. Em síntese, os reclamantes aduziram que, ao exercer seu direito de voto para eleger representante para o conselho fiscal da Companhia, o BTG “*se utilizou dos direitos políticos das ações ordinárias em sua custódia, sem estar submetido aos riscos econômicos desta participação*” (0557530 – fl. 3).

7. Nesse contexto, suscitaram que, dado o “*extenso relacionamento comercial*” entre o BTG e a Controladora, a eleição da Sra. V.C.L. “*teria sido arquitetada*” por esses acionistas “*com o interesse de impossibilitar a eleição, em separado, de um membro para o Conselho Fiscal por acionistas ordinários minoritários*” (0557530 – fl. 3). Ao final, alegaram que essa estratégia teria evitado a reeleição do Sr. T.J.C. – candidato indicado pelos reclamantes³ – que, no exercício anterior, havia apresentado ressalvas acerca das demonstrações financeiras da Companhia⁴.

III. Fatos apurados pela SEP

8. A SEP verificou que a situação societária do BTG na Gerdau também fora objeto de reclamação pelos mesmos reclamantes no âmbito do Processo CVM nº RJ-2015-4422. Neste processo, afirmavam que o Banco assumiu obrigações da Controladora frente a uma opção de venda – sobre ações de emissão da Companhia – que a Metalúrgica Gerdau outorgou à BNDES Participações S.A. (“BNDESPAR”)⁵ e, nesse contexto, celebrou com a Controladora uma série de outros acordos.

9. Amparando-se nesse arcabouço contratual, os reclamantes novamente alegaram que o BTG teria exercido os direitos políticos correspondentes às ações ordinárias da

³ O Sr. T.J.C. havia sido eleito na assembleia geral ordinária da Companhia realizada em 29.04.2015.

⁴ A SEP destacou que tais ressalvas basearam-se no entendimento do conselheiro de que a aquisição de participação em algumas sociedades controladas pela Companhia deveria ser considerada como transação entre partes relacionadas, opinião não compartilhada pela administração da Gerdau e pelos demais conselheiros fiscais. Essa discussão foi objeto de análise no Processo CVM RJ-2015-8486, após a qual se concluiu pela instauração do PAS CVM 19957.004309/2016-73 em face de diversos membros da administração da Companhia, ainda não apreciado pelo Colegiado.

⁵ O principal pleito dos reclamantes no âmbito do Processo CVM nº RJ-2015-4422 referia-se à obrigatoriedade de a Controladora realizar oferta pública de aquisição de ações, nos termos do art. 4º, §6º da lei nº 6.404/76 (“OPA”). De acordo com os reclamantes, a assunção, pelo BTG, das obrigações da Metalúrgica Gerdau frente à opção de venda da BNDESPAR teria sido a estratégia adotada pela Controladora para evitar a realização da OPA. O processo, contudo, foi encerrado por perda de objeto, uma vez que a OPA, ao final e por outras razões, foi realizada pela Controladora.



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

Gerdau em sua custódia sem estar submetido aos riscos econômicos dessa participação e sem partilhar dos resultados do desenvolvimento da atividade empresarial da Companhia.

10. Diante dos questionamentos descritos acima, a SEP analisou a opção de venda que a Metalúrgica Gerdau outorgou à BNDESPAR, assim como outros quatro contratos firmados entre o BTG e a Controladora⁶, a seguir descritos.

Contrato de opção de venda da BNDESPAR (“Opção de Venda BNDESPAR”)

11. Em 22.12.2006, a Metalúrgica Gerdau outorgou à BNDESPAR opção de venda segundo a qual a BNDESPAR tinha o direito de, observado o prazo de exercício⁷, alienar a totalidade das ações da Companhia de que era titular⁸ e a Metalúrgica Gerdau a obrigação de, exercida a opção, adquirir tais ações por um preço previamente fixado⁹.

12. A Opção de Venda BNDESPAR foi aditada, pela primeira vez, em 29.12.2011, para estender o prazo de exercício de 5 para 8 anos¹⁰, ajustar o preço a ser pago por ação

⁶ A área técnica ressaltou que, em complemento a tais contratos, foram firmados outros instrumentos de natureza acessória (como garantias e acordos para disciplinar a liquidação dos derivativos), mas que teriam pouca relevância para a análise que se coloca neste processo.

⁷ A Opção de Venda BNDESPAR poderia ser exercida no prazo de 30 (trinta) dias após o decurso de 5 (cinco) anos contados da data de assinatura do contrato (conforme cláusula 2.1).

⁸ À época, a participação da BNDESPAR na Companhia correspondia a 17.104.761 ações ordinárias, representativas de 2,6% do capital social da Gerdau. Este número dobrou após o segundo aditivo da Opção de Venda BNDESPAR – passando a ser de 34.209.522 ações ordinárias (cujo *ticker* é GGBR3) –, em razão do desdobramento das ações da Gerdau ocorrido em 12.06.2008.

⁹ O preço pago por cada ação da BNDESPAR era equivalente à média diária, ponderada pelo volume diário, da cotação da ação ordinária de emissão da Gerdau na bolsa nos 10 pregões anteriores à data de assinatura do contrato, corrigido *pro rata temporis* pela Taxa de Juros de Longo Prazo – TJLP, acrescida de um *spread* de 4% ao ano (conforme cláusula 3.1).

¹⁰ De acordo com a alteração, a Opção de Venda BNDESPAR poderia ser exercida no prazo de 30 (trinta) dias após o decurso de 8 (oito) anos contados da assinatura do contrato original (22.12.2006) (conforme cláusula 2.1). O vencimento da Opção de Venda BNDESPAR passou a ser, então, em 22.12.2014, podendo a opção ser exercida em até 30 (trinta) dias a partir desta data.



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

na hipótese de exercício da opção¹¹ e incluir obrigação adicional de pagamento, pela Metalúrgica Gerdau, em favor da BNDESPAR¹².

13. A SEP sustentou que a Opção de Venda BNDESPAR “*correspondia, em essência, a um empréstimo, em que o BNDESPAR funcionava como credor da Metalúrgica Gerdau, tendo as ações de emissão da Gerdau S.A. como garantia*” (0559697 – §16). Destacou que as declarações da BNDESPAR no Processo CVM nº RJ-2014-4422 corroborariam essa conclusão porque demonstrariam que, nas assembleias gerais ordinárias da Companhia, a BNDESPAR absteve-se de votar na maior parte dos casos ou acompanhou os votos dos minoritários da Gerdau¹³.

14. Ao analisar as condições da Opção de Venda BNDESPAR, a SEP observou que o uso de derivativos com o propósito de criar estruturas semelhantes a empréstimos seria prática reconhecida pelo mercado como “off-balance” e utilizada para evitar que obrigações financeiras (empréstimos, arrendamentos, etc.) fossem reconhecidas, nas demonstrações financeiras, como constantes do passivo da companhia, que, ao invés disso, poderiam classificá-las, através do uso de derivativos ou contratos de execução de longo prazo, por exemplo, como itens de resultado.

15. Além disso, segundo a área técnica, operações dessa natureza trariam complexidade à análise de questões societárias, uma vez que, ao mesmo tempo em que formalmente há um titular de ações em custódia, na essência, essas ações estão vinculadas

¹¹ De acordo com a alteração, o preço a ser pago (equivalente à média diária, ponderada pelo volume diário, da cotação da ação ordinária de emissão da Companhia na bolsa nos 10 pregões anteriores à data de assinatura do contrato) passou a ser corrigido *pro rata temporis* pela TJLP, acrescido de um *spread* de 4% ao ano e, também, pela variação acumulada de 110% das taxas DI consoante fórmula fixada no contrato (conforme cláusula 3.1).

¹² Foi incluída a obrigação de a Metalúrgica Gerdau pagar à BNDESPAR, independentemente do efetivo exercício da opção de venda, a título de compensação financeira, um valor determinado através de fórmula fixada no contrato (conforme cláusula 4.2).

¹³ Foram transcritas no termo de acusação as seguintes passagens das declarações da BNDESPAR: “*até o ano de 2011, os votos de seu representante nas AGO foram de abstenção em relação às matérias da ordem do dia, exceto quanto à eleição de membros para o Conselho de Administração e/ou Fiscal, cujos votos foram favoráveis para apoiar a indicação feita por outros acionistas minoritários*” e, no período de 2012 a 2014, seu representante “*votou de forma a apoiar a eleição de membro do Conselho Fiscal da Companhia em vaga destinada aos acionistas preferencialistas, abstendo-se, apenas, de votar na eleição da chapa para os membros do Conselho de Administração proposta pela 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

a uma série de contratos com a própria companhia ou seu controlador. Segundo a SEP, nessas situações, a possibilidade de os titulares das ações exercerem os direitos políticos a elas correspondentes, em especial na qualidade de acionistas minoritários, dependeria principalmente do grau de independência e vinculação do titular com a companhia ou seus controladores.

Segundo Aditivo à Opção de Venda BNDESPAR

16. Em 28.11.2014, a Opção de Venda BNDESPAR foi novamente aditada. Entre outras alterações¹⁴, o aditivo estabeleceu a assunção, pelo BTG, de todos os direitos e obrigações da Controladora decorrentes da Opção de Venda BNDESPAR, especialmente a obrigação de, exercida a opção, adquirir as ações da BNDESPAR e pagar-lhe o correspondente preço, o que ocorreu em 01.12.2014¹⁵. Nesta ocasião, o BTG desembolsou à BNDESPAR o valor de R\$ 1.044.245.749,32, equivalente a R\$ 30,52 por ação, e passou a ser titular de 34.209.522 ações ordinárias de emissão da Gerdau (GGBR3).

17. Como contrapartida às obrigações assumidas pelo BTG, a Controladora outorgou, em favor do Banco, opção de venda sobre essas ações, emitiu notas promissórias e celebrou o contrato de “*total return swap*”.

Contrato de “total return swap” (“TRS”)

18. Em 08.12.2014, o Banco e a Controladora firmaram o TRS, com data de vencimento em 11.12.2017, que estabelecia a troca dos fluxos econômicos relacionados às ações de emissão da Gerdau de titularidade do BTG de acordo com a seguinte dinâmica: caso houvesse valorização na cotação das ações (incluindo distribuições de dividendos ou juros sobre o capital próprio), o BTG repassaria à Controladora o valor correspondente e,

¹⁴ Destaca-se, entre as alterações realizadas, a antecipação do prazo de exercício da opção, que passou a ser de 30 (trinta) dias contados da assinatura do aditivo (conforme cláusula 2.1).

¹⁵ Consoante a cláusula 1.2 do aditivo: “A METALÚRGICA GERDAU, neste ato, com a concordância das demais PARTES, transfere todos os direitos e obrigações estabelecidos no CONTRATO ao BTG PACTUAL, o qual, por sua vez, assume a posição contratual da METALÚRGICA GERDAU no âmbito do CONTRATO, tornando-se o BTG PACTUAL, perante a BNDESPAR, o outorgante da OPÇÃO DE VENDA e comprador das AÇÕES e pagador do Preço de Exercício, na hipótese de seu exercício pela BNDESPAR, observadas as alterações acordadas entre as PARTES dispostas neste SEGUNDO ADITIVO” (grifou-se).



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

na hipótese de desvalorização, o fluxo se operaria no sentido inverso, isto é, a Controladora repassaria a diferença ao BTG.

19. Como contrapartida, o TRS previa uma remuneração fixa em favor do Banco equivalente à taxa de CDI + 1% ao ano aplicada sobre o valor base investido, de R\$ 290.096.746,65 (conforme cláusula 2.1.b). Este valor correspondia ao valor das 34.209.522 ações de emissão da Gerdau considerando a cotação no pregão do dia anterior à assinatura do TRS, equivalente a R\$ 8,48 por ação (conforme cláusula 1.1).

20. Na análise que fez desse instrumento, a SEP entendeu que, ao final da sua vigência, o Banco teria recebido qualquer desvalorização referente às ações GGBR3 ou repassado à Controladora qualquer valorização que o papel por ventura pudesse ter sofrido durante a vigência do contrato. Por essa razão, afirmou que o risco relacionado à variação econômica na cotação das ações da Gerdau teria ficado a cargo da Controladora, enquanto o Banco faria jus à remuneração fixa de CDI + 1% a.a. sobre o valor inicialmente investido.

Contrato de opção de venda de ações GGBR3 (“Opção de Venda BTG”)

21. Em 28.11.2014, a Metalúrgica Gerdau outorgou ao Banco opção de venda sobre as 34.209.522 ações ordinárias de emissão da Companhia de que o BTG viria a ser titular por ocasião do exercício da Opção de Venda BNDESPAR pela BNDESPAR, cuja eficácia estava condicionada justamente à verificação deste evento. O contrato estabeleceu, ainda, o prazo¹⁶ e o preço de exercício¹⁷.

Notas Promissórias (“Notas Promissórias”)

22. Por fim, como parte da liquidação parcial da obrigação assumida pelo BTG no âmbito da Opção de Venda BNDESPAR, em 08.12.2014, a Metalúrgica Gerdau emitiu, em favor do Banco, 14 notas promissórias, com valor unitário de R\$ 50.000.000,00, perfazendo o montante total de R\$ 700.000.000,00, com vencimento em 03.12.2015 (0557530 – fls. 42-56).

¹⁶ A opção poderia ser exercida no período de 5 (cinco) dias após o término do TRS (11.12.2017) (conforme cláusula 3ª).

¹⁷ O preço era equivalente à média aritmética do preço médio diário das ações GGBR3 na bolsa durante os 30 dias úteis imediatamente anteriores à data de vencimento (11.12.2017) (conforme cláusula 5ª).



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

23. As Notas Promissórias foram objeto de distribuição pública com esforços restritos de colocação, nos termos da Instrução CVM nº 476/09 e do “*Instrumento Particular de Contrato de Distribuição Pública, com Esforços Restritos, de Notas Promissórias, em Série Única, da Metalúrgica Gerdau S.A.*”, celebrado entre a emissora e o BTG em 01.12.2014. Os títulos foram adquiridos pelo Banco, que passou a perceber a remuneração de CDI + 2% a.a. sobre o valor de face das Notas Promissórias.

IV. Acusação

24. Depois de analisar o arcabouço contratual acima descrito, a Acusação concluiu que “*a operação como um todo se tratou, na essência, de um empréstimo, do BTG Pactual para a Controladora, dos fundos necessários para fazer frente ao exercício, pelo BNDESPAR, da Opção de Venda BNDES*”.

25. Nesse sentido, em contrapartida ao pagamento realizado pelo BTG quando do exercício, pela BNDESPAR, da Opção de Venda BNDESPAR, a Metalúrgica Gerdau emitiu as Notas Promissórias e, em relação às ações GGBR3 de propriedade do Banco, cujo valor de mercado, em dezembro de 2014, era de aproximadamente R\$ 300 milhões, celebrou o TRS e a Opção de Venda BTG.

26. A respeito de tais contratos, a Acusação afirmou que visavam a garantir o crédito do BTG contra a Controladora, permitindo ao primeiro, findo o prazo do TRS, alienar as ações de emissão da Companhia adquiridas como resultado da assunção das obrigações da Metalúrgica Gerdau decorrentes da Opção de Venda BNDESPAR.

27. Acrescentou que, quando tomados em conjunto, o TRS e a Opção de Venda BTG seriam equivalentes a uma operação de empréstimo tradicional com ações em garantia, tendo destacado as seguintes características da relação contratual¹⁸:

- i. o Banco não teria assumido o risco das variações econômicas das ações GGBR3, isto é, não “*carreg[ava] o risco do ativo*”;

¹⁸ Conforme §33 do termo de acusação (0559697).



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

ii. o Banco recebeu da Metalúrgica Gerdau remuneração fixa pelo valor desembolsado para adquirir as ações GGBR3 no âmbito da Opção de Venda BNDESPAR, o que seria equivalente aos juros de um empréstimo;

iii. a Controladora estava obrigada a adquirir as ações GGBR3 que o BTG passou a ser titular se este desejasse aliená-las, o que seria equivalente ao pagamento do “*principal*” do empréstimo; e

iv. em caso de inadimplência da Controladora, o BTG tinha a possibilidade de vender a terceiros sua participação na Companhia “*de forma a preservar o principal investido*”, o que corresponderia à “*execução da garantia, no caso, as ações GGBR3*”.

28. A Acusação afastou a alegação da Metalúrgica Gerdau de que o Banco era livre para vender as ações quando quisesse sob o argumento de que a liquidação antecipada da operação, em princípio, não faria sentido econômico para o BTG, que, nos termos do TRS, auferia a remuneração fixa equivalente ao CDI + 1% a.a. sobre o valor investido (R\$ 290.096.746,65). Portanto, não haveria incentivo para a venda antecipada (e assunção do risco do TRS) a menos que a Controladora descumprisse suas obrigações contratuais.

29. Com base no trecho da nota explicativa constante das demonstrações financeiras da Controladora referentes ao exercício de 2014¹⁹, a Acusação sustentou que, ainda que a soma dos valores de face das Notas Promissórias e do TRS não totalizassem exatamente o montante correspondente ao preço pago pelo BTG em razão do exercício da Opção de Venda BNDESPAR, este pagamento teria sido realizado mediante compensação pela Controladora, cujas parcelas principais foram o TRS e as Notas Promissórias com os respectivos encargos remuneratórios contratados em cada instrumento.

¹⁹ Conforme transcrito no §35 do termo de acusação (0559697): “*Em dezembro de 2014, o banco BTG Pactual (BTG) efetuou a assunção de todos os direitos e obrigações da Companhia decorrentes do contrato com o BNDES Participações S.A.. Neste sentido, o BTG passou, através deste instrumento de preço de mercado pós-fixado e prazo de vencimento de 3 anos, a deter estas ações. Esta operação transitará por resultado com valor a ser definido pelo valor de mercado da GGBR3 ao final de cada período. Em adição ao contrato de Opção de Venda, a Companhia realizou com o BTG operação de total return swap e call option, as quais estão descritas na nota 15.e, além de operação de emissão de Notas Promissórias no valor de R\$ 700 milhões, as quais estão descritas na nota 13*”.



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

30. A Acusação suscitou, ainda, que a Controladora teria optado por adotar a estrutura contratual acima descrita, ao invés de tomar um empréstimo convencional com o Banco, com o propósito de evitar a realização de OPA, nos termos do art. 4º, § 6º da lei nº 6.404/76 e do art. 26 da Instrução CVM nº 361. Isso porque, se a Metalúrgica Gerdau honrasse, ela própria, a Opção de Venda BNDESPAR, excederia o limite de aquisição das ações em circulação.

31. Na sequência, a Acusação fez algumas considerações a respeito do tratamento contábil de contratos da natureza do TRS. Nesse aspecto, chamou atenção para as orientações constantes do Ofício-Circular/CVM/SNC/SEP/n.º 01/2018, que, ao abordar operações de compra e venda de participações societárias com derivativos embutidos, apresenta o seguinte entendimento:

“Há no caso distorção relevante na realidade econômica reportada. O controlador deixa de reconhecer apropriadamente o Resultado com Equivalência Patrimonial e participação societária detida; o controlador não reconhece o Passivo “Empréstimos” e a Despesa Financeira respectiva em DRE; o controlador reconhece de modo distorcido e fora do período de competência apropriado o ganho ou perda de capital com a alienação da participação societária. BP, DRE e DFC deixam de atender à condição de representação fidedigna. Os auditores independentes devem estar atentos a esses aspectos, manifestando-se em seus relatórios emitidos acerca dos desvios que em seu julgamento causem distorção relevante nas demonstrações contábeis auditadas como um todo.”

32. A Acusação também mencionou o CPC 48, correlacionado às normas Internacionais de Contabilidade – IFRS 9, no qual o “swap de retorno total” é citado como exemplo de transação em que “não há substancialmente transferência de todos os riscos e benefícios de propriedade” (0559697 – §43). Destacou, quanto a isso, o Exemplo B3.2.16 (o) do CPC 48:

“Swap de retorno total. A entidade pode vender o ativo financeiro ao cessionário e celebrar uma transação de swap de retorno total com o cessionário, pela qual todos os fluxos de caixa de pagamento de juros provenientes do ativo subjacente sejam remetidos à entidade em troca do pagamento fixo ou pagamento de taxa variável, e quaisquer aumentos ou reduções no valor justo do ativo subjacente sejam absorvidos pela entidade. Nesse caso, o desreconhecimento da totalidade do ativo é proibido”.



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

33. Fundamentando-se nessas regras, sustentou a Acusação que *“em caso de contratos do tipo do TRS, as normas contábeis apontam que o ativo não pode ser reconhecido no balanço da parte que recebe o retorno fixado, mas sim, no balanço da entidade que detém os riscos e benefícios relacionados ao ativo. Na essência, o ativo deve ser reconhecido pela parte que detém seus riscos e benefícios”* (0559697 – §44).

34. A Acusação afirmou que, em complemento ao TRS, a Opção de Venda BTG reforçaria a natureza de empréstimo tradicional da operação por conferir liquidez às ações detidas pelo Banco, definindo o prazo pelo qual o arranjo com a Controladora se daria. De acordo com essa estrutura, o pagamento da Opção de Venda BTG representaria o pagamento do *“principal do empréstimo”*, estando o Banco sujeito apenas ao risco de crédito por parte da Metalúrgica Gerdau.

35. Diante dessas constatações, a Acusação concluiu que o BTG, enquanto acionista da Companhia, tinha seus interesses alinhados com os da Controladora. Ressaltou, a esse respeito, que *“suas decisões como acionista, em virtude do TRS, não afetavam a si, mas ao controlador, e seu interesse era que o Controlador cumprisse com suas obrigações no arcabouço contratual citado”*.

36. De acordo com a Acusação, o Banco estaria em uma posição *“sui generis”* quanto ao exercício dos direitos políticos correspondentes à sua participação na Companhia: não era afetado pelo resultado da atividade empresarial da Gerdau, não tinha incentivo algum para analisar questões relacionadas à empresa, mas era afetado por questões que atingissem a Controladora, pois o único risco a que estava sujeito era o risco de crédito da Metalúrgica Gerdau.

37. Respalhando-se nessa linha de entendimento, a Acusação concluiu que o Banco estava vinculado à Controladora, na posição de credor, imune aos efeitos da variação do valor das ações ou dos resultados da atividade empresarial da Companhia, de maneira que sua independência para se posicionar, como acionista, em matérias exclusivas de acionistas minoritários – na realidade, de acionistas não-controladores – estava prejudicada. Por essa



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

razão, no seu entendimento, o BTG não poderia exercer a prerrogativa prevista no art. 161, §4º, “a” da lei nº 6.404/76²⁰.

38. O Banco manifestou-se sobre os fatos acima descritos²¹, ocasião em que confirmou que votou na Sra. V.C.L. na AGO, mas argumentou que se enquadraria no conceito de acionista minoritário previsto no art. 161, §4º, “a” da lei nº 6.404/76, uma vez que:

- i.** estruturas contratuais envolvendo “*total return swaps e/ou opções de venda*” não fariam com que as contrapartes necessariamente atuassem com interesses alinhados;
- ii.** no caso concreto, o BTG sempre manteve – sem qualquer tipo de restrição ou orientação – os direitos políticos atrelados às ações objeto do TRS e “*sequer precisava se manter necessariamente comprado nas ações envolvidas na estrutura contratual descrita no Ofício, tendo portanto a discricionariedade para alienar e/ou alugar ações a mercado (como de fato chegou a fazer durante o período do vínculo contratual)*”;
- iii.** não havia acordo de voto ou combinação com a Metalúrgica Gerdau e a tese de que haveria um necessário alinhamento de interesses entre as contrapartes em relações contratuais nesse formato resultaria, na prática, no vínculo concomitante de determinados acionistas controladores a diversas instituições financeiras distintas;
- iv.** o conceito de “*pessoas vinculadas*” no âmbito da regulamentação da CVM seria difuso, não sendo possível inferir dos normativos à época vigentes, e em face das características da transação, que o BTG representava uma pessoa vinculada a

²⁰ A Acusação chamou atenção para a relevância da eleição em separado para os acionistas minoritários, fazendo referência às orientações constantes do Parecer de Orientação CVM nº 19/1990 (que deixa clara a importância do mecanismo) e do Ofício Circular CVM/SEP nº 2/2018 (que esclarece que “*não devem participar [da eleição em separado] quaisquer acionistas que não se insiram no conceito de minoria que a lei buscou proteger, ou seja, além dos controladores, também não devem participar pessoas vinculadas a eles*”).

²¹ Em resposta ao Ofício nº 98/2018/CVM/SEP/GEA-4 (0557530 – fls. 100/101).



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

ponto de perder a sua independência e limitar seu direito essencial ao voto enquanto acionista;

v. a indicação de candidato suplente para o conselho fiscal, pelo BTG, “*em chapa conjunta com o BNDES*” na assembleia geral ordinária da Gerdau de abril de 2017, corroboraria que a indicação na AGO teria sido completamente desvinculada das relações contratuais descritas pela SEP; e

vi. as indicações para representantes no conselho fiscal “*tiveram um cunho mais amplo e institucional, enquanto que a operação descrita no Ofício havia sido estruturada e executada especificamente pela mesa proprietária do BTG Pactual – que, naturalmente, também foi envolvida na indicação dos conselheiros nesses anos, mas não foi a área que tomou a iniciativa interna nesse sentido*”.

39. A Acusação afastou os argumentos apresentados pelo Banco afirmando que:

i. durante a vigência do TRS, ainda que contratualmente o BTG tivesse os direitos políticos correspondentes às ações da Companhia de que era titular, a posição do Banco era de um “*credor do controlador*”, já que não tinha incentivo para exercer tais direitos na posição de acionista minoritário e mantinha um vínculo com a Controladora incompatível com essa qualidade;

ii. a alegada discricionariedade do Banco para vender no mercado as ações da Gerdau de que era titular não se sustentaria porque a manutenção de tais ações funcionava como “*hedge*” do TRS, que lhe garantia a taxa fixa do empréstimo, o que seria o real objetivo da instituição financeira;

iii. a ausência de acordo de voto ou combinação não descaracterizaria o vínculo junto à Controladora; e

iv. na condição de instituição financeira de grande porte com relevante experiência em operações estruturadas e em mercado de capitais, o BTG conhecia as repercussões legais e financeiras dos contratos firmados com a Metalúrgica Gerdau, da mesma forma como ocorria com seu antecessor na operação, 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

BNDESPAR, que se absteve de inferir nas deliberações que pudessem afetar o direito dos acionistas minoritários.

40. A Acusação expôs, ainda, que operações envolvendo contrato de TRS cujo ativo subjacente são ações de companhia aberta, as quais, por sua vez, são mantidas em custódia em nome da instituição financeira, não são inéditas. Asseverou que, nessas operações, o vínculo entre a instituição financeira credora e o acionista controlador que mantém o risco das ações subjacentes (e para quem as ações são, ao final, transferidas) é inquestionável e independe da existência de acordo formal sobre orientação de voto.

41. Além disso, reiterou que a participação do BTG na eleição em separado do conselho fiscal teria evitado a reeleição do conselheiro que, no exercício anterior, havia oposto questionamentos relevantes em relação a critérios adotados pelos administradores da Companhia, salientando que essa participação foi decisiva, uma vez que a candidata apoiada pelo Banco foi eleita apenas com os seus votos, sem que qualquer outro minoritário manifestasse sua preferência.

42. Por fim, quanto ao alegado pelo BTG de que o fato de ter indicado representante para o conselho fiscal na assembleia geral ordinária de 2017 da Gerdau sinalizaria sua isenção e desvinculação com relação à Controladora, a Acusação esclareceu que este evento foi posterior à liquidação da estrutura contratual descrita (que ocorreu em 08.03.2017)²² e não seria relacionado à eleição objeto deste processo, de forma que não teria o condão de interferir nas conclusões alcançadas.

43. Por todo o exposto, a Acusação propôs a responsabilização do BTG pelo descumprimento do art. 161, §4º, “a” da Lei 6.404/76 por ter participado da eleição em separado de membro do conselho fiscal na AGO.

²² Conforme fato relevante divulgado pela Companhia em conjunto com a Controladora em 08.03.2017, o TRS, assim como a Opção de Venda BTG e outros instrumentos assessórios, foram liquidados em 07.03.2017, em razão da formalização de contrato de permuta de ações da Gerdau celebrado entre o Banco e a Controladora regulando a permuta das 34.209.522 ações ordinárias (GGBR3) do BTG (adquiridas no âmbito da Opção de Venda BNDESPAR) por 33.358.668 ações preferencias (GGBR4), o que disparou a OPA, que foi realizada pela Controladora.



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

V. Manifestação da PFE

44. Por meio do Parecer n. 00114/2018/GJU-4/PFE-CVM/PGF/AGU (0585735), a Procuradoria Federal Especializada junto à CVM manifestou o entendimento de que os requisitos formais previstos no art. 6º da Deliberação CVM nº 538/08, à época em vigor, foram atendidos, assim como cumpridas as diligências previstas pelo art. 11 da mesma Deliberação.

VI. Defesa

45. O BTG apresentou sua defesa em 19.11.2018 (0640474) em conjunto com pedido de sigilo (0640426), que foi concedido pela SEP, nos termos do Memorando nº 239/2018-CVM/SEP/GEA-4 (0642037)²³.

46. Inicialmente, a defesa descreveu o arranjo contratual subjacente à operação financeira referida no termo de acusação, pactuada entre a Controladora e o BTG, tendo salientado que “*um contrato fundamental [fora] completamente ignorado pela acusação, qual seja: (d) uma opção de compra de 8.490.636 GGBR4*”, ticker correspondente às ações preferenciais de emissão da Gerdau (pp. 6/7).

47. Em seguida, abordou os efeitos, em tese, de contratos derivativos – como o TRS – quanto ao direito de voto das ações de companhias abertas objeto de tais instrumentos. Para isso, retomou as discussões ocorridas no âmbito da reforma da então vigente Instrução CVM nº 10, de 14.02.1980, asseverando que a proposta original da CVM – de restringir o direito de voto das ações adquiridas por meio de derivativos – fora, ao final, afastada.

48. Nesse aspecto, destacou que o art. 10º da Instrução CVM nº 567/2015 (que substituiu a Instrução CVM nº 10) apenas previu a restrição aos direitos políticos “às ações

²³ Com base no art. 2º da Deliberação CVM nº 481/2005, a área técnica determinou que as informações constantes dos parágrafos 5.22, 5.23 e da nota de rodapé nº 15 da defesa, assim como a íntegra do anexo III à defesa (0640485) fossem tratadas em caráter restrito.



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

mantidas em tesouraria, exigindo, no que tange às ações detidas em razão de derivativos, cuidados adicionais do ponto de vista informacional” (p. 11)²⁴.

49. A defesa chamou atenção, ainda, para a reação dos agentes de mercado em face da proposta original da CVM, aduzindo que, “[d]e um modo geral, o que se vê daquelas manifestações é que não se pode presumir simplesmente um alinhamento entre a companhia e a sua contraparte no derivativo. Essa presunção não apenas corresponde a uma simplificação de modelos negociais variados, como também produziria um efeito muito grave, pela limitação ao direito de voto de alguém que, em princípio, é um terceiro” (p. 11).

50. Na sequência, o BTG alegou que o pressuposto da Acusação de que o Banco “estava imune aos efeitos de variação das ações ou dos resultados da atividade empresarial da Gerdau” não corresponderia à realidade. Fundamentou o seu argumento no contrato de opção de compra – que teria sido ignorado pela Acusação²⁵ – por meio do qual o BTG poderia adquirir 8.490.636 ações preferenciais da Gerdau por um preço pré-fixado. Dessa forma, a valorização da cotação das ações da Companhia proporcionaria ao Banco um lucro, o que demonstraria que “era, sim, afetado pelo resultado da atividade empresarial dessa companhia” (p. 14).

51. De acordo com a defesa, essa interpretação teria sido, inclusive, manifestada pela Superintendência de Registro de Valores Mobiliários – SRE, que, ao analisar os contratos objeto deste processo, representou graficamente o ganho que o BTG poderia obter com a

²⁴ A defesa transcreveu o trecho do relatório da audiência pública em que referida instrução foi discutida no qual a CVM explica a sua posição: “[o] objetivo visado pela CVM é impedir que, por meio de operações economicamente similares a aquisições de ações e manutenção em tesouraria, criem-se possibilidades de exercício de direito de voto por parte de tais ações, contrariamente ao art. 30, §4º, da Lei nº 6.404, de 1976. Após ponderar as manifestações dos participantes, a CVM considera que pode atingir esse objetivo por meio (i) da exigência de que eventuais acordos ou orientações de voto entre a companhia e suas contrapartes sejam divulgados; e (ii) da análise de cada situação individualmente considerada. A proposta definitiva de instrução contempla modificações nesse sentido (novo item 5 do anexo 30-XXXIV à Instrução CVM nº 480, de 2009”.

²⁵ Na opinião da defesa, a SEP teria enxergado apenas o resultado proporcionado pelo TRS, que, no entanto, representava “só uma parte da operação” (p. 14, nota de rodapé nº 11).



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

operação²⁶, “*deixando absolutamente evidente que tal resultado guardava uma correlação direta com a cotação de GGBR4*” (p. 13)²⁷.

52. Em complemento, foram apresentados outros três argumentos que comprovariam “*que o interesse do BTG estava, sim, alinhado ao da Gerdau*” (p. 21), reforçando a insubsistência de um dos pilares da tese acusatória, qual seja o desinteresse do BTG pelos resultados da Companhia.

53. O primeiro desses argumentos tratou da necessidade de analisar os contratos subjacentes à operação de maneira conjunta, sendo impossível desconsiderar um dos instrumentos, tal como teria feito a Acusação em relação ao contrato de opção envolvendo as ações preferenciais da Gerdau.

54. Nesse contexto, o Banco argumentou que, desde o primeiro documento submetido para aprovação por seu comitê, “*nunca se cogitou (...) realizar uma operação que não considerasse aquele upside mencionado pela SRE*” (p. 16)²⁸, o que refletiria “*a percepção dentro do BTG de que as ações de emissão da Gerdau poderiam vir a se valorizar*” (p. 17). Segundo a defesa, esse aspecto (eventual resultado decorrente da valorização da cotação das ações GGBR4) teria sido levado em conta na determinação da remuneração prevista nos demais contratos que integravam a operação²⁹.

55. O segundo argumento, relacionado ao primeiro, reside na decisão do Banco de, por ocasião do encerramento antecipado do TRS, manter a opção de compra sobre as ações GGBR4 e receber parcela bastante significativa dessas ações ao invés da remuneração em

²⁶ Conforme gráfico constante dos autos (0557518 – p. 334).

²⁷ A defesa transcreveu a seguinte passagem da conclusão alcançada pela SRE: “[d]as características presentes na Opção de Compra BTG, verifica-se que haveria ainda um upside, no conjunto das operações aqui descritas, para o BTG Pactual, caso as ações preferenciais de emissão da [Gerdau] apresentassem valorização” (p. 15 - conforme destaques da defesa).

²⁸ A defesa destacou que, nesse documento, constava que, sem prejuízo de outras remunerações, seria devido ao BTG não só CDI+1%, mas também, o equivalente a 30% da performance positiva, se houvesse, de GGBR4 sobre o CDI. E que, ao fim das negociações, essas remunerações adicionais evoluíram para a opção de compra de 8.490.636 GGBR3.

²⁹ Afirmou a defesa que “[e]sse aspecto, naturalmente, reflete-se na taxa ao fim aplicada no âmbito do TRS – não houvesse esse potencial efeito positivo, certamente a taxa aplicada no swap seria outra, mais alta” (p. 17).



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

dinheiro a que, por contrato, tinha direito³⁰. Essas iniciativas reforçariam que “*a expectativa de valorização da Gerdau representava – na opção de compra e na permuta que se negociou posteriormente – uma parcela significativa e essencial da remuneração do BTG ao assumir a posição acionária do BNDESPar*” (p. 18).

56. A defesa acrescentou que seu interesse no desempenho da Gerdau – e, por consequência, na valorização das ações dessa companhia – seria corroborado pela indicação, feita pelo Banco, de candidato para compor a chapa do conselho fiscal submetida para a assembleia geral ordinária da Companhia de 2017.

57. O terceiro argumento fundamentou-se no entendimento de que, ainda que se aceitasse a perspectiva preconizada pela Acusação, e se assumisse que o interesse do Banco decorria estritamente da sua posição de “*credor*” da Metalúrgica Gerdau, a tese da SEP não se sustentaria. A defesa explicou, a esse propósito, que “*nem mesmo do ponto de vista econômico [faria] sentido que o banco fosse indiferente aos resultados da Gerdau*” (p. 19), já que subsistiria, mesmo neste caso, “*o interesse de que aquelas 34.209.522 ações de emissão da Gerdau, dadas em ‘garantia’, tivessem o maior valor possível*” (p. 20). Afinal, “*quanto maior fosse o valor das ações de emissão dessa companhia, menor era sua [do Banco] ‘exposição’ e, por consequência, menor era o seu ‘risco’*” (pp. 20/21).

58. Com base nesses elementos, aduziu a defesa que havia um alinhamento de interesses entre a Companhia e o BTG e, portanto, este “*não se sujeitaria a qualquer coisa em benefício de alguém com quem mantinha uma relação comercial – ele tinha, enfim, interesses econômicos próprios*” (p. 21). Por essa razão, afirmou que seria necessário avaliar as características da relação contratual mantida entre o Banco e a Metalúrgica Gerdau a fim de verificar se efetivamente permitiria uma ingerência de uma parte na outra.

³⁰ Conforme informado pela defesa, o BTG e a Metalúrgica Gerdau decidiram resolver parte da operação antecipadamente e, em 07.03.2017, firmaram um contrato de permuta pelo qual o BTG transferiria todas as 34.209.522 ações ordinárias da Gerdau à Controladora, que, por sua vez, transferiria 33.358.668 ações preferenciais da Companhia ao Banco. Assim, com o fim da posição do BTG em GGBR3, também teria se resolvido o TRS e a Opção de Venda BTG. Tanto a permuta das ações ordinárias por ações preferenciais de emissão da Gerdau, quanto à manutenção da opção de venda sobre as ações preferenciais teriam sido divulgadas no aviso de fato de relevante da Companhia de 08.03.2017.



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

59. Avançando sobre esse ponto, defendeu que o vínculo contratual mantido entre o BTG e a Metalúrgica Gerdau não impactaria a independência do banco no que se refere à votação em separado do conselheiro fiscal da Companhia. Ressaltou que a interpretação do Colegiado exarada na apreciação de casos concretos para avaliar eventual vedação à participação na eleição em separado por acionistas não controladores, mas sujeitos a influência do controlador, estaria “*quase que exclusivamente associada à estrutura de governança*” desses minoritários, “*tendo em vista que seria a partir dela (i.e., da estrutura de governança) que se poderia assumir uma influência determinante do controlador na definição do voto a ser proferido no âmbito da eleição em separado*” (p. 25)³¹.

60. Essa interpretação seria reforçada pelo entendimento alcançado pelo Colegiado nesses precedentes de que, a despeito da existência de influência política do controlador sobre os minoritários, estes poderiam tomar parte da eleição em separado desde que existente “*uma amarração societária que garantisse a dissociação entre aquela influência geral e abstrata e a decisão que, ao fim, seria expressa na eleição em separado*” (p. 26). A defesa enfatizou que, ausente a correlação entre a vontade política do controlador e do minoritário, uma vedação ao exercício do voto deste último acabaria “*por afetar um direito que é essencial aos acionistas, qual seja: o de ‘fiscalizar, na forma prevista nesta Lei, a gestão dos negócios sociais’ (art. 109, III, da lei acionária)*” (p. 25).

61. Feita essa consideração, a defesa frisou que os contratos firmados entre o BTG e a Metalúrgica Gerdau não continham um pacto quanto ao exercício de direito de voto na Gerdau e tampouco atribuíam à Controladora qualquer influência política sobre o Banco. Na mesma linha, afastou qualquer influência econômica que pudesse decorrer da relação contratual, uma vez que não haveria, no âmbito desta relação, “*dependência econômica*” do BTG em relação à Metalúrgica Gerdau³².

³¹ A defesa referiu-se aos precedentes que analisaram o exercício do direito de voto por entidades de previdência complementar patrocinadas pela própria companhia aberta, por seu controlador ou, ainda, por sociedades sob controle comum, fazendo menção expressa ao PAS CVM nº 07/05, Dir. Rel. Marcelo Trindade, j. em 24.04.2007.

³² Neste aspecto, a defesa alegou que, em relações comerciais, somente seria possível extrair uma influência de uma parte sobre a outra se o vínculo contratual impusesse uma subordinação permanente a uma das partes.



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

62. A ausência de referida dependência, consoante exposto pela defesa, residiria principalmente no fato de que eventual inadimplemento dos contratos – dada a exposição envolvida – não produziria um impacto relevante na situação financeira do BTG e muito menos na continuidade de seus negócios. Além disso, argumentou que, em razão da existência da opção de venda sobre as 34.209.522 GGBR3, sequer haveria a necessidade de o Banco “agradar” a Controladora para, com isso, tentar manter um potencial adquirente para essas ações, afastando também qualquer influência que daí poderia decorrer. Afinal, através da opção, a liquidez desse ativo estaria garantida.

63. A defesa prosseguiu afirmando que, ainda que se admitisse que a relação contratual implicaria uma verdadeira dependência econômica, o Colegiado já teria reconhecido que *“esse tipo de vínculo não contamina a isenção da entidade para decidir sobre a eleição de um membro do conselho fiscal”* (p. 30). Desse modo, chamou atenção para o voto do então presidente Marcelo Trindade no âmbito do PAS CVM nº 07/05, no qual teria deixado claro que, para a análise sobre a existência de um impedimento de voto, seria *“irrelevante a influência econômica da patrocinadora sobre a entidade de previdência”* (p. 31). De acordo com a defesa, *“a consideração de tais aspectos econômicos seria equivalente a ‘admitir uma modalidade de ‘controle externo’ que gerasse impedimento de voto’, que não é admitida na lei brasileira, na visão da maioria esmagadora da doutrina”* (p. 31)³³.

64. Retomando alguns dos casos concretos julgados pelo Colegiado, o BTG acrescentou que a inerente dependência econômica entre as entidades de previdência complementar e de suas patrocinadoras seria prova de que *“a existência de alguma dependência econômica, por si só, não [seria] suficiente para vincular um acionista ao*

Noutras palavras, a defesa sustentou que a dependência econômica de uma parte em relação à outra deveria ser tal que pudesse *“inclusive, acarretar a descontinuidade da atividade empresariais da parte mais vulnerável”* (pp. 28/29).

³³ A defesa sustentou que esse posicionamento – *i.e.*, de que a existência de um vínculo econômico não é suficiente para impedir o exercício do direito de voto pelas entidades de previdência nas eleições em separado de representantes de minoritários ou preferencialistas – foi mantido pelo Colegiado em casos subsequentes, seja de forma expressa, atestando a irrelevância do vínculo econômico entre a entidade de previdência e a sua patrocinadora, seja de maneira implícita, deixando de discutir tal vínculo econômico.



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

controlador e, a partir disso, impedir esse acionista de participar de uma eleição em separado” (p. 32).

65. Indo adiante, a defesa refutou a percepção da Acusação de que a participação do BTG na eleição da Sra. V.C.L. teria visado a evitar a recondução do Sr. T.J.C., ex-conselheiro fiscal da Gerdau indicado por outros minoritários, evidenciando que a escolha do Banco fundamentou-se na experiência e capacidade ímpares da conselheira eleita³⁴. Na visão da defesa, portanto, essa suposta intenção do Banco cogitada pela Acusação não poderia representar indício apto a justificar a vinculação com a Controladora.

66. Ao aprofundar esse argumento, também amparando-se em precedentes julgados pelo Colegiado³⁵, alegou que somente seria possível inferir uma coordenação entre os interesses do acionista que vota na qualidade de minoritário e do controlador se a decisão tomada pelo primeiro fosse considerada “*indiscutivelmente irracional sob a perspectiva do acionista minoritário*” (p. 42).

67. Assim, como o voto proferido pelo BTG “*não embutia qualquer irracionalidade*” (p. 48) – justamente por ter se respaldado na experiência e competência da conselheira –, não seria possível dele inferir qualquer vínculo entre o Banco e a Metalúrgica Gerdau.

68. Por fim, e embora o BTG tenha, na defesa, manifestado sua intenção de, eventualmente, apresentar proposta de termo de compromisso, nenhuma proposta foi apresentada até a presente data.

VII. Distribuição do processo

69. Em reunião do Colegiado realizada em 08.01.2019, fui sorteado relator deste processo.

³⁴ A defesa descreveu o currículo da conselheira, expondo os detalhes de sua trajetória profissional e acadêmica, e destacou que: (i) em 2018, o BTG voltou a indicá-la para cargo suplente no conselho fiscal de companhia aberta em que investe na qualidade de acionista minoritário; e (ii) a Sra. V.C.L. teria sido eleita pelos acionistas minoritários em 4 das 6 companhias de que integrou ou integra o conselho fiscal.

³⁵ A defesa fez referência, entre outros precedentes, ao PAS CVM nº RJ2012/4062, j. em 17.12.2013, no qual o Colegiado constatou a coordenação entre o acionista minoritário e o controlador a partir do conteúdo do voto proferido pelo primeiro, o qual seria “*totalmente inexplicável*”. Conforme o racional exposto pelo Colegiado neste caso, o comportamento do acionista minoritário somente poderia ser explicado “*em razão de uma atuação coordenada*” com o acionista controlador.



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

É o relatório.

Rio de Janeiro, 26 de novembro de 2019.

Marcelo Barbosa

Presidente 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

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM SEI Nº

19957.006822/2018-61

Reg. Col. nº 1270/19

Acusado: Banco BTG Pactual S.A.

Assunto: Apurar a responsabilidade do Banco BTG Pactual S.A. por ter participado da eleição em separado de membro do conselho fiscal da Gerdau S.A. (infração ao art. 161, §4º, “a” da lei nº 6.404/76).

Relator: Presidente Marcelo Barbosa

Voto

I. Enquadramento da controvérsia

1. O que se discute neste processo é se o BTG¹, na qualidade de acionista da Gerdau, tinha legitimidade para participar da eleição em separado para eleger membro do conselho fiscal da companhia. A controvérsia se coloca porque, mesmo sendo o acusado titular de ações ordinárias representativas de participação minoritária do capital social², a Acusação entendeu que, em razão da relação contratual que mantinha com a Metalúrgica Gerdau, seus interesses estariam alinhados aos da Controladora e o BTG não poderia,

¹ Os termos iniciados em letras maiúsculas e que não estiverem aqui definidos têm o significado que lhes é atribuído no relatório que acompanha este voto.

² Por ocasião da AGO, o BTG detinha 34.209.522 ações ordinárias (GGBR3), representativas de cerca de 2% do capital social e 6% do total das ações ordinárias de emissão da Gerdau.



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

portanto, ser considerado minoritário para os fins do disposto no art. 161, §4º, alínea “a” da lei nº 6.404/76³.

2. Na opinião da Acusação, os contratos firmados teriam viabilizado, em essência, um empréstimo do BTG para a Controladora, dos recursos financeiros necessários para fazer frente ao exercício, pela BNDESPAR, da opção de venda que lhe cabia contra a Metalúrgica Gerdau (“Opção de Venda BNDESPAR”). Esta opção, vale lembrar, recaía sobre as 34.209.522 ações ordinárias de emissão da Gerdau (GGBR3) de que a BNDESPAR era titular⁴.

3. O arranjo contratual que levou a área técnica a lavrar o termo de acusação pode ser resumido da seguinte forma: de um lado, o BTG assumiu a obrigação da Controladora no âmbito da Opção de Venda BNDESPAR⁵ tendo desembolsado à BNDESPAR o valor de R\$ 1.044.245.749,32 e, conseqüentemente, se tornado titular das 34.209.522 ações GGBR3. Em contrapartida às obrigações assumidas pelo BTG, foram celebrados os seguintes instrumentos:

i. o contrato de *total return swap* (“TRS”) por meio do qual o BTG se comprometeu a repassar à Metalúrgica Gerdau a rentabilidade correspondente às ações GGBR3 (valorização e dividendos) verificada durante a vigência do contrato⁶ e, em troca, passou a fazer jus à remuneração fixa de CDI+1% a.a.

³ Art. 161. A companhia terá um conselho fiscal e o estatuto disporá sobre seu funcionamento, de modo permanente ou nos exercícios sociais em que for instalado a pedido de acionistas. (...)

§ 4º Na constituição do conselho fiscal serão observadas as seguintes normas:

a) os titulares de ações preferenciais sem direito a voto, ou com voto restrito, terão direito de eleger, em votação em separado, 1 (um) membro e respectivo suplente; igual direito terão os acionistas minoritários, desde que representem, em conjunto, 10% (dez por cento) ou mais das ações com direito a voto; (...).

⁴ Conforme descrito nas notas explicativas que acompanharam as demonstrações financeiras da Controladora referentes ao exercício de 2014: “A Companhia [Metalúrgica Gerdau] celebrou um contrato com o BNDES Participações S.A. (“BNDESPAR”), concedendo uma opção de venda para 34.209.522 ações ordinárias da Gerdau S.A., de propriedade do BNDESPAR, a qual foi renovada em 27/12/2011 (...).”

⁵ A assunção, pelo BTG, das obrigações da Controladora foi formalizada pelo Segundo Aditivo à Opção de Venda BNDESPAR, celebrado em 28.11.2014.

⁶ O contrato foi celebrado em 08.12.2014 e encerrava-se em 11.12.2017.



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

sobre R\$ 290.096.746,65⁷, montante correspondente ao valor de mercado das ações no dia anterior à celebração do TRS⁸;

ii. o contrato de distribuição de notas promissórias⁹ segundo o qual a Metalúrgica Gerdau emitiu, em favor do BTG, 14 notas promissórias no valor total de R\$ 700.000.000,00, remuneradas pela taxa de CDI+2% a.a. (“Notas Promissórias”); e

iii. a opção de venda pela qual a Metalúrgica Gerdau conferiu ao BTG o direito de alienar as 34.209.522 ações GGBR3, obrigando-se a adquirir tais ações de acordo com prazo e preço determinados (“Opção de Venda BTG”)¹⁰.

4. Diante dos termos pactuados, a Acusação sustentou que o TRS e a Opção de Venda BTG, quando considerados em conjunto, tornariam a operação equivalente a um “*empréstimo com ações em garantia*” (§33 do TA). Assim, enquanto o TRS proporcionava ao Banco proteção contra as variações econômicas das ações GGBR3 e uma remuneração fixa similar aos juros de um empréstimo, a Opção de Venda BTG garantia liquidez a tais ações (§47 do TA), uma vez que assegurava ao BTG o direito de aliená-las à Metalúrgica Gerdau conforme prazo e preço previamente acordados¹¹.

5. Sob essa lógica, afirmou que a contrapartida financeira do Banco ao referido empréstimo seria constituída pelos valores que lhe foram garantidos no âmbito do TRS

⁷ O pagamento da remuneração fixa pela Metalúrgica Gerdau ao Banco, como o pagamento correspondente à rentabilidade atrelada às ações GGBR3 pelo Banco à Metalúrgica Gerdau deveriam ser realizados na data de vencimento do contrato, isto é, em 11.12.2017.

⁸ Na prática, essa dinâmica permitiu ao BTG preservar o valor de mercado das ações GGBR3 apurado na data da celebração do TRS e lhe conferiu, ainda, uma remuneração fixa referenciada na taxa de juros. Assim, independentemente da valorização ou desvalorização das ações, o valor a que o Banco faria jus ao final da vigência do contrato seria sempre equivalente a R\$ 290.096.746,65 corrigido pela taxa de CDI+1% a.a.

⁹ Celebrado em 01.12.2014, tendo as Notas Promissórias sido emitidas em 08.12.2014.

¹⁰ Celebrada em 28.11.2014.

¹¹ A Acusação destacou que a adoção dessa estrutura ao invés de um empréstimo convencional refletia prática reconhecida no mercado como “*off-balance*”, utilizada para evitar que obrigações financeiras fossem contabilizadas no passivo da companhia, já que, por meio de contratos derivativos, seria possível reconhecê-las como itens de resultado.



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

(R\$ 290.096.746,56) e das Notas Promissórias (R\$700.000.000,00), acrescidos dos respectivos encargos remuneratórios contratados em cada instrumento¹².

6. Concluiu, assim, que, ao mesmo tempo em que o acusado estaria “*imune aos efeitos de variação do valor das ações ou dos resultados da atividade empresarial da Companhia*” (§50 do TA) e, por isso, “*não tinha incentivo algum para analisar questões relacionadas*” à Gerdau (§49 do TA), “*era afetado por questões que atingissem o controlador, pois o único risco (...) que tinha no arcabouço contratual (...) era o risco de crédito da Controladora*” (§49 do TA).

7. Na visão da Acusação, portanto, essas circunstâncias seriam suficientes para tornar o BTG “*vinculado [à Controladora], em posição de credor*” (§50 do TA) e, como consequência, prejudicar a sua independência “*para decidir assuntos exclusivos de acionistas minoritários*” (§50 do TA), inclusive para participar da eleição em separado ocorrida na AGO. Nesta assembleia, o acusado exerceu a prerrogativa prevista no art. 161, §4º, “a”, da lei nº 6.404/76 e, devido à sua participação no conclave, a candidata a quem indicou foi eleita¹³.

8. Nesses termos, a Acusação propôs a responsabilização do BTG por ter, supostamente, exercido prerrogativa para a qual lhe faltaria a necessária legitimidade. Em sendo considerada procedente a acusação, se estará diante de caso em que o direito de voto em separado foi exercido irregularmente por acionista que não preenchia requisito essencial para seu exercício: a condição de acionista minoritário não apenas na forma (que se comprova mediante a titularidade das ações) mas na substância, que se configura com a ausência de vínculos com o acionista controlador que resultem em alinhamento

¹² Esclareceu a Acusação que, embora a soma dos valores de face das Notas Promissórias (R\$ 700.000,00) e do TRS (R\$ 290.096.746,56) não totalizasse exatamente o montante desembolsado pelo Banco à BNDESPAR (R\$ 1.044.245.749,32), tais valores, acrescidos dos encargos remuneratórios que recaíam sobre eles nos termos dos contratos, corresponderiam à compensação paga pela Controladora ao BTG no âmbito da operação.

¹³ De acordo com o mapa de votação disponibilizado pela Companhia, a vaga dos acionistas minoritários foi preenchida pela Sra. V.C.L., que recebeu 34.209.522 votos, exatamente o número de votos equivalente à posição acionária do BTG à época.



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

político-societário ou incentivo de outra natureza forte a ponto de comprometer a independência da sua vontade política.

9. Assim enquadrada a controvérsia, antes de passar à análise do caso concreto, farei algumas considerações quanto aos acionistas legitimados a participar de eleições em separado, notadamente para eleger representantes para compor o conselho fiscal.

II. Legitimados a participar de eleição em separado

10. A lei nº 6.404/76 confere aos acionistas titulares de ações preferenciais sem direito a voto, ou com voto restrito, e aos titulares de pelo menos 10% de ações ordinárias o direito de eleger, em colégio eleitoral apartado, um membro e o respectivo suplente para o conselho fiscal (art. 161, §4º, “a”).

11. Segundo a Exposição de Motivos da lei, a inclusão dessa prerrogativa baseou-se na experiência da aplicação do Decreto-lei nº 2.627, segundo a qual se observou que “[n]a maioria das companhias existentes, todos os membros do Conselho Fiscal são eleitos pelos mesmos acionistas que escolhem os administradores. Nestes casos, o funcionamento do órgão quase sempre se reduz a formalismo vazio de qualquer significação prática (...)”.

12. A instituição do mecanismo de votação em separado decorreu, portanto, da percepção de que as minorias acionárias, naturalmente alheias à gestão dos negócios sociais, tampouco eram representadas no âmbito do conselho fiscal. Este aspecto foi considerado relevante em vista da importância do órgão como instrumento pelo qual os acionistas exercem o direito essencial de fiscalizar os atos da administração¹⁴.

¹⁴ Destacando a importância do mecanismo de votação em separado para eleição de conselheiro fiscal, José Alexandre Tavares Guerreiro afirmou que: “Com mais forte razão se há de sublinhar a valia do instituto no que entende com a função tutelar das minorias acionárias, normalmente alheias à economia interna das companhias e muitas vezes postas simplesmente à margem do que se passa em seu interior. Não foi outro, por certo, o propósito do legislador em lhes assegurar representação no conselho fiscal (art. 161, §4º, “a”), se não o de minorar os efeitos prejudiciais de um desconhecimento praticamente completo da realidade da empresa. Confirma-o a exposição de motivos da Lei 6.404: “A experiência revela, todavia, a importância do órgão como instrumento de proteção de acionistas dissidentes, sempre que estes usam do seu direito de eleger em separado um dos membros do Conselho” (GUERREIRO, José Alexandre Tavares.



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

13. O objetivo do legislador de torná-lo verdadeiramente representativo e, com isso, garantir à minoria efetiva fiscalização sobre os atos praticados pelos administradores também foi explicitado pela CVM no Parecer de Orientação nº 19/90, que tratou da inteligência do art. 161, §4º, “a” da lei nº 6.404/76¹⁵.

14. Nessa ocasião, a CVM deu um passo adicional na interpretação do dispositivo e deixou claro que *“para não se tornar meramente nominal o direito atribuído por lei aos preferencialistas, deve-se entender que da votação em separado desses acionistas para a eleição de seu representante no Conselho Fiscal não poderão participar os acionistas controladores, ainda que portadores também de ações preferenciais. Tal participação, se admitida, redundaria em cerceamento efetivo do direito essencial de fiscalizar e em representação inequitativa dos interesses, não raramente contrários, que a lei buscou proteger”* (grifou-se).

15. Embora a hipótese de impedimento expressamente contemplada pelo Parecer de Orientação tenha recaído sobre os acionistas controladores detentores de ações preferenciais, acredito que, à luz do que pretendeu o legislador ao conceber o instituto do voto em separado, tampouco devem ser legitimados a participar deste colégio eleitoral os demais acionistas – sejam eles titulares de ações preferenciais ou ordinárias – que atuem representando os interesses do controlador. Trata-se, a meu ver, de decorrência lógica da regra prevista no art. 161, §4º, “a”.

16. Esse entendimento foi reconhecido mais de uma vez pelo Colegiado da CVM no âmbito de processos sancionadores¹⁶. A partir das decisões proferidas é possível

“O Conselho Fiscal e o Direito à Informação”. In: *Revista do Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo: Revista dos Tribunais, vol. 45, pp. 30/31, jan-mar/1982).

¹⁵ De acordo com o Parecer: *“pelo próprio número de acionistas existentes em uma sociedade anônima, a tarefa de fiscalizar diretamente a administração social seria praticamente impossível. O Conselho Fiscal é, desta forma, o órgão social mais adequado para controlar as atividades dos administradores. Foi objetivando tornar tal órgão verdadeiramente representativo que a lei facultou aos acionistas portadores de ações preferenciais eleger, separadamente, um representante e seu suplente, faculdade esta também existente para os acionistas minoritários portadores de ações com direito a voto”*.

¹⁶ PAS CVM nº RJ2001/9686, Rel. Dir. Luiz Antonio de Sampaio Campos, j. em 12.8.2004; PAS CVM nº 2002/4985, Dir. Rel. Pedro Oliva Marcílio de Souza, j. em 08.2011.2005; PAS CVM nº 07/2005, Pres. Rel. Marcelo Trindade, j. em 24.4.2007; PAS CVM nº RJ2009/4768, Dir. Rel. Otavio Yazbek, j. em 13.4.2010; PAS CVM nº RJ2010/10555, Dir. Rel. Otavio Yazbek, j. em 6.9.2011; PAS CVM nº 11/2012, Dir. Rel.



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

extrair que não podem se valer da prerrogativa da eleição em separado os controladores nem os demais acionistas que, em razão de vínculos societários, contratuais ou de qualquer outra relação de fato¹⁷, estejam subordinados ao “*comando direto*”¹⁸ ou à “*influência determinante*”¹⁹ daqueles.

17. O que motivou o posicionamento adotado foi a constatação de que, nessas situações, a vontade política de tais acionistas com relação à eleição de representantes para o conselho fiscal ou de administração era, direta ou indiretamente, determinada pelos interesses do controlador²⁰.

18. Até este julgamento, porém, os precedentes que se voltaram ao assunto envolviam entidades de previdência complementar cuja legitimidade para participar de colégios eleitorais apartados foi questionada em razão da suposta influência a que estavam sujeitas por suas patrocinadoras, as quais ocupavam, em última instância, a posição de controladoras da companhia²¹.

19. É importante destacar essa particularidade porque, em virtude da forma como as entidades se relacionam política e economicamente com as respectivas patrocinadoras²², o pressuposto do qual partiu a análise do Colegiado na quase totalidade

Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes, j. em 2.12.2014, voto condutor Dir. Luciana Dias; PAS CVM nº RJ2012/3110, Dir. Rel. Pablo Renteria, j. em 14.02.2017; e PAS CVM nº RJ2013/2759, Dir. Rel. Henrique Machado, j. em 20.02.2018.

¹⁷ PAS CVM nº RJ2001/9686, Dir. Rel. Luiz Antonio de Sampaio Campos, j. em 12.8.2004.

¹⁸ PAS CVM nº RJ2002/4985, Dir. Rel. Pedro Oliva Marcílio de Souza, j. em 18.08.2005.

¹⁹ PAS CVM nº RJ2009/4768, Dir. Rel. Otavio Yazbek, j. em 13.4.2010; PAS CVM nº RJ2010/10555, Dir. Rel. Otavio Yazbek, j. em 06.9.2011 e o voto condutor apresentado pela Diretora Luciana Dias no PAS CVM nº 11/2012, Dir. Rel. Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes, j. em 02.12.2014.

²⁰ Como reflexo dessa interpretação, desde 2013 a SEP esclarece nas orientações que transmite às companhias abertas por meio de ofícios circulares que “*não devem participar* [da votação em separado de membro do conselho fiscal] *quaisquer acionistas que não se insiram no conceito de minoria que a lei buscou proteger, ou seja, além dos controladores, também não devem participar pessoas vinculadas a eles*” (conforme OFÍCIO-CIRCULAR/CVM/SEP/Nº 3/2019, de 28.02.2019) (grifou-se).

²¹ Salvo algumas variações, as patrocinadoras eram, de um modo geral, as próprias controladoras das companhias abertas ou controladas por tais controladoras.

²² Há na relação das entidades com as respectivas patrocinadoras ou instituidoras um vínculo político e econômico inerente ao próprio regime jurídico a que estão sujeitas, previsto nas leis nº 108/2001 (entidades patrocinadas por entes públicos) e nº 109/2001 (entidades patrocinadas por entes privados). Essas regras estabelecem, em linhas gerais, que as entidades são mantidas, ao menos em parte, pelas contribuições que lhes fazem as patrocinadoras e instituidoras e devem adotar estrutura de governança consoante os termos ali especificados. No caso das entidades patrocinadas por entes públicos, a lei requer, inclusive, 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

daqueles casos foi o de que a maioria dos administradores dos órgãos decisórios e de representação das entidades era indicada pelas patrocinadoras e por isso, em qualquer hipótese, a vontade destas iria prevalecer.

20. Daí resultou o entendimento, refletido nos julgados aqui referidos, no sentido de que o impedimento da entidade para participar de eleições em separado decorreria da falta de independência de sua estrutura de governança em relação à influência da patrocinadora e, como consequência, que eventuais vínculos econômicos não seriam relevantes para comprometer sua legitimidade como acionista minoritária para os fins do art. 161, §4º, “a”²³.

21. Isso não significa, no entanto, e é importante que este ponto esteja claro, que a influência determinante do controlador deve se materializar, necessariamente, a partir da sua interferência formal sobre os órgãos político-administrativos do acionista, seja por meio de vínculos societários, seja como resultado de acordos de voto.

22. Como já admitido nesses mesmos precedentes, é perfeitamente possível, inclusive diante da dinâmica e das múltiplas formas pelas quais os agentes econômicos se associam, que a atuação coordenada entre o controlador e o acionista possa resultar de vínculos não societários, tais como relações contratuais ou mesmo de fato²⁴.

predominância do ente patrocinador nas decisões tomadas pelos órgãos de administração das entidades (art. 11 da lei nº 108/2001), assim como na supervisão e fiscalização sistemática das suas atividades (arts. 25 e 29 da lei nº 108/2001).

²³ Essa orientação foi inicialmente fixada (e adotada pelo Colegiado dali em diante) na seguinte passagem do voto proferido pelo então Presidente Marcelo Trindade, por ocasião do julgamento do PAS CVM nº 07/05: “O impedimento de voto do controlador de que trata o Parecer de Orientação 19/90 (e também o impedimento para o voto em preenchimento de outras vagas que devam ser preenchidas, segundo a lei, por votação dos acionistas minoritários) estende-se às entidades de previdência complementar patrocinadas pela companhia aberta ou por suas controladoras, desde que, cumulativamente: (i) a vontade política da entidade de previdência complementar, assim entendida a indicação da maioria de seus administradores máximos, caiba à patrocinadora ou seu controlador, equiparando-se a essa hipótese a de indicação paritária de tais administradores, quando o voto de desempate couber a administrador indicado pela patrocinadora ou seu controlador; (ii) não tenha sido adotado mecanismo que assegure que a deliberação de indicação de conselheiros fiscais ou de administração a serem eleitos seja adotada com a participação majoritária de administradores da entidade indicados pelos participantes. Em qualquer caso, será irrelevante a influência econômica da patrocinadora sobre a entidade de previdência complementar.”

²⁴ Ao analisar se determinados acionistas eram pessoas ligadas ao controlador para apurar a legitimidade da participação de tais acionistas na eleição reservada aos minoritários, Luiz Antonio de Sampaio Campos



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

23. Vale esclarecer, quanto a este aspecto, que o reconhecimento de vínculos provenientes dessas circunstâncias não configura modalidade de controle acionário externo, cuja disciplina não foi contemplada pela lei nº 6.404/76. O que se busca identificar em casos como tais é a existência de uma suposta influência – e não de uma relação de controle – do controlador sobre o acionista suficiente para fazer com que este atue consoante os interesses daquele.

24. Por essas razões, ainda que neste processo a suposta vedação à participação de eleição em separado recaia sobre acionista minoritário que, ao menos formalmente, mantinha plena isenção política em relação ao controlador, eventuais relações econômicas, comerciais, entre outras circunstâncias fáticas, não devem ser de plano desconsideradas.

25. Reconheço, por outro lado, que, ausente a demonstração clara de interferência do controlador sobre os órgãos de administração do acionista em questão, a avaliação de alinhamento se torna exercício de razoável complexidade. Por esse motivo, uma vez diante de tal cenário, acredito que a exclusão do acionista do rol de participantes do colégio eleitoral apartado pressupõe a existência de um conjunto robusto de indícios apto a tornar inequívoco seu alinhamento político com o controlador.

26. Afinal, a determinação da ausência de legitimidade do acionista para tomar parte nessas eleições é medida restritiva de direito e, como tal, deve sempre ser aplicada de maneira estrita, sem que, na ausência de clara fundamentação, um acionista minoritário seja impedido de participar da votação em separado para eleição de membro do conselho

considerou que: “(...) **constatada a ausência de participações societárias ou contratos capazes de configurar qualquer ligação entre o acionista controlador, o Banque Sudameris S.A., e os acionistas minoritários Fundação Sudameris e Espólio do Sr. Remo Rinaldi Naddeo, importa analisar, individualmente, a relação de fato de cada um desses acionistas minoritários com o acionista controlador do Banco Sudameris Brasil S.A., para ver se haveria algo que pudesse configurar que estes acionistas estariam ali para representar, de fato, os interesses do acionista controlador**” (grifou-se) (conforme passagem do voto que proferiu na qualidade de Dir. Rel. por ocasião do julgamento do PAS nº CVM nº RJ2001/9686 em 12.08.2004 e em que foi acompanhado pela unanimidade do Colegiado).



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

fiscal, em prejuízo do seu direito essencial de fiscalizar a gestão dos negócios sociais (art. 109, III da lei nº 6.404/76)²⁵.

27. Orientando-me por essas diretrizes, passo, então, ao exame do caso concreto.

III. Análise do caso concreto

28. Como antecipado, por ocasião da AGO, o BTG era titular de participação minoritária no capital social da Gerdau²⁶ e não mantinha vínculo societário com a Controladora. A posição que ocupava era, portanto, de acionista minoritário, não havendo, a princípio, impedimento para o regular exercício de prerrogativas que lhe eram conferidas por lei em razão de tal qualidade, incluindo a participação em votações em separado da Companhia.

29. Resta, então, examinar se a relação contratual que o acusado mantinha com a Metalúrgica Gerdau altera essa conclusão.

30. A primeira constatação que merece ser destacada é que os termos dos instrumentos firmados nada dispunham sobre os direitos políticos correspondentes às 34.209.522 ações GGBR3. Apesar disso, a Acusação apontou outros efeitos da relação contratual que teriam supostamente comprometido a independência do acusado para deliberar sobre assuntos reservados aos minoritários. Em resumo, sustentou que, como consequência do pactuado em tais contratos, o BTG não teria interesses próprios na Companhia, mas teria incentivos para atuar consoante os interesses da Controladora.

31. A ausência de interesse do Banco nos resultados das atividades da Gerdau decorreria, segundo a Acusação, da blindagem que o TRS lhe conferiu contra as valorizações e desvalorizações das ações GGBR3 de que era titular e seria reforçada, ainda, pela Opção de Venda BTG, que lhe assegurava uma saída do investimento realizado após prazo previamente acordado. Por outro lado, porque era “afetado por

²⁵ Ressalto, a este respeito, a atenção que o legislador teve com a necessidade de preservação da integridade dos direitos essenciais, não somente ao estabelecer sua inderrogabilidade (art. 109, *caput*), mas também ao cuidar dos meios, processos e ações conferidos aos acionistas para assegurar tais direitos (art. 109, §2º). O objetivo do parágrafo segundo do artigo 109 não é outro senão evitar expedientes que objetivem prejudicar indiretamente os direitos essenciais ao comprometer seu exercício na prática.

²⁶ Sua participação correspondia a cerca de 2% do capital social da Companhia e 6% das ações ordinárias.



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

questões que atingissem o controlador, pois o único risco (...) que tinha no arcabouço contratual (...) era o risco de crédito da Controladora”, teria sido impulsionado a atuar segundo os propósitos da Metalúrgica Gerdau.

32. Na minha visão, contudo, pelos motivos que passarei a expor a seguir, ainda que a relação contratual referida pela Acusação, notadamente o “risco de crédito” nela embutido, fizesse surgir algum alinhamento entre os propósitos do Banco e os da Controladora no que concerne ao cumprimento recíproco das obrigações ali pactuadas, não era suficiente para respaldar a conclusão de que a independência do acusado para decidir, no âmbito da Companhia, assuntos reservados aos acionistas minoritários teria sido prejudicada.

33. Além disso, os elementos reunidos nos autos não permitem atestar que o BTG era desprovido de interesses próprios na Companhia. E isso porque o TRS e a Opção de Venda não podem ser considerados de forma dissociada dos demais instrumentos contratuais subjacentes à operação, os quais, quando examinados em conjunto, não levam ao entendimento de que o acusado, como acionista minoritário, estaria destituído de qualquer interesse nos resultados positivos que a Companhia poderia alcançar.

34. No entanto, antes de avançar sobre os detalhes de cada um desses argumentos, julgo conveniente esclarecer algumas questões relacionadas ao direito de voto de ações de emissão de companhias abertas referenciadas em contratos como o TRS, especialmente diante da relevância que a tese acusatória atribuiu a este instrumento para concluir que havia um vínculo *“inquestionável e independente da existência de acordo formal sobre orientação de voto”* (§60 do TA) entre o BTG e a Metalúrgica Gerdau²⁷.

²⁷ Embora a Acusação tenha fundamentado o suposto vínculo político entre o BTG e a Controladora essencialmente na relação de crédito mantida entre eles (§§ 47 a 50 do TA), o TRS parece ter contribuído para a formação dessa convicção. Aproveito para transcrever a íntegra do trecho do termo de acusação que traz esse entendimento: *“Operações que envolvem um contrato de TRS que tem como ativo subjacente ações de uma companhia aberta (Gerdau) e que preveem a manutenção na custódia em nome do banco da quantidade de ações objeto do contrato estão longe de serem inéditas. O vínculo entre a instituição financeira credora e o acionista controlador que mantém o risco das ações subjacentes (e para quem as ações serão transferidas ao final) é unquestionável e independente da existência de acordo formal sobre orientação de voto”* (§ 60).



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

O direito de voto de ações referenciadas em contratos derivativos

35. Os contratos conhecidos como “*total return swap – TRS*” designam modalidade de derivativos que têm por ativo subjacente ações utilizadas como referência com relação às quais uma das partes (geralmente titular dessas ações) se compromete a repassar à outra o fluxo financeiro delas proveniente (oscilação da cotação e dividendos), beneficiando-se, em contrapartida, de uma remuneração fixa baseada na taxa de juros²⁸. Esta foi a estrutura do TRS firmado entre o BTG e a Metalúrgica Gerdau.

36. Tais instrumentos não costumam disciplinar o direito de voto das ações subjacentes, que é mantido junto à parte que formalmente detém a participação acionária (posição ocupada, no caso concreto, pelo BTG). O efeito daí decorrente é o descolamento entre, de um lado, a titularidade do exercício do direito de voto e, de outro, o interesse econômico contido na ação que proporciona esse direito.

37. Os desdobramentos que essa dissociação tende a trazer no âmbito das relações societárias são conhecidos e emanam da possível perda de eficiência do controle que os interesses econômicos concentrados no título acionário naturalmente exercem sobre o comportamento do titular desse título no exercício de seus direitos políticos²⁹. Afinal,

²⁸ Esses contratos estão abarcados pelas operações financeiras conhecidas como “*swaps creditícios*”, regulamentados no Brasil pela Resolução CMN nº 2.933, de 28.02.2002 e pela Circular BCB nº 3.106, de 10.04.2002, segundo as quais “*uma parte se associa ao risco de crédito sofrido por um terceiro, e recebe por seu lado uma taxa ou prestação semelhante da contraparte em relação a um risco de crédito que a primeira parte não se sinta em condições de bem administrar*” (SALOMÃO NETO, Eduardo. *Direito bancário*. São Paulo: Editora Atlas, 2005, p. 330). Especificamente no *total return swap*, não há assunção de garantia recíproca em relação aos respectivos créditos das contrapartes, mas “*uma das partes promete pagar a outra tudo o que receber em relação a dado crédito que detém, contra a garantia de receber dessa outra um valor fixo sujeito a determinada taxa de juros; ambas as promessas são liquidadas por diferença; em vista disso, a parte que promete pagar valor fixo mais juros à outra em termos práticos dá garantia fixa da dívida em aberto, possivelmente tendo em vista se beneficiar da maior taxa de juros a que o empréstimo original está sujeito*” (SALOMÃO NETO, Eduardo. *Op. cit.*, pp. 331/332).

²⁹ A lógica dessa disfunção pode ser visualizada a partir dos fenômenos denominados pela doutrina estrangeira como “*empty vote*” ou “*negative vote*”, que tratam de hipóteses da subversão do direito de voto causada por estruturas contratuais de derivativos (Hu, Henry T. C., Black, Bernard S. *The new vote buying: empty voting and hidden (morphable) ownership*, in *Southern California Law*, v. 79, 2006; Cohen, Jonathan, *Negative voting: why it destroys shareholder value and a proposal to prevent it*, *Harvard Journal on Legislation*, v. 45, n. 1, 2008). No primeiro caso, o acionista deixa de ter interesse no exercício do direito de voto porque, por meio de estruturas contratuais ou financeiras, transfere a exposição econômica (positiva e negativa) atrelada às suas ações a um terceiro, de modo que seu interesse econômico torna-se estável em relação à companhia e desproporcionalmente superior à utilização do exercício do voto. No segundo caso,



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

porque estão sujeitos ao risco financeiro do investimento, os acionistas tendem a exercer seus direitos políticos buscando sempre a maximização do valor das suas ações, a qual, por sua vez, está invariavelmente atrelada aos resultados positivos alcançados pela companhia³⁰. Tais incentivos asseguram, assim, que o voto, a rigor, será sempre exercido no interesse social, abstratamente considerado³¹.

38. Entretanto, apesar das disfunções que a quebra da proporcionalidade entre os poderes decisório e econômico pode causar, não há uma presunção absoluta – pois ausente base legal nesse sentido – de que o acionista, simplesmente por ter suas ações referenciadas em um derivativo da natureza do TRS, exercerá o direito de voto a elas correspondente no interesse da sua contraparte.

39. Essa interpretação foi, inclusive, o que encorajou a CVM, no âmbito das discussões que precederam a edição da Instrução CVM nº 567, que disciplina a negociação pela companhia de ações de sua própria emissão, a não excluir o direito de voto das ações adquiridas pelas contrapartes da companhia que constituam ativo subjacente em contratos derivativos³². A preocupação regulatória residia na influência

o acionista tem incentivos para exercer seu direito de voto contra a valorização das suas ações e, portanto, contra a companhia. Essa circunstância pode decorrer, por exemplo, da posição que o acionista tenha em derivativos – superior à sua posição acionária – cuja valorização caminha de modo inversamente proporcional à valorização das ações (Robert, Bruno. *Exercício do direito de voto nas assembleias das companhias brasileiras, pedidos públicos de procuração, voto e participação à distância*, tese de doutorado apresentada em 2014 à Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, pp. 74 a 79).

³⁰ Este é o sistema de incentivos no qual se pauta a lei societária: “a teoria clássica pressupõe a correspondência entre direito de voto e investimento na sociedade por pressupor um interesse positivo no rendimento que poderá advir com a lucratividade da sociedade. Nesse sentido, o poder do voto acompanhará o risco corrido pelo investidor e, portanto, seria proporcional à pretensão residual que ele tem sobre o resultado da companhia” (LEUTEWILER, Gabriel; COMIRAN, Giovana Cunha; HAENSEL, Taimi. “Aluguel de Ações: Panorama do negócio jurídico, problemas do direito estrangeiro e a eficiência do modelo brasileiro e a questão do voto no direito brasileiro”. In: *Revista do Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo: Malheiros, vol. 161/162, p. 183, jan-ago/2012).

³¹ Confira-se, nesse sentido: “[a]bstratamente considerado, porém, o interesse social seria tudo aquilo que recomenda a maximização dos lucros, mediante o exercício das atividades autorizadas no objeto social” (CAMPOS, Luiz Antonio de Sampaio. “Órgãos Sociais”. In: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (Org.), *Direito das Companhias*. Forense: Rio de Janeiro, 2017, 2ª edição, p. 811).

³² A sugestão estava refletida no art. 9º, §2º da minuta submetida à audiência pública e que, ao final, não foi mantida na Instrução editada: “Art. 9º As ações mantidas em tesouraria não têm direito a voto nem a proventos em dinheiro de qualquer natureza. § 1º O disposto no **caput** não impede que as ações em tesouraria: I – façam jus à bonificação em ações; e II – sejam objeto de grupamentos e desdobramentos. § 2º Para fins do direito a voto, são consideradas em tesouraria, as ações detidas pela contraparte 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

que a companhia poderia vir a ter sobre o voto de suas contrapartes, criando-se a possibilidade de exercício desse direito em violação à vedação contida no art. 30, §4º, da lei nº 6.404/76³³.

40. De acordo com o relatório da audiência pública que precedeu a edição dessa norma, a escolha pela manutenção do direito de voto baseou-se nos argumentos trazidos pelos agentes de mercado de que, em primeiro lugar, não haveria expressa previsão legal a respaldar a supressão do direito de voto sob essas circunstâncias e, em segundo lugar, não seria possível presumir, simplesmente por ser contraparte em um contrato derivativo, que o acionista estaria automaticamente impedido de votar em razão da sua posição contratual, independentemente do teor de referido contrato.

41. Ao ponderar esses argumentos, a CVM optou por resguardar o direito de voto das contrapartes de contratos derivativos e controlar possíveis distorções por meio “(i) da exigência de que eventuais acordos ou orientações de voto entre a companhia e suas contrapartes sejam divulgados; e (ii) da análise de cada situação individualmente considerada”³⁴.

42. Dessa forma, não havendo como presumir o alinhamento político automático entre as contrapartes de um TRS e partindo, ainda, do princípio de que há uma proporcionalidade entre o poder decisório e o efetivo investimento, é possível deduzir, com base no TRS do caso concreto, que, por conta dos seus efeitos, o BTG assumiu, no máximo, uma posição neutra em relação ao exercício dos seus direitos políticos na Companhia, uma vez que estava imune à exposição financeira atrelada a sua participação.

43. Com essas considerações não pretendo esgotar os impactos que contratos derivativos podem trazer para as relações societárias, mas apenas deixar claro que o TRS firmado pelo Banco, isoladamente considerado, não é suficiente para configurar a sua

companhia em contratos derivativos firmados com a companhia e referenciados em ações por ela emitidas.” (grifou-se).

³³ O dispositivo estabelece que as ações em tesouraria não têm direito à percepção de dividendos nem ao exercício do direito de voto.

³⁴ Conforme explicação registrada no Relatório de Análise da Audiência Pública SDM nº 11/2013, que precedeu a edição da Instrução CVM nº 567/2015.



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
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

coordenação política com a Controladora quanto às ações GGBR3 nele referenciadas. Acredito que, se o instrumento autorizava alguma presunção, era a de que o acusado tenderia a ser passivo no exercício do seu direito de voto na Companhia e jamais que o exerceria necessariamente em representação dos interesses da Metalúrgica Gerdau.

44. A Acusação, no entanto, não embasou esse suposto alinhamento apenas no TRS, mas, também, no risco de crédito que o Banco teria em relação à Controladora, o qual passo a analisar a seguir.

O “risco de crédito” do BTG

45. A Acusação sustentou que a orientação a ser adotada pelo BTG como acionista da Companhia prestava-se a atender ao interesse da Controladora com base no seguinte raciocínio: (i) o Banco assumiu, na relação contratual, a posição de credor da Metalúrgica Gerdau; (ii) como tal, era afetado por questões que pudessem comprometer a capacidade da Controladora de honrar referido crédito; (iii) e, por isso, se valia do seu direito de voto na Companhia para atender aos interesses da Metalúrgica Gerdau e resguardar a satisfação do seu crédito.

46. Reconheço que relações contratuais de caráter creditício mantidas entre acionistas de uma mesma companhia podem, em tese, subordinar as decisões do acionista credor com relação aos assuntos pertinentes à companhia à vontade do acionista devedor. Essa influência não decorre, no entanto, como sustentou a Acusação, simplesmente do interesse que o acionista tem na satisfação do seu crédito, que é pressuposto natural e automático de qualquer relação dessa natureza.

47. Fosse assim, os acionistas de uma companhia que mantivessem relações de crédito entre si invariavelmente seriam todos considerados como integrantes de um mesmo bloco de interesses, inclusive para os efeitos da aplicação de regras de impedimento de voto ou, tal como é a situação de que trata este processo, para apurar a legitimidade do exercício de prerrogativas legais conferidas exclusivamente a determinadas classes de 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

48. A lei, contudo, não autoriza essa interpretação. Especificamente com relação aos acionistas que se encontram vinculados ao controlador me parece que o legislador foi propositadamente omissivo ao não estabelecer as hipóteses ou critérios objetivos caracterizadores de referido vínculo por reconhecer as inúmeras variáveis que escapariam à fixação de parâmetros em tese³⁵. Dessa forma, acredito que a existência de eventual alinhamento entre determinado acionista e o controlador deve ser examinada com base nas circunstâncias do caso concreto, considerando-se, ainda, as finalidades que a lei buscou proteger.

49. Sob essa premissa, para que seja possível ir adiante com a tese proposta pela Acusação (isto é, de que o vínculo decorre da relação creditícia mantida entre dois acionistas), entendo que é necessário vislumbrar, ao menos: o interesse excepcional do acionista na satisfação do seu crédito; decorrente da relevância dos impactos negativos que eventual inadimplemento poderia lhe acarretar; e suficiente para que este acionista decida exercer seus direitos políticos em prol dos interesses do acionista devedor no pressuposto de que, ao não fazê-lo, estará comprometendo a capacidade deste último de adimplir as suas obrigações.

50. Nesta hipótese, o inadimplemento deve ter o nítido potencial de exceder o mero descumprimento da obrigação contratual para atingir o credor sob outros ângulos, como a própria continuidade de suas atividades. Assim, a relevância desses desdobramentos tornaria evidente que o acionista, para evitá-los, seria necessariamente impulsionado a atuar, no exercício dos seus direitos políticos, de forma coordenada com o devedor.

51. No caso concreto a alegada subordinação da vontade social do BTG depende, portanto, da constatação de que o inadimplemento das obrigações assumidas pela Metalúrgica Gerdau no âmbito do arcabouço contratual exporia o Banco a tamanha fragilidade financeira que, para afastar este risco, o acusado necessariamente exerceria

³⁵ Vale notar que a CVM, em alguma medida, compartilhou essa mesma preocupação ao estabelecer, em suas regras, uma definição bastante abrangente sobre o conceito de “pessoa vinculada”, segundo o qual pessoa vinculada significa “a pessoa natural ou jurídica, fundo ou universalidade de direitos, que atue representando o mesmo interesse da pessoa ou entidade a qual se vincula” (esta é a definição empregada, por exemplo, nas Instruções CVM nº 361, 480, 481 e 567).



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

seus direitos políticos como acionista da Companhia em benefício dos interesses da Controladora pois, se assim não fizesse, poderia lhe comprometer a capacidade de adimplir o crédito.

52. Retomando a estrutura do empréstimo concedido à Metalúrgica Gerdau, observa-se que, na data em que os instrumentos foram celebrados, o crédito do BTG correspondia ao valor de R\$ 1,04 bilhões (montante desembolsado à BNDESPAR no âmbito da Opção de Venda BNDESPAR).

53. É verdade que, em termos absolutos, o valor chama a atenção. Mas a exposição financeira do acusado deve considerar que, como contrapartida, tornou-se titular de ações ordinárias de emissão da Gerdau (cujo valor de mercado à época correspondia a aproximadamente R\$ 300 milhões) e recebeu as Notas Promissórias (cujo valor de face era de R\$ 700 milhões). Esta dinâmica foi expressamente reconhecida pela Acusação quando entendeu que tais valores, acrescidos dos encargos remuneratórios pactuados no TRS e nas Notas Promissórias, compreendiam as parcelas principais da compensação financeira paga ao BTG pela Metalúrgica Gerdau.

54. Especificamente por ocasião da AGO, oportunidade em que o Banco participou da eleição em separado que é questionada neste processo, as Notas Promissórias já haviam sido liquidadas³⁶ e o BTG, como resultado, havia recebido parcela significativa (cerca de 67%) do seu crédito original³⁷.

55. Dessa forma, na data da AGO, a parcela remanescente do crédito – e a exposição financeira a ele correspondente – compreendia estritamente a remuneração que o BTG faria jus ao fim do prazo de vigência do TRS, isto é: CDI+1% a.a. aplicado sobre o valor de mercado das ações GGBR3 (R\$ 300 milhões).

³⁶ As Notas Promissórias apresentavam prazo de vencimento em 03.12.2015 e foram liquidadas nesta data conforme refletem as notas explicativas que acompanham as demonstrações financeiras da Metalúrgica Gerdau referente ao exercício de 2015: “[e]m adição ao contrato de Opção de Venda, a Companhia realizou com o BTG operação de total return swap e call option, as quais estão descritas na nota 15.e, **além de operação de emissão de Notas Promissórias no valor de R\$ 700 milhões, as quais foram liquidadas**” (grifou-se).

³⁷ Considerando o valor principal do empréstimo (R\$ 1,04 bi) e o valor de face das Notas Promissórias (R\$ 700 milhões), a partir de dezembro de 2015, a exposição do BTG foi reduzida em cerca de 67%.



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

56. Ante a esse cenário, não consigo concluir que o inadimplemento desta obrigação pela Controladora – que representava o único “risco de crédito” do Banco quando participou da eleição em separado – pudesse trazer impactos relevantes sobre a sua situação financeira. Afinal, além do reconhecido porte econômico, o BTG tinha por estratégia se valer de instrumentos financeiros derivativos no desenvolvimento de suas atividades, de modo que o TRS representava apenas um entre os muitos contratos da mesma natureza firmados pelo acusado³⁸.

57. Seja como for, tampouco consigo visualizar de que forma o exercício dos direitos políticos pelo BTG na Companhia poderia afetar significativamente a solvência da Controladora, tornando visível a causalidade entre, de um lado, o livre exercício desses direitos pelo acusado (não necessariamente alinhado aos interesses da Metalúrgica Gerdau) e, de outro, o comprometimento da capacidade financeira da Controladora para honrar as obrigações perante o Banco. E, se não há essa relação de causalidade, tampouco há base para constatar que o receio do acusado de não prejudicar a estabilidade financeira da Controladora representou estímulo suficiente para influenciar a sua orientação política na Companhia.

58. A inexistência da influência do “risco de crédito” da Controladora é ainda mais evidente quando se observa que, à época da AGO, a Metalúrgica Gerdau era uma companhia solvente³⁹ e, portanto, em plena condição de cumprir com suas obrigações. E, principalmente, quando se nota que, mesmo na hipótese em que não honrasse com o pagamento previsto no TRS, o BTG poderia reaver parcela desse crédito mediante a

³⁸ Conforme descrito nas notas explicativas que acompanham as demonstrações financeiras do Banco referentes aos exercícios de 2014 a 2018, o “*Banco participa ativamente de operações de intermediação de risco envolvendo instrumentos financeiros derivativos, atendendo necessidades próprias e de seus clientes, no intuito de reduzir a exposição a riscos de mercado, de moeda e de taxa de juros. Certos instrumentos financeiros derivativos podem estar associados a operações com títulos e valores mobiliários ou, ainda, com direitos e obrigações*”.

³⁹ A Metalúrgica Gerdau, na condição de *holding* da Gerdau, tinha seus resultados provenientes basicamente do seu investimento na Companhia. E, apesar do cenário desafiador no mercado de aço à época e do prejuízo líquido que apresentou especificamente no exercício de 2016 (no exercício anterior e no seguinte a Controladora havia inclusive destinado cerca de R\$ 16 milhões e R\$ 19 milhões, respectivamente, para a distribuição de dividendos), seu patrimônio líquido era positivo, no valor de cerca de R\$ 8,6 bilhões.



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

alienação das ações GGBR3 no mercado sem depender, para isso, da saúde financeira da Controladora.

59. Por essa razão, ainda que, naturalmente, o acusado tivesse interesse na satisfação do seu crédito, não é possível concluir que o risco de eventual inadimplemento tivesse o potencial de influir determinadamente sobre sua vontade política na Companhia, seja porque não era provável que esse risco se materializasse, seja porque sua efetiva concretização não traria efeitos negativos expressivos para o Banco.

60. De qualquer forma, mesmo que todos esses argumentos fossem deixados de lado, tampouco seria possível cogitar que a subordinação da vontade política do BTG estivesse atrelada à fragilidade dos seus direitos para exigir o cumprimento das obrigações pela Metalúrgica Gerdau no âmbito da relação contratual. Em outras palavras, porque os mecanismos contratuais não seriam eficientes para lhe assegurar o direito ao crédito, o acusado precisaria buscar essa garantia por outros meios, por exemplo, oferecendo suporte político à Controladora.

61. Nem mesmo esta hipótese parece subsistir, uma vez que os termos dos instrumentos firmados colocavam o BTG em posição razoavelmente confortável, assegurando-lhe tanto meios eficazes para exigir o adimplemento das obrigações pela Controladora, quanto, como mencionado anteriormente, a condição para reaver a parcela do crédito em aberto sem depender da Metalúrgica Gerdau.

62. Nesse sentido, cabe reiterar, um vez mais, que quando o Banco participou da eleição em separado questionada neste processo mais de 60% do seu crédito já havia sido adimplido e, com relação à parcela remanescente, não apenas tinha a possibilidade de reavê-la mediante a alienação das ações GGBR3 no mercado (o que poderia ser feito independentemente de qualquer colaboração da Controladora), como também tinha a sua disposição a Opção de Venda BTG, segundo a qual poderia exigir que a Metalúrgica Gerdau adquirisse tais ações, o que lhe resguardava de possíveis riscos atrelados à liquidez desse ativo.



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

63. Foi nesse contexto, inclusive, que a defesa afirmou que sequer havia a necessidade de o acusado “agradar” a Metalúrgica Gerdau no curso da vigência dos contratos para mantê-la como potencial adquirente das ações GGBR3 e, com isso, garantir uma saída ao seu investimento. Afinal, esta saída lhe foi contratualmente assegurada.

64. Por essas razões, também não havia motivo para vislumbrar que o BTG teria informalmente se alinhado à vontade política da Controladora como forma de garantir a satisfação dos seus interesses no âmbito da relação contratual. Os termos dos contratos firmados e as circunstâncias que existiam à época da AGO (notadamente o fato de mais de 60% do seu crédito já ter sido adimplido) demonstravam, ao reverso, que o acusado dispunha de meios eficazes para exigir o cumprimento das obrigações pela Metalúrgica Gerdau e recuperar seu crédito, independentemente da orientação política que viesse adotar nas assembleias da Companhia.

65. Diante do exposto, não vejo como concluir, com base na relação de crédito, que o exercício do direito de voto pelo BTG estava necessariamente subordinado aos interesses da Controladora e que, por isso, sua independência como acionista minoritário estaria prejudicada.

66. A inexistência dessa coordenação já seria suficiente para afastar qualquer dúvida acerca da legitimidade do acusado para participar dos colégios eleitorais reservados aos minoritários. Mas como a Acusação também fundamentou sua tese, em parte, na ausência de interesse do BTG na Companhia, entendo importante enfrentar esse aspecto, especialmente porque, a meu ver, ele não merece subsistir.

A presunção do desinteresse político do BTG na Companhia

67. Para concluir que o BTG não tinha interesse político próprio na Companhia, a Acusação baseou-se nos termos e condições do TRS e da Opção de Venda BTG.

68. Lembro, aqui, que o acusado era titular de ações ordinárias da Gerdau mas, destoando da posição de um acionista convencional, estava imune à variação da cotação dessas ações e tinha o direito de delas se desfazer de acordo com preço e prazo previamente estabelecidos.



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

69. Ocorre que, mesmo diante dessas particularidades, desconsiderar, como fez a Acusação, qualquer ambição do Banco proveniente da sua posição de acionista da Companhia me parece esbarrar em um indesejável juízo subjetivo sobre suas intenções ao celebrar os contratos.

70. A subjetividade do raciocínio adotado pela tese acusatória fica evidente quando se constata que esses mesmos contratos autorizavam o Banco a, findo o prazo do TRS, manter a sua posição acionária na Gerdau. Afinal, a Opção de Venda BTG era prerrogativa que poderia – ou não – ser exercida pelo acusado⁴⁰.

71. Como descartar, diante desse direito contratualmente previsto, que, ao assumir a obrigação da Controladora frente à BNDESPAR e adquirir as ações ordinárias da Companhia, o Banco teria sido motivado pela aposta na valorização dessas ações e desejasse permanecer indefinidamente como acionista da Gerdau?

72. Ante a dinâmica inerente à atuação dos agentes econômicos e às infinitas variáveis a que estão sujeitos, como afastar a hipótese de que, ao longo da execução dos contratos – cujo prazo era relativamente extenso⁴¹ – o BTG, mesmo que originalmente não tivesse sido impulsionado por um interesse legítimo no investimento propriamente dito realizado na Gerdau, passasse a ter tal interesse e, por isso, decidisse preservar sua participação na Companhia? São inúmeros os eventos que frequentemente ocorrem na vida das companhias abertas e que poderiam justificar essa mudança de posicionamento, tais como os efeitos positivos resultantes de uma reorganização societária ou mesmo da melhora do setor econômico em que a companhia desenvolve seus negócios.

73. Esses são alguns dos cenários entre muitos outros possíveis que poderiam fundamentar o interesse do Banco em preservar sua posição nas ações GGBR3 após o fim do prazo dos contratos e, portanto, justificar a sua preocupação, mesmo durante a vigência

⁴⁰ A cláusula 1ª da Opção de Venda BTG assim dispunha: “A METALÚRGICA GERDAU concorda, na melhor forma de direito, em outorgar ao BTG PACTUAL, e o BTG PACTUAL desde já aceita receber, uma opção, irrestrita, irrevogável e irretroatável de venda das 34.209.522 ações ordinárias de emissão da Gerdau S.A. (“Ações Gerdau”), **exercível ao exclusivo critério do BTG PACTUAL**, nos termos da Cláusula 4 abaixo (“Opção”)”. (0557489 – fl. 177) (grifou-se).

⁴¹ Os contratos foram celebrados em dezembro de 2014 e tinham prazo de duração de cerca de três anos, encerrando-se em 11.12.2017.



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

do TRS, com o desenvolvimento das atividades da Gerdau, inclusive sua motivação para ter um representante no conselho fiscal desta companhia.

74. Dessa forma, entendo que as particularidades da operação consubstanciadas no TRS e na Opção de Venda BTG são insuficientes para demonstrar que o Banco era desprovido de interesse político nas ações GGBR3 de que era titular e acatar, para a formação de juízo condenatório, a conclusão de que não tinha incentivos próprios para influir nos assuntos pertinentes à Companhia.

75. Tão relevante quanto a linha de raciocínio exposta até aqui, a defesa trouxe luz a alguns fatos que, embora não tenham sido considerados pela Acusação, oferecem uma visão mais completa sobre os interesses do acusado na Companhia, especialmente com relação às ações preferenciais de emissão da Gerdau (GGBR4).

O interesse do BTG nas ações preferenciais da Companhia

76. O primeiro desses fatos – e talvez o mais importante deles – diz respeito à opção de compra celebrada entre o BTG e a Controladora por meio da qual esta outorgou àquele a opção para adquirir 8.490.636 ações preferenciais da Companhia (GGBR4) por um preço previamente determinado (“Opção de Compra”)⁴².

77. Inicialmente, é importante esclarecer que, apesar de não ter sido mencionada pelo termo de acusação, com base nos elementos reunidos nos autos, não há dúvida de que a Opção de Compra integrava o arcabouço contratual referente à operação e que, por isso, deve ser levada em consideração para se aferir o interesse do acusado na Companhia no curso da vigência da sua relação contratual com a Controladora.

78. A este respeito, a defesa explicou que as remunerações pactuadas nos diversos instrumentos contratuais teriam sido estruturadas considerando a expectativa positiva que o BTG tinha em relação à valorização das ações preferenciais da Gerdau e que, dessa forma, se “*não houvesse esse potencial efeito positivo, certamente a taxa aplicada no swap [TRS] seria outra, mais alta*” (§5.24 da defesa).

⁴² Equivalente a R\$ 14,46 por ação.



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

79. Para provar o alegado, juntou aos autos o primeiro documento submetido à aprovação pelo comitê do Banco, contendo as principais condições da operação que veio a ser celebrada com a Metalúrgica Gerdau. De acordo com esse documento, a remuneração fixa devida ao BTG no TRS contemplava, além de “100% do CDI do Período + 1.00% a.a.”, uma parcela referenciada no desempenho positivo das ações preferenciais da Gerdau, equivalente a “30.00% da Performance (“Performance”) positiva, se houver, de GGBR4 sobre o CDF”.

80. Este registro demonstra que o resultado referente à valorização das ações preferenciais foi ambicionado pelo Banco desde a concepção da operação e, ao que parece, ao final, lhe foi assegurado por meio da Opção de Compra, indicando que esta de fato fazia parte do arcabouço contratual.

81. Afastando qualquer dúvida quanto a essa conclusão, verifica-se que essa lógica estava explicitamente refletida nos instrumentos que formalizaram o TRS e a Opção de Compra, os quais, além de terem sido firmados na mesma data, faziam referência expressa um ao outro⁴³. Ademais, os documentos tornados públicos pela Companhia também se referiram à Opção de Compra e aos demais contratos como pertencentes a uma mesma operação⁴⁴.

82. Feito esse esclarecimento e retomando os termos da Opção de Compra, observa-se que estabeleciam que, quanto maior fosse a valorização das ações GGBR4, maior seria

⁴³ Aproveito para transcrever os dispositivos do TRS e da Opção de compra, respectivamente: “*CONSIDERANDO que as Partes também celebram, neta data, outra Confirmação de Operação de Swap, envolvendo a performance das ações preferenciais de emissão do Emissor, da Data de Início até a Data de Vencimento; As Partes decidem celebrar, por meio deste instrumento (“Confirmação”), a operação de Swap descrita abaixo: (...).*”; e “*CONSIDERANDO que as Partes também celebram, nesta data, outra Confirmação de Operação de Swap, envolvendo 34.209.522 ações ordinárias de emissão da Gerdau S.A. (“Ações GGBR3”) (“Confirmação do Swap”); As Partes decidem celebrar, por meio deste instrumento (“Confirmação da Opção”), a operação de Opção Flexível descrita abaixo: (...)*” (grifou-se conforme original).

⁴⁴ Podem ser citados a título de exemplo: o comunicado ao mercado divulgado pela Companhia em 09.12.2014; a ata da reunião do conselho de administração da Controladora realizada em 27.11.2014 (às 18h30), que aprovou a operação; e o fato relevante divulgado pela Companhia em conjunto com a Controladora em 08.03.2017.



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

a vantagem do Banco, pois seu lucro correspondia exatamente à diferença entre o preço valorizado das ações e o preço de exercício⁴⁵.

83. Não por outra razão, a Superintendência de Registro de Valores Mobiliários – SRE da CVM, ao analisar os contratos firmados no contexto da operação objeto deste processo⁴⁶, os quais incluíram a Opção de Compra, confirmou a relação direta entre a valorização das ações GGBR4 e o resultado positivo da operação para o BTG. Segundo a análise realizada pela SRE, *“haveria um upside, no conjunto de operações, para o BTG Pactual, caso as ações preferenciais de emissão da Companhia apresentassem valorização”* (0557518 – fl. 333).

84. É evidente, por isso, que, desde o início da relação contratual pactuada com a Controladora, estava embutido nos propósitos do BTG um interesse claro na valorização das ações preferenciais da Companhia: quanto maior fosse essa valorização, maior seria o ganho total auferido. Esta constatação demonstra que o acusado poderia, sim, ser afetado pelos resultados das atividades da Gerdau (tanto positivos como negativos) e, portanto, tinha incentivos para exercer seu direito de voto de acordo com interesses que lhe eram próprios.

85. Por fim, observo que essa leitura se refletiu em fatos posteriores à celebração dos instrumentos contratuais e a realização da AGO, os quais sinalizaram que o BTG efetivamente depositava expectativa na valorização das ações preferenciais da Gerdau. Tais fatos relacionam-se ao desmonte da operação, ocorrido cerca de nove meses antes do fim do prazo original⁴⁷.

⁴⁵ Correspondente ao preço médio diário das ações durante os 30 dias úteis imediatamente anteriores à data de exercício.

⁴⁶ A análise da SRE recaiu sobre o conjunto de operações realizadas entre o BTG, a BNDESPAR e a Metalúrgica Gerdau conforme divulgado no comunicado ao mercado da Companhia, que contemplava: (i) o exercício da Opção de Venda BNDESPAR; (ii) a Opção de Venda BTG; (iii) o TRS; e (iv) a Opção de Compra. Esta análise foi realizada no contexto das reclamações apresentadas à CVM de que, por meio dessas operações, o BTG, atuando em conjunto com a Controladora, teria adquirido mais de um terço do total de ações em circulação, sem ter realizada OPA por aumento de participação.

⁴⁷ A liquidação antecipada da operação ocorreu em 07.03.2017, cerca de 9 meses antes do prazo original (11.12.2017).



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

86. De acordo com o aviso de fato relevante divulgado em conjunto pela Controladora e pela Companhia em 08.03.2017, a Metalúrgica Gerdau e o BTG decidiram liquidar a operação antecipadamente por meio da celebração de um contrato de permuta. Este acordo estabeleceu que as obrigações assumidas pelas partes no arcabouço contratual (o que incluía aquelas assumidas pela Controladora no TRS e na Opção de Venda BTG) seriam liquidadas e, em contrapartida, o Banco receberia, em troca das 34.209.522 ações ordinárias de que era titular, 33.358.668 ações preferenciais de emissão da Gerdau que pertenciam à Controladora.

87. Depreende-se, portanto, que o acusado optou por abrir mão da remuneração financeira a que faria jus no âmbito da Opção de Venda BTG (ao se desfazer das ações GGBR3) para assumir uma posição nas ações preferenciais da Companhia.

88. Ademais, apesar da resolução antecipada da operação e da liquidação das correspondentes obrigações, a Opção de Compra não foi resolvida⁴⁸, mantendo-se vigente até o fim do prazo original⁴⁹, o que reforça o interesse do acusado nas ações GGBR4, já que optou por resguardar seu direito para adquirir um lote adicional dessas ações.

89. Todos esses fatos me levam a acreditar que existia um fundamento – bastante objetivo aliás, conforme evidenciado pelos termos da Opção de Compra – a respaldar que o BTG estava exposto aos desígnios dos resultados das atividades da Companhia, uma vez que a oscilação das ações preferenciais poderia lhe afetar. Por esse motivo, não consigo alcançar a mesma conclusão da tese acusatória de que o acusado não tinha incentivos para exercer, de acordo com seus próprios interesses, os direitos políticos correspondentes à sua participação na Gerdau.

⁴⁸ O fato relevante de 08.03.2017 informava que todas as obrigações previstas nos instrumentos relativos à operação (entre os quais o TRS e a Opção de Venda) foram liquidadas, com exceção da Opção de Compra.

⁴⁹ A Opção de Compra foi mantida em vigor até o fim do seu prazo original (11.12.2017), conforme refletido nas notas explicativas que acompanham as demonstrações financeiras da Metalúrgica Gerdau referentes ao exercício de 2017: “A companhia vendeu uma Call Option. Nesta operação o banco BTG Pactual tem uma opção de compra de 8.490.636 ações da Gerdau (GGBR4) com strike price de R\$ 14,21. A operação foi feita com o objetivo de proporcionar um possível upside em GGBR4 – no que exceder o CDI do período. **A operação venceu em 11/12/2017**” (grifou-se).



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

IV. Conclusão

90. Diante de tudo que se expôs, entendo que os elementos trazidos pela Acusação não foram suficientes para demonstrar que a vontade política do BTG subordinava-se aos interesses da Controladora e que, por isso, ele não teria legitimidade para participar de colégios eleitorais reservados aos minoritários.

91. Reitero, quanto a esse ponto, que a vinculação que se busca identificar entre o acionista minoritário (ou preferencialista) e o controlador – com o propósito de apurar a legitimidade do primeiro para exercer as prerrogativas legais reservadas a sua classe – deve se ancorar em conjunto robusto de indícios, apto a tornar inequívoco o alinhamento político, sob pena de desvirtuar as proteções que a lei buscou assegurar e prejudicar, no caso das eleições em separado de representantes para o conselho fiscal, o direito essencial dos acionistas de fiscalizar a gestão dos negócios sociais.

92. Assim, na ausência desses elementos, voto pela absolvição do Banco BTG Pactual S.A. da acusação de descumprimento do artigo 161, §4º, “a” da lei nº 6.404/76.

É como voto.

Rio de Janeiro, 26 de novembro de 2019.

Marcelo Barbosa

Presidente Relator