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 Nº RJ2015/2386

Reg. Col. n.º 9884/2015

Acusados: Guido Mantega
Miriam Aparecida Belchior
Francisco Roberto de Albuquerque
Luciano Galvão Coutinho
Márcio Pereira Zimmermann
Sérgio Franklin Quintella
Jorge Gerdau Johannpeter
José Maria Ferreira Rangel

Assunto: Apurar eventual responsabilidade de membros do conselho de administração da Petróleo Brasileiro S.A. – Petrobras, pelo descumprimento do artigo 155, caput, da Lei nº 6.404/76.

Diretor Relator: Pablo Renteria

RELATÓRIO

I. OBJETO E ORIGEM

1. Trata-se de processo administrativo sancionador instaurado pela Superintendência de Relações com Empresas – SEP ("SEP") para apurar a responsabilidade de Guido Mantega, Miriam Aparecida Belchior, Francisco Roberto de Albuquerque, Luciano Galvão Coutinho, Márcio Pereira Zimmermann, Sérgio Franklin Quintella, Jorge Gerdau Johannpeter e José Maria Ferreira Rangel, na qualidade de

membros do Conselho de Administração da Petróleo Brasil S.A. – Petrobras ("Petrobras" ou "Companhia") pelo descumprimento do art. 155, caput, da Lei nº 6.404/1976.[1]

2. Este processo tem origem nos Processos CVM nº RJ2014/9154 e RJ2014/263, instaurados a partir de reclamações de investidores a respeito da política de preços praticada pela Petrobras. Posteriormente, dois membros do Conselho de Administração da Companhia corroboraram as reclamações e acrescentaram manifestação que deu origem ao Processo CVM nº RJ2014/12471.

II. FATOS

3. Em resumo, tais reclamações de investidores, protocoladas em agosto de 2013, sustentaram que a defasagem de preços dos derivados do petróleo praticados pela Petrobras no mercado doméstico em comparação com o mercado internacional vinha causando prejuízos consideráveis e recorrentes à divisão de abastecimento da Companhia desde 2011.

4. A partir de 2011, a Petrobras passou a atuar como importadora líquida de derivados de petróleo, notadamente gasolina e diesel, para abastecimento do mercado interno. Assim, tendo em vista que os preços desses derivados no mercado internacional se encontravam superiores ao preço de venda no ambiente doméstico – em razão tanto da variação da cotação desses produtos em dólares norte-americanos quanto da oscilação cambial – o segmento de abastecimento da Petrobras passou a apresentar prejuízos. Tais prejuízos acumulados alcançaram o montante aproximado de US$ 30 bilhões em 2014.[2]

5. Nessa linha, as reclamações aduziram que a política de preços praticada **(a)** era ilegal, visto que afetava a Companhia, do ponto de vista financeiro, de modo adverso e significativo e **(b)** tinha como reais objetivos a realização de um controle inflacionário em detrimento do interesse social.

6. Instada a se manifestar,[3] a Petrobras afirmou, em primeiro lugar, que, como constava de informações públicas – tanto de seu Plano de Negócios e Gestão de 2013-2017 ("PNG 2013-2017") como dos fatores de risco de seu formulário de referência –,

[1] Art. 155. O administrador deve servir com lealdade à companhia e manter reserva sobre os seus negócios.
[2] Enquanto conselheiros da Companhia eleitos por acionistas minoritários indicam prejuízo de US$ 31,4 bilhões entre 2011 e o primeiro semestre de 2014, a Petrobras aponta que o valor correto seria de US$ 29,4 bilhões.
[3] Ofício/CVM/SOI/GOI-1/Nº603/2013 (fls. 24).

praticava uma política de preços de convergência de longo prazo entre preços domésticos e internacionais, de modo a não repassar a volatilidade dos preços internacionais ao consumidor doméstico. Desse modo, poderia haver períodos em que a defasagem lhe acarretaria prejuízos – como, de fato, estava ocorrendo nos últimos meses em razão da forte desvalorização do real em relação ao dólar. (fls. 25-28)

7. Apontou, ainda, que vinha discutindo sua política de preços e, em linha com tal política, efetuava ajustes ao longo do tempo. Nesse sentido, teriam ocorrido 5 aumentos no preço do diesel e 3 aumentos no preço da gasolina, representando reajustes totais de 31,7% e 19,5%, respectivamente, entre junho de 2012 e o fim de 2013. Acrescentou que a administração vinha empreendendo esforços para assegurar que os indicadores de endividamento e alavancagem retornassem aos limites estabelecidos no PNG 2013-2017, considerando o crescimento da produção de petróleo e a implementação da política de preços do diesel e da gasolina.

8. Asseverou, assim, que estava investindo fortemente no crescimento de sua produção, bem como implementando importantes ações visando ao aumento de eficiência e à otimização de custos.

9. Por fim, destacou que era uma sociedade de economia mista e, como tal, estava autorizada, nos termos do art. 238 da Lei nº 6.404/1976, a priorizar o interesse público que justificou a sua criação. Assim, nos termos da Lei nº 9.478/1997, tal interesse abrangeria a proteção dos interesses dos consumidores quanto a preço e a ampliação da competitividade do país no mercado internacional.

10. Acerca desse ponto, a SEP formulou consulta à Procuradoria Federal Especializada junto à CVM ("PFE") a fim de esclarecer se eventual atuação da Petrobras com fins de controle inflacionário atenderia ao interesse público que justificou sua criação ou se representaria uma atuação fora do escopo do art. 238 da Lei nº 6.404/1976 e, consequentemente, uma infração a outros dispositivos da lei, tais como o art. 116, parágrafo único (fls. 108-118).

11. Em seu parecer (fls. 162-175v),[4] elaborado em abril de 2014, o Procurador Federal concluiu que:

> **(a)** A pessoa jurídica controladora de companhia de economia mista pode orientar a companhia para os fins que justificam sua criação em detrimento dos interesses dos

[4] Parecer nº 157/2014/GJU-2/PFE-CVM/PGF/AGU.

demais acionistas, nos limites desse fim público, que não se confunde com o interesse secundário patrimonial do Estado, desde que respeitado o objeto social e a capacidade financeira para a sua consecução;

(b) Os autos não permitem compreender corretamente qual a política pública de controle inflacionário a que se refere a consulta, não sendo possível pronunciar-se conclusivamente sobre questões apresentadas em tese, sugerindo-se que a SEP diligencie para suprir as informações necessárias, considerando também a possibilidade de se ouvir a União Federal, na qualidade de acionista controladora da Companhia;

(c) Não é possível afirmar *a priori* a competência da CVM para controle da legalidade de atos e políticas públicas quando definidas fora do âmbito dos órgãos societários, segundo os ditames do Direito Constitucional e Direito Administrativo; e

(d) Ainda que se admita que a política pública foi decidida no âmbito dos órgãos societários da Companhia, ainda que sob a influência da União Federal, a simples caracterização da finalidade de controle inflacionário não parece – à luz dos elementos dos autos e mediante uma análise em tese – ser suficiente para considerar desatendido o fim público que justificou a criação da Companhia e, consequentemente, para configurar o abuso do poder de controle.

12. Em despacho ao referido parecer,[5] em 5.8.2014 (fls. 176-183), o Subprocurador-Chefe discordou do entendimento do Procurador Federal de que estaria ausente nos autos a indicação do que vem a ser a atual política pública de preços de combustíveis da Petrobras. Nesse sentido, teceu algumas considerações acerca da política de preços praticada pela Companhia.

13. Inicialmente, pontuou que o regime de controle estatal de preços dos combustíveis foi extinto com o advento da Lei nº 9.478/1997, quando então os preços dos combustíveis passaram a ser definidos de acordo com o regime de livre concorrência, cabendo à Agência Nacional de Petróleo, Gás Natural e Biocombustíveis – ANP zelar pela competitividade do mercado.

14. Segundo o Subprocurador-Chefe, caberia, portanto, aos próprios agentes econômicos – no caso a Petrobras – implementar a política de preços de combustíveis para o mercado brasileiro e, mediante análise das informações prestadas pela Companhia, notadamente **(a)** o item dos fatores de risco sobre a política de preços; **(b)** o fato relevante de 29.11.2013 que dispunha sobre a política de preços; e **(c)** o PNG 2013-2017, concluiu

[5] Despacho ao Parecer nº 157/2014/GJU-2/PFE-CVM/PGF/AGU.

que se encontrava em vigor uma política de preços "aparentemente compatível com o regime previsto na Lei nº 9.478/1997" (fls. 179).

15. Destacou, ainda, que a despeito do inconformismo dos investidores registrado nas reclamações no que concerne à ausência de repasse dos aumentos decorrentes da variação do preço do petróleo e derivados no mercado externo para o mercado interno, a Petrobras informou que sua política de preços tinha diversas outras finalidades.

16. Desse modo, para que restasse caracterizada a violação ao art. 238 da Lei nº 6.404/1976, seria necessária a comprovação de que a política de preços adotada pela Companhia estivesse violando o direito essencial dos acionistas de participar dos lucros sociais e colocando em risco a sustentabilidade financeira da Companhia.

17. Contudo, segundo o Subprocurador-Chefe, não caberia à CVM adentrar o mérito da decisão empresarial da Petrobras, orientada por sua controladora, União Federal, sendo que constava dos autos que a política de preços havia sido tomada "com base em elementos técnicos de complexidade e vulto que dizem respeito a projeções de produção, acompanhamento físico e financeiro de investimentos, evolução dos preços internacionais, dentre outros" (fls.181).

18. Por fim, observou que eventual questionamento sobre o mérito da decisão negocial consubstanciada na política de preços da Petrobras poderia esbarrar na "regra da decisão negocial" (*business judgment rule*) reconhecida pelo Colegiado da CVM.

19. O Procurador-Chefe, por sua vez, concordou com o entendimento do Subprocurador Chefe, por meio de despacho proferido em 9.10.2014, determinando o envio do processo à SEP (fls. 183).

20. Em outubro de 2014, foi protocolada a reclamação de dois conselheiros independentes da Petrobras por meio da qual solicitaram que a área técnica analisasse as atas das reuniões do conselho de administração, a fim de verificar as divergências e problemas enfrentados naquela sede quanto à questão dos preços dos derivados de combustíveis.

21. Do mesmo modo que a reclamação dos investidores anteriormente protocolada, os conselheiros independentes alegaram que a falta de reajustes dos preços de derivados era a principal razão por trás dos prejuízos sofridos no segmento de abastecimento da Petrobras. Requereram, assim, a instauração de procedimento administrativo para apurar **(a)** a eventual violação de deveres e responsabilidades de administradores da Petrobras

relacionados com a não adequação dos preços dos derivados e **(b)** certos atos do acionista controlador relacionados à questão.

22. Instada a se manifestar pela SEP, por meio do Ofício/CVM/SEP/GEA-3/Nº358/14 (fls. 226), a Petrobras reiterou os termos de sua resposta já apresentada no que tange à possibilidade de, como sociedade de economia mista, perseguir o interesse público que justificou sua criação, conforme preceitua o art. 238 da Lei nº 6.404/1976 (fls. 232-1.806).

23. Registrou, ademais, que a competência estatutária para aprovar a política de preços e estruturas básicas de preço dos produtos da Petrobras era da Diretoria.[6] Contudo, o estatuto também atribuía ao Conselho de Administração competência para fixar a orientação geral dos negócios e as políticas globais da Companhia, incluindo as de gestão estratégica comercial e financeira, bem como para limitar competências da Diretoria.[7]

24. Afirmou, assim, que, devido à sua relevância, a questão da política de preços de gasolina e diesel vinha sendo periodicamente apresentada pela Diretoria ao Conselho de Administração, ocasião em que era debatida e acompanhada, inclusive com aferição de seus impactos sobre os indicadores econômico-financeiros da Companhia.

25. Apresentou, por fim, cópias das atas do conselho de administração de abril de 2013 a setembro de 2014, bem como de pareceres jurídicos interno e externos acerca dos papéis, responsabilidades e riscos na formação dos preços dos produtos da Petrobras, entre outros documentos.

---

[6] "Art. 33. Compete à Diretoria Executiva:
(...)
II – aprovar:
(...)
c) política de preços e estruturas básicas de preço dos produtos da Companhia;"

[7] Art. 28. O Conselho de Administração é o órgão de orientação e direção superior da Petrobras, competindo-lhe:
I – fixar a orientação geral dos negócios da Companhia, definindo sua missão, seus objetivos estratégicos e diretrizes;
(...)
V – aprovar, anualmente, o valor acima do qual os atos, contratos ou operações, embora de competência da Diretoria Executiva, especialmente as previstas nos incisos III, IV, V, VI e VIII do art. 33 deste Estatuto Social, deverão ser submetidas à aprovação do Conselho de Administração;
(...)
VII – fixar as políticas globais da Companhia, incluindo a de gestão estratégica comercial, financeira, de investimentos, de meio ambiente e de recursos humanos;"

III. ANÁLISE DA SEP

III.a) LEGALIDADE DA POLÍTICA DE PREÇOS

26. Em sua análise,[8] a SEP apontou que para as companhias abertas prevalece a regra de proteção à decisão empresarial, que veda a revisão de mérito dos atos de administradores e controladores apenas em função dos efeitos financeiros que essas decisões acarretam. Uma abordagem alternativa e que tem sido empregada pela CVM seria verificar os incentivos *ex ante* com relação à deliberação a ser tomada, de modo a apurar se o conteúdo da decisão acarretaria benefícios, aos responsáveis pela decisão, que não seriam extensíveis aos demais acionistas.

27. Nessa linha, concluiu que, ao menos no que tange ao conteúdo propriamente dito da política de preços da Petrobras, não se poderia afirmar que houve infração à legislação societária (fls. 1988). Nesse sentido, afirmou que a política de preços não afeta a União Federal nem os administradores da Companhia de modo diferenciado em relação aos demais acionistas, de modo que as perdas sofridas pela Companhia são divididas entre todos que nela detêm participação.

28. Adicionalmente, constatou que a política se inseria no fim público que a Petrobras deveria seguir, conforme previsto no art. 1º da Lei nº 9.478/1997 (lei que justificou a criação), segundo o qual o consumidor deve ser protegido quanto a preço, qualidade e oferta dos produtos.

29. Reconheceu, ainda, que a Petrobras não poderia ser incumbida do controle inflacionário de modo geral, mas que se tal finalidade fosse alcançada indiretamente, por efeito colateral das atividades que lhe competem exercer, não haveria propriamente desvio.

30. Assim, em suma, a área técnica concluiu que uma política de preços que tolere uma defasagem entre preços domésticos e internacionais não é, a princípio, ilegal à luz da Lei nº 6.404/1976 apenas em razão de seus efeitos financeiros sobre a Petrobras e seus acionistas.

III.b) CRONOLOGIA DOS FATOS QUE PERMEARAM A ACUSAÇÃO

[8] Fls. 1974-2025.

31. Por outro lado, em sua análise, a SEP concluiu que a Companhia não estava sendo orientada por seus administradores de modo consistente com os objetivos publicamente declarados da política de preços.

32. Para chegar a tal conclusão, a área técnica analisou cronologicamente os eventos relacionados à aprovação e condução da política de preços da Petrobras.

Período anterior a 29.11.2013

33. Até julho de 2002, a Petrobrás adotava uma política de "paridade de importação", ou seja, os preços internos consideravam o custo dos produtos importados em situações em que a Petrobras atuasse como importadora líquida.

34. Em julho de 2002, em razão da forte desvalorização sofrida pelo real naquele ano, decidiu-se adotar uma política conservadora de reajustes. A avaliação existente à época era de que havia uma extrema volatilidade nos mercados, que tornava qualquer previsão imprecisa. Por isso, exigia-se extrema prudência com o ajuste dos preços enquanto perdurasse a situação de turbulência pela qual o mercado passava.

35. Desde então, as informações divulgadas pela Petrobras aos investidores vêm contendo alertas sobre a possibilidade de que haja períodos nos quais a companhia não consiga promover a paridade em relação aos preços internacionais.[9]

36. Cabe destacar que a Petrobras divulga anualmente planos de negócio e gestão ("PNG") de horizontes quinquenais, com estimativas diversas, inclusive referentes a investimentos. Os PNG são objeto de fato relevante e orientam outras informações veiculadas pela Petrobras ao mercado, como, por exemplo, projeções elaboradas na forma do item 11 do formulário de referência da Companhia.

37. Em março de 2013, a Petrobras divulgou ao mercado o PNG2013-2017 aprovado por seu conselho de administração. O referido PNG previa investimentos de US$236 bilhões no período e estabelecia limites a indicadores financeiros relacionados ao nível de utilização de capital de terceiros ("Indicadores"), que deveriam ser observados pela Companhia: **(i)** o endividamento líquido/EBITDA não poderia exceder 2,5x; e **(ii)** o grau de alavancagem financeira não poderia exceder 35% ("Limites").

38. Contudo, conforme apontado pela área técnica, a partir dos trimestres seguintes, os níveis de endividamento e alavancagem da Companhia passaram a atuar em trajetória

[9] Vide formulários de referência de 2010 em diante.

ascendente. A Companhia passou a ser questionada pelo mercado, iniciando-se, ademais, diversas discussões no âmbito do conselho de administração a respeito de sua situação financeira.

39. Em reunião do dia 26.4.2013 (fls. 1967-1970), o conselho de administração tomou conhecimento de que: **(i)** o indicador endividamento líquido / EBTIDA havia atingido 2,32 ao fim do trimestre anterior e as projeções indicavam que o Limite de 2,5 seria superado nos próximos trimestres de 2013; e **(ii)** a Diretoria contava com reajuste do diesel e da gasolina em julho daquele ano, conforme previsto no PNG 2013-2017, de forma que este indicador retornasse ao Limite definido (fls. 268-272).

40. Em 17.5.2013 (fls. 273-280), 9.8.2013 (fls. 291-302) e 13.9.2013 (fls. 309-321)[10] o conselho de administração se reuniu para discutir o tema, inclusive a possibilidade de reajuste de preços dos derivados de petróleo, conforme planejamento apresentado pela Diretoria. Nessas oportunidades, tomou conhecimento de que a situação financeira da Companhia se agravava e que as projeções para os Indicadores excediam os Limites ao longo do restante de 2013 e do ano de 2014.

41. Contudo, a despeito de manifestações contrárias de determinados conselheiros, o efetivo reajuste dos preços não foi deliberado, tendo sido decidido que a Diretoria reapresentaria a questão na próxima reunião.

42. Na reunião de 25.10.2013, a conselheira e diretora presidente M.G.F. informou que a Diretoria teria aprovado uma nova metodologia de precificação para a gasolina e diesel, por meio da qual se teria maior previsibilidade do alinhamento dos seus preços no mercado interno aos preços internacionais.

43. Essa proposta revelou uma divisão de opiniões entre os conselheiros, visto que a posição majoritária daquele órgão considerava que a questão demandava maior discussão e amadurecimento (posição dos conselheiros Guido Mantega, Marcio Zimmermann e Luciano Coutinho).

[10] Na reunião de 13.9.2013 foram discutidos os pareceres jurídicos interno e externos obtidos acerca da definição das responsabilidades da Diretoria e do conselho de administração no que tange à política de preços (fls. 1697-1806), os quais concluíram, em suma, que a competência para realizar os ajustes de preço era da Diretoria, a partir das estratégias e diretrizes fixadas pelo conselho de administração que, inclusive, possuía poderes de limitar a competência da Diretoria.

44. Apesar do reconhecimento dos conselheiros quanto à competência da Diretoria em aprovar a política de preço, o conselheiro M.R.C. pontuou que não cabia ao conselho impedir a sua implementação.

A deliberação de 29.11.2013

45. A nova política de preços foi aprovada pela diretoria em 29.11.2013, bem como o respectivo o aumento dos preços de 4% para gasolina e 8% para o diesel.

46. Em reunião realizada na mesma data, o conselho de administração referendou os princípios da política de preços da Petrobras e determinou que a Diretoria apresentasse mensalmente os resultados e projeções dos Indicadores, para que o conselho de administração avaliasse a eficácia da política de preços referendada.

47. Tais deliberações se tornaram públicas no mesmo dia, por meio de fato relevante que também noticiou os princípios e objetivos da nova política de preços a ser aplicada, quais sejam:

> **(i)** assegurar que os Limites estabelecidos no PNG 2013-2017 fossem observados em até 24 meses, considerando o crescimento da produção e reajustes de preço;
>
> **(ii)** alcançar, em prazo compatível, a convergência de preços; e
>
> **(iii)** não repassar a volatilidade dos preços internacionais ao consumidor doméstico.

48. Além disso, o fato relevante informou que os parâmetros da metodologia de precificação não seriam divulgados ao mercado (fl. 79).

49. Poucos dias depois, em resposta a determinação da SEP, a Petrobras esclareceu, por meio de comunicado ao mercado divulgado em 4.12.2013, que a política de preços não implicaria reajustes automáticos. Isso representou uma diferença em relação à metodologia originalmente submetida pela Diretoria ao Conselho de Administração.

Deliberações posteriores a 29.11.2013

50. Após a deliberação de 29.11.2013, a discussão sobre a política de preços passou a ser feita mensalmente no conselho de administração, sempre se discutindo a probabilidade de observância dos Limites em diferentes cenários de níveis de produção, câmbio e preços.

51. Nas reuniões de 31.1.2014 (fls. 401-410), 25.2.2014 (fls. 413-436) e 21.3.2014 (fls. 440-457), o conselho de administração tomou conhecimento de que as projeções apontavam ser baixa a probabilidade de cumprimento dos Limites dos Indicadores nos 24

meses seguintes. Naquelas oportunidades decidiu-se, por maioria, que a Diretoria deveria manter o acompanhamento dos preços, observando as variáveis macroeconômicas, principalmente a taxa de câmbio.

52. O entendimento majoritário do conselho à época era o de que a conjuntura vigente, devido à elevada volatilidade das condições de mercado, não permitia avaliações conclusivas. Foi ressaltado, ademais, por Guido Mantega e Luciano Coutinho que com a esperada inversão da situação da Companhia de importadora para exportadora líquida, haveria uma tendência de convergência para os limites e que outros fatores deveriam ser considerados tais como o aumento de produção.

53. Por outro lado, M.R.C. manifestou-se no sentido de que os reajustes deveriam ser implementados o mais cedo possível e pelo teto e também que os parâmetros fossem recalibrados para tornar factível alcançar os limites.

54. Na reunião de 25.2.2014, foi ainda aprovado o PNG 2014-2018, que ratificou os mesmos limites de indicadores divulgados no PNG 2013-2017.

55. Na reunião seguinte, em 25.4.2014 (fls. 469-489), o Conselho de Administração tinha uma nova composição tendo em vista a eleição de J.M.[11] e S.P., em substituição a Jorge Gerdau e José Rangel. Os demais conselheiros foram reeleitos.

56. Àquela ocasião, o conselho de administração tomou conhecimento de que, até o fim de 2015, **(a)** considerando o câmbio projetado pelo boletim Focus, havia probabilidade de 22% de o indicador de endividamento retornar ao limite previsto, não se devendo esperar o retorno do índice de alavancagem no período; já **(b)** na hipótese de não haver oscilação cambial e de os reajustes de preço ocorrerem pelos limites máximos das faixas apresentadas pela Diretoria, as chances de convergência dos indicadores de endividamento e alavancagem subiriam para 98% e 14%, respectivamente.

57. A Diretoria destacou que a defasagem do diesel e da gasolina estava em aproximadamente 13% e 22%, respectivamente. A opinião predominante no Conselho de Administração atribuía essa defasagem a sobressaltos cambiais recentes. Novamente, a Diretoria foi orientada a manter acompanhamento da questão.

[11] J.M. e M.R.C. são os autores de uma das reclamações analisadas no presente processo.

58. Essa discussão se repetiu na reunião de 9.5.2014 (fls. 490-503). A Diretoria enfatizou que a eliminação da defasagem permitiria uma gestão mais otimizada e o Conselho de Administração permaneceu dividido quanto ao tema.

59. Em 13.6.2014 (fls. 504-521), foram atualizados os cenários considerados pela Petrobras, tornando mais improvável a convergência aos Limites. Com o câmbio nos patamares previstos no boletim Focus, apenas o indicador de endividamento líquido poderia voltar, com probabilidade de 4%, aos limites previstos, desde que os reajustes fossem concedidos pelos patamares máximos.[12]

60. Na hipótese de projeção com câmbio constante, considerando reajustes de preços pelos patamares máximos, a chance de a alavancagem situar-se abaixo de 35% em dezembro de 2015 era de 1%. Já o endividamento líquido/EBITDA tinha 99% de probabilidade de encerrar o ano abaixo de 2,5.

61. A deliberação tomada, ao final da reunião, por maioria, com manifestações contrárias de M.R.C., S.P. e J.M., foi orientar a diretoria a manter a política de preço do diesel e da gasolina.

62. Em 18.7.2014 ocorreu nova discussão a respeito do tema e, novamente, a deliberação seguiu o que já havia sido decidido nas reuniões anteriores.

63. Em 8.8.2014, em nova discussão, a maioria dos conselheiros considerou que a convergência aos Limites estava ocorrendo de modo sustentável, ainda que lentamente, e que havia chances de ocorrer reajustes no futuro. No entanto, a parte minoritária do conselho ainda considerava baixa a probabilidade de convergência até o fim de 2015.[13]

64. Na reunião de 12.9.2014, tais probabilidades foram atualizadas, sendo, até o final de 2015, **(a)** zero para alavancagem em qualquer dos cenários de câmbio; **(b)** zero para o indicador de endividamento no cenário de câmbio do boletim Focus; e **(c)** 70% para esse indicador no cenário de câmbio projetado pela Petrobras, com reajustes nos

[12] Reajustes realizados no patamar máximo significavam aumentos de 8% para gasolina e 4,5% para o diesel em julho de 2014, e novos reajustes de 8% para ambos os derivados em novembro do mesmo ano.

[13] Admitindo-se o câmbio do boletim Focus, a probabilidade de observância de ambos os Limites era zero até o fim do ano de 2015. Já, considerando o câmbio da Petrobras, e com reajustes máximos, havia 97% de probabilidade de o indicador de endividamento situar-se abaixo de 2,5, mas ainda assim a alavancagem não deveria atingir o limite. Também foi deliberado que a diretoria mantivesse a política de preços.

patamares máximos. A deliberação tomada também foi no sentido de orientar a diretoria a manter a política de preços praticada.

III.c) INFRAÇÃO AO DEVER DE LEALDADE

65. Em suma, a SEP entendeu que a Petrobras se desviou, de modo intencional, dos objetivos originalmente comunicados aos investidores, o que não seria ilícito por si só, mas passou a ser na medida em que tal mudança de objetivo deixou de ser exposta de modo claro ao mercado. Tal problema teria se agravado com a divulgação de uma nova política, que reafirmou compromissos com limites que já não vinham sendo buscados.

66. Tal conclusão decorreria de alguns fatos destacados pela área técnica.

67. O primeiro deles foi o prazo de 7 meses transcorrido, levando-se em consideração a reunião de abril de 2013 como termo inicial, para a aprovação da política de preços em 29.11.2013. Nesse período, o conselho de administração, apesar de alertado pela diretoria acerca da necessidade de reajustes de preços, teria adiado a decisão sobre a metodologia a ser seguida ou sobre os reajustes em si. Segundo a SEP, o adiamento de tais decisões implicou custos relevantes para a área de abastecimento da Petrobras.[14]

68. Ademais, após retardar a decisão sobre o tema, o conselho de administração teria ao final aprovado uma política de preços pretensamente nova, mas que, segundo a SEP, essencialmente confirmava a antiga e ratificava os Limites que não vinham sendo e continuaram a não ser buscados.[15]

69. Para a SEP, não houve nada de concreto na nova política que pudesse justificar o conselho de administração adiar sua decisão em diversos momentos, incorrendo em custos à Companhia. Nesse sentido, a interpretação mais provável dos fatos seria a de que o conselho de administração não estava disposto a aprovar reajustes, ainda que isso efetivamente representasse o descumprimento dos Limites previstos no PNG 2013-2017.

70. Ponderou que tal decisão poderia ser legítima, visto que o PNG não seria uma referência absoluta e que o conselho poderia julgar que a Companhia deveria assumir esses ônus a fim de cumprir os fins para os quais foi criada. Por outro lado, não seria

[14] Tomando por referência o resultado bruto da Companhia na área de abastecimento apenas no 2º e 3º trimestres de 2013, a área técnica apontou um prejuízo de R$ 8,37 milhões.
[15] Nesse sentido, segundo a SEP, "dois dos três princípios norteadores da 'nova' política de preços – convergência em longo prazo com preços internacionais e não repasse da volatilidade desses preços ao consumidor doméstico – já faziam parte da 'antiga' política". (fls. 2.071)

permitido que os administradores se esquivassem da responsabilidade por essa decisão, postergando-a injustificadamente e depois tentando fazê-la parecer algo que não era.

71. Na verdade, segundo a SEP, a análise das atas das reuniões evidenciou que o conselho de administração estava propenso a tolerar o descumprimento dos prazos ou, ao menos, pretendia contar com outras formas para buscar os Limites, como uma evolução favorável do câmbio, crescimento da produção de derivados, etc.

72. Isso porque, mesmo após o alcance dos Limites tornar-se altamente improvável, o conselho se recusou a realizar os ajustes dos preços dos derivados de petróleo.

73. A área técnica ponderou que tais escolhas seriam legítimas em outro contexto, caso o conselho entendesse que não era o momento de reajustar os preços ou que o endividamento não era uma métrica importante a ser acompanhada no momento. Contudo, foi o próprio conselho que incentivou percepção diversa dos investidores, induzindo-os em erro, ao aprovar planos quinquenais e uma política de preços com o declarado objetivo de atingir os Limites em datas predefinidas.

74. Desse modo, os objetivos do PNG não deixaram de ser alcançados por circunstâncias externas, mas por uma opção dos administradores que os definiram.

75. Segundo a SEP, essa dissonância entre a prática e os objetivos declarados na condução da política de preços representaria um tratamento desleal dos administradores, causadores dessa discrepância, em relação aos acionistas, que pautavam decisões de investimento com base nas informações suscetíveis de levá-los a erro. Dessa forma, entendeu tratar-se de infração ao dever de lealdade, previsto no art. 155, caput, da Lei nº 6.404/1976.

III.d) DEFINIÇÃO DE RESPONSABILIDADES

76. No que concerne à definição de responsabilidades, a SEP analisou as três principais instâncias decisórias societárias da Companhia – acionista controlador, diretoria e conselho de administração – para então concluir pela imputação de responsabilidade aos membros do conselho de administração.

77. Em relação ao acionista controlador, embora fosse plausível assumir sua influência na política de preços, sustentou que as irregularidades verificadas não estavam relacionadas à política em si, mas à discrepância entre as suas metas e sua efetiva aplicação. Com isso, entendeu que não teria havido infração caso as informações tivessem

sido divulgadas corretamente e que, ademais, nada indicaria que o controlador tivesse interferido na forma ou conteúdo das informações divulgadas.

78. A respeito do diretor de relações com investidores, principal responsável por comunicações ao mercado por força do art. 45 da Instrução CVM nº 480/2009[16], afirmou que sua responsabilidade diria respeito à retransmissão fiel do conteúdo das decisões dos membros da administração ao mercado e não ao mérito de tais decisões.

79. No presente caso, a área técnica entendeu que a diretoria de relações com investidores havia desempenhado adequadamente suas atribuições ao comunicar as metas de endividamento almejadas pela Petrobras.

80. Em relação à diretoria, a despeito de sua competência estatutária para aprovar a política de preços e estruturas básicas de preço dos produtos da Petrobras, a SEP pontuou, em linha com o parecer elaborado pelo jurídico da Companhia (fls. 1697-1733) e com os argumentos apresentados pela administração, que tal órgão exerceria suas atribuições sob a orientação do conselho de administração.

81. Afirmou, ainda, que a submissão da diretoria às orientações do conselho de administração representava uma descrição fiel de como as questões sobre a política de preços foram de fato conduzidas e decididas. Assim, a diretoria teria cumprido seu papel ao alertar o conselho de administração a respeito da necessidade de reajustes e ao propor uma metodologia de reajustes automáticos – o que foi negado pelo conselho de administração.

82. Para a SEP, a responsabilidade do conselho ficou ainda mais clara após a deliberação de 29.11.2013, quando o acompanhamento da política passou a ser feito mensalmente pelo órgão. Não se deveria, portanto, afastar a responsabilidade do conselho de administração, tendo em vista que o conselho tomou reiteradas decisões contrárias ao cumprimento dos PNG e dos Limites.

83. Em relação à questão temporal, entendeu que as imputações deveriam estar limitadas ao período compreendido entre 30.6.2013, momento em que os Limites foram excedidos pela primeira vez e o conselho de administração se eximiu de deliberar a

[16]"Art. 45. O diretor de relações com investidores é responsável pela prestação de todas as informações exigidas pela legislação e regulamentação do mercado de valores mobiliários."

questão, e anterior a 12.9.2014, quando ocorreu a última reunião do conselho de que se tem registro nos autos.

84. A respeito das circunstâncias pessoais, alegou que a divergência em relação às deliberações majoritárias por parte de alguns membros do conselho de administração, poderia, com base no art. 158, §1º da Lei 6.404/1976[17], isentá-los de responsabilidade pessoal.

85. Nesse sentido, constatou que **(i)** os conselheiros M.R.C., J.M. e S.P. expressaram-se diversas vezes contra a administração da política de preços, tendo apresentado votos vencidos sobre o tema; e **(ii)** a conselheira M.G.F., que ocupava também cargo de diretora presidente, a despeito de não ter apresentado voto contrário, posicionou-se reiteradas vezes por mudanças na política de preços.

86. Quanto aos demais conselheiros, a SEP afirmou que, apesar de demonstrarem preocupação com a observância dos Limites, não agiram de modo consistente com as suas declarações e conduziram as decisões em sentido oposto ao declarado.

IV. ACUSAÇÃO

87. Diante desses elementos, a SEP concluiu que os seguintes membros do conselho de administração da Petrobras deveriam ser responsabilizados por infração ao art. 155, caput, da Lei 6.404/1976:

> **i) Guido Mantega**, **Miriam Aparecida Belchior, Francisco Roberto de Albuquerque, Luciano Galvão Coutinho, Marcio Pereira Zimmermann, Sérgio Franklin Quintella, Jorge Gerdau Johannpeter**, eleitos em 19.3.2012, por induzir os investidores em erro, ao aprovar os Planos de Negócios 2013-2017 e 2014-2018 e a política de preços divulgada em 29.11.2013 com o declarado objetivo de atingir níveis objetivos de endividamento em datas predefinidas, mas optar por conduzir a política de preços da Petrobras de maneira a tornar o cumprimento dessas metas improvável; e

[17]"Art 158, § 1º. O administrador não é responsável por atos ilícitos de outros administradores, salvo se com eles for conivente, se negligenciar em descobri-los ou se, deles tendo conhecimento, deixar de agir para impedir a sua prática. Exime-se de responsabilidade o administrador dissidente que faça consignar sua divergência em ata de reunião do órgão de administração ou, não sendo possível, dela dê ciência imediata e por escrito ao órgão da administração, no conselho fiscal, se em funcionamento, ou à assembléia-geral."

ii) **José Maria Ferreira Rangel**, eleito em 29.4.2013, por induzir os investidores em erro, ao aprovar o Plano de Negócios 2014-2018 e a política de preços divulgada em 29.11.2013 com o declarado objetivo de atingir níveis objetivos de endividamento em datas predefinidas, mas optar por conduzir a política de preços da Petrobras de maneira a tornar o cumprimento dessas metas improvável.

V. MANIFESTAÇÃO DA PFE

88. Ao examinar o termo de acusação, a PFE considerou terem sido atendidos os pressupostos previstos no art. 6º, bem como a exigência prevista no art. 11, ambos da Deliberação CVM nº 538/2008.[18]

VI. DEFESAS

VI.A. DEFESA DE JOSÉ MARIA FERREIRA RANGEL

89. Preliminarmente, José Maria Ferreira Rangel destacou que a intimação para prestar esclarecimentos, nos termos do art. 11 da Deliberação CVM nº 538/2008, foi recebida por pessoa completamente estranha a ele, que sequer exerce a função de porteiro em seu endereço e que na data do AR 5.1.2015 (fls. 1973), encontrava-se de férias.

90. Apontou, ainda, que o prazo para resposta ao ofício era demasiadamente exíguo, o que impossibilitaria o acusado de prestar os devidos esclarecimentos. Concluiu, portanto, ter havido cerceamento de seu direito de defesa.

91. Em seguida, a defesa transcreveu o art. 28 do Estatuto Social da Companhia que trata das competências do conselho de administração, afirmando ser o órgão de orientação e direção superior da Companhia, responsável pela definição e aprovação dos planos de negócios.

92. Explicou que foi eleito representante dos empregados em 2013 e que, nessa qualidade, possuía compromisso com a saúde e segurança dos empregados da Companhia

[18] Segundo a PFE, o acusado José Maria Ferreira Rangel, a despeito de ter sido devidamente intimado (fls. 1973), não se manifestou.

e, por proposta sua, o conselho havia incluído saúde e segurança entre os objetivos centrais de sua atuação.

93. Quanto ao mérito da acusação, a defesa sustentou que a alegação de violação ao art. 155 da Lei nº 6.404/1976 não deveria prosperar.

94. Em primeiro lugar, a defesa destacou a necessidade de se considerar o art. 238 da Lei nº 6.404/1976 na situação discutida no processo, cabendo à Petrobras perseguir os interesses que justificaram sua criação. Nesse ponto, afirmou que a União Federal, como acionista controladora da Companhia, era personificada na pessoa do ex-conselheiro Guido Mantega.

95. Ademais, mencionou, dentre os objetivos da Política Energética Nacional previstos no art. 1º da Lei nº 9.478/1997, a preservação do interesse nacional e a proteção dos interesses do consumidor quanto a preço, qualidade e oferta dos produtos, destacando, assim, o entendimento da PFE sobre esse ponto constante às fls. 176-183.[19]

96. Pontuou, assim, que o inconformismo dos investidores não poderia prevalecer ante a busca da Companhia pela preservação dos interesses que justificaram sua criação.

97. Em relação à política de preços da Petrobrás, a defesa alegou que a Companhia informou devidamente ao mercado as suas três finalidades e que da leitura da ata da reunião do dia 29.11.2013 se poderia depreender que as decisões tomadas consideraram vários indicadores e metas. Assim, teria sido levada em consideração pelos conselheiros não apenas a hipótese de reajuste de preços, como também outros fatores que determinavam os resultados financeiros da Companhia, tais como produção de petróleo e gás, volume de importação de derivados, carteira de investimentos e efeitos da variação do câmbio.

98. Adicionalmente, o acusado afirmou não ter ocorrido qualquer violação ao disposto no art. 238 da Lei nº 6.404/1976, visto que a política de preços não violou o direito essencial dos acionistas de participar dos lucros, tampouco colocou em risco a sustentabilidade financeira da Petrobras.

[19] Tendo transcrito o seguinte trecho: *"não cabe à CVM adentrar no mérito da decisão empresarial da Petrobrás, orientada por sua controladora, União Federal. Pelo que consta dos autos, a Política de Preços da Petrobrás foi tomada com base em elementos técnicos de complexidade e vulto que dizem respeito a projeções de produção, acompanhamento físico e financeiro de investimentos, evolução dos preços internacionais, dentre outros."*

99. Por fim, a defesa concluiu não ter restado configurado abuso de poder por parte do acusado, tendo em vista que sempre atuou com extrema diligência e dando total publicidade de seus atos enquanto exercia as suas funções de conselheiro.

VI.B. DEFESA DE SÉRGIO FRANKLIN QUINTELLA

100. Inicialmente, a defesa fez um breve resumo sobre os fatos relacionados ao processo. Ressaltou, assim, que após análise das reclamações e do parecer elaborado pela PFE, a SEP teria reconhecido que a política de preços não poderia ser considerada irregular para fins da Lei nº 6.404/76, por conta do regime jurídico próprio de sociedade de economia mista a que a Petrobrás estava sujeita. Desse modo, o questionamento da área técnica limitou-se ao suposto descompasso entre os objetivos declarados da política de preços e sua implementação na prática.

101. Quanto às questões econômicas diretamente relacionadas ao suposto descumprimento dos prazos e limites impostos na política de preços, procurou demonstrar que o alcance das metas não dependia apenas dos aumentos dos preços, mas, em grande parte, das condições macroeconômicas que estavam fora do controle da Petrobrás (fls. 2253).

102. Em razão disso, as políticas adotadas pela administração visavam ao alinhamento de preços dos derivados de petróleo no longo prazo, preservando o consumidor final da típica volatilidade dos preços internacionais, de modo que, em regra, não eram realizados reajustes automáticos de preço.

103. Explicou, ainda, que como maior parte da receita da Companhia era oriunda da venda de derivados de petróleo no Brasil, nos momentos em que atuava como importadora líquida para atender à demanda brasileira, o aumento brusco no preço internacional dos derivados ou uma desvalorização do real frente ao dólar poderia gerar um impacto significativamente negativo nos custos de vendas.

104. Segundo a defesa, tal cenário, contudo, era de conhecimento público. A Petrobras divulgava em seus fatores de risco a possibilidade de não ajustar os preços dos produtos vendidos no Brasil em momentos de instabilidade macroeconômica, como aumento do preço internacional do petróleo ou desvalorização do real frente ao dólar, o que poderia ter um impacto negativo nos resultados.

105. Frisou, assim, que a desvalorização cambial havia afetado gravosamente a Companhia, o que acabou por comprometer o alcance das metas previstas na política de preços. A despeito do cenário em questão, a defesa apontou que dois dos três objetivos da política haviam sido atingidos pela Companhia: **(i)** a convergência dos preços no Brasil com as referências internacionais, muito em razão da queda do preço do óleo Brent; e **(ii)** o não repasse da volatilidade do mercado internacional para o consumidor interno.

106. A dificuldade residia, portanto, na observância dos Limites do PNG 2013-2017, que considerava não apenas o aumento de preços da gasolina e do diesel, como também o crescimento da produção de petróleo, além de depender de questões macroeconômicas – sendo, portanto, muito mais complexa que o simples aumento de preço.

107. Nesse sentido, a defesa apontou que o fato de a expectativa de produção de petróleo para 2014 não ter se concretizado também afetou negativamente o cumprimento dos Limites.

108. O acusado destacou, ainda, que os planos de negócios apenas traçam uma expectativa para a Companhia, a qual pode ou não se realizar, inclusive por questões macroeconômicas. Assim, não se poderia atribuir responsabilidade ao acusado por fatores externos que influenciaram no cumprimento dos limites estabelecidos.

Prejudicial de Mérito: Análise Incompleta do Período da Política de Preços

109. Como prejudicial de mérito, a defesa alegou que a acusação restringiu sua análise quanto ao cumprimento dos objetivos da política de preços aprovada em 29.11.2013 a um período de apenas 9 meses contados de sua aprovação, quando tal política fixava um prazo de 24 meses para o cumprimento de seus objetivos – ou seja, com a política ainda em curso.

110. Assim, segundo a defesa, a SEP sequer analisou se os objetivos da política foram, ao fim e ao cabo, alcançados, tampouco examinou a conduta do defendente no acompanhamento do cumprimento da política até o término de seu mandato e que tal questão era *"subordinante e logicamente antecedente à acusação"* (fl. 2264).

111. Diante do que expôs, a defesa requereu o acolhimento da prejudicial a fim de que o processo fosse extinto sem o julgamento do mérito por impossibilidade de se avaliar a suposta falta do dever de lealdade por suposto descompromisso no cumprimento da política de preços cujo prazo para cumprimento encontra-se em curso.

Mérito

Da Conduta do Defendente

112. No que tange ao mérito, o defendente inicialmente teceu considerações a respeito de sua trajetória acadêmica e profissional a fim de demonstrar que possuía pleno conhecimento dos deveres e responsabilidades de um administrador.

113. Em seguida, destacou que o conselho de administração agiu de forma cautelosa, tendo precedido a aprovação da política de preços de diversas discussões, que sempre incluíram os membros da diretoria. Pontuou, ainda, que em nenhum momento foi rejeitada proposta de aumento de preços pelo conselho e que nunca se posicionou contra o aumento dos preços da gasolina e do diesel.

114. Para a defesa, não se poderia considerar que houve atraso na apreciação da política de preços pelo conselho de administração da Petrobrás e tampouco indução em erro aos acionistas da Companhia, que foram noticiados de todos os passos da nova metodologia de precificação dos derivados de petróleo.

115. Por meio de uma análise cuidadosa das atas das reuniões do conselho de administração, o defendente resgatou a cronologia das discussões ocorridas, concluindo ter sido a análise da acusação parcial e equivocada.

116. Esclareceu inicialmente que a questão da política de preços foi levantada pela primeira vez em agosto e não em abril de 2013, ocasião em que o órgão apenas tomou conhecimento dos indicadores e de que a diretoria estava considerando reajustes no diesel e na gasolina no mês de julho.

117. Assim, registrou que quando surgiu a questão sobre a elaboração de uma política de preços em 9.8.2013, sua manifestação foi no sentido de que tal aprovação seria muito prematura sem a obtenção de uma segunda opinião a ser emitida pelo jurídico – quando foram solicitados os pareceres jurídicos acerca do órgão titular da competência para aprovar a política de preços.

118. Após a análise dos pareceres, o presidente do conselho de administração teria entendido ser competência da diretoria. Na mesma linha, o conselheiro M.R.C. teria reconhecido que nunca o conselho de administração havia aprovado uma política de preços da Companhia.

119. Na reunião de 25.10.2013, em meio a debate sobre a metodologia de preços aprovada pela diretoria, o defendente teria se manifestado acerca da necessidade de apresentar ao mercado uma proposta de política de preço sólida para reduzir a desconfiança em relação à continuidade de defasagens de preços e à sustentabilidade da Companhia (fl. 355).

120. Assim, em 29.11.2013, o conselho teria referendado os princípios da política de preços do diesel e gasolina, que foram divulgados em fato relevante na mesma data, entendendo a defesa que não havia como considerar que houve atraso na apreciação da política – tema complexo e que demandava discussões aprofundadas.

121. Nessa linha, entendeu que os conselheiros agiram de forma absolutamente diligente, debatendo exaustivamente o assunto e, inclusive, indo além, na medida em que passaram a monitorar mensalmente os Limites.

122. Pontuou, ainda, que nas reuniões realizadas no primeiro semestre de 2014, o conselho de administração orientou a diretoria a manter o acompanhamento dos Limites, tendo considerado diversas variáveis relevantes, tais como a reversão da condição de importadora líquida da Companhia, aumento da curva de produção, cenário cambial, etc. Assim, nenhum dos conselheiros teria sido contrário ao aumento de preços, tendo sido ressaltado que o aumento ocorreria, como historicamente acontecia.

123. Ressaltou, ainda, que a despeito da declaração da conselheira e diretora presidente M.G.F., em resposta a questionamento sobre aumento de preços, de que não havia sido autorizada a fazê-lo, seria indubitável que tal aumento não dependia de aprovação do conselho, "*tanto que não foi levada naquele momento (nem em outro) à aprovação do Conselho o aumento dos preços da gasolina e do diesel"* (fls. 2775).

124. Em agosto de 2014, a defesa apontou que o conselho continuou com sua orientação de que tais limites deveriam ser acompanhados pela diretoria principalmente em razão da melhora nas projeções para o alcance do limite do endividamento, da mesma forma que na última reunião analisada pela acusação, em 12.9.2014.

125. Adicionalmente, o defendente sustentou que as atas de reuniões posteriores teriam sido negligenciadas pela acusação e demonstravam justamente o contrário da suposta postura inerte sustentada pela SEP. Isso porque na reunião de 31.10.2014, após discutida a defasagem dos preços internos dos produtos derivados do petróleo o

presidente do conselho de administração recomendou que a diretoria aumentasse os preços, procurando mantê-los acima do preço de paridade com o mercado internacional.

Da Aplicação da Business Judgment Rule

126. Segundo a defesa, no entender da acusação, o conselho deveria ter determinado o aumento dos preços assim que os Limites fossem ultrapassados. Contudo, em primeiro lugar, a competência para aprovar o reajuste dos preços era da diretoria. Ademais, não caberia à acusação a crítica às decisões do conselho no sentido de manterem a orientação à diretoria de acompanhar a evolução dos Indicadores, tendo em vista se tratar de decisão negocial legítima e amplamente debatida, com a exposição de seus motivos e fundamentos.

127. Assim, para a defesa, a acusação teria tentado discutir o mérito da política de preços, na contramão do que a PFE entendeu não ser possível no caso, uma vez que o mérito da política de preços seria protegido pela *business judgment rule*. Não caberia, portanto, à acusação avaliar se as opiniões dos membros do conselho de administração estavam certas ou erradas.

128. Para reforçar o argumento, transcreveu entendimento de Nelson Eizirik e trechos do voto proferido pelo ex-diretor Pedro Marcilio no âmbito do PAS CVM nº RJ2005/1443 e pela ex-diretora Ana Novaes no âmbito do PAS CVM nº RJ2008/9574 acerca da regra da decisão negocial. Desse modo, apontou que a *business judgment rule* impediria tanto o Judiciário quanto a Administração Pública de julgar o mérito da decisão de administradores.[20]

129. Desse modo, não restariam dúvidas de que as orientações do conselho para que a diretoria mantivesse o acompanhamento da política de preços, observando o comportamento das variáveis macroeconômicas, configuravam decisões informadas, refletidas e desinteressadas.

130. Isso porque, além de ter ficado demonstrado que as decisões passaram por amplos debates e avaliações, considerando o cenário econômico da época, não havia qualquer indicação – nem pela acusação – de que o defendente tivesse qualquer tipo de vantagem indevida em virtude da decisão do conselho. A análise da conduta do

[20] A defesa menciona, ainda, o voto do ex-diretor Marcos Pinto no âmbito do PAS CVM nº 08/05.

administrador não poderia ser feita sob o viés da melhor conduta, mas sim da mais razoável.[21]

131. Por fim, pontuou que ao não formular acusação contra o mérito da política de preços, a própria acusação teria reconhecido o limite de sua competência.

Da Indiscutível Observância do Princípio de Lealdade

132. A defesa sustentou a impossibilidade de se imputar ao defendente violação a seu dever de lealdade em relação ao acompanhamento da política de preços, visto que agiu dentro de sua competência, de modo absolutamente leal e diligente, monitorando mensalmente os indicadores a fim de verificar o alcance das metas aprovadas.

133. Acrescentou, ainda, que a acusação teria ignorado os requisitos legais para a configuração da falha no dever de lealdade. Fazendo referência a precedentes da CVM,[22] o defendente destacou que para configurar a falha no dever de lealdade, seria necessária a existência de uma situação na qual a companhia deixe de auferir benefício ou seja prejudicada por ato de um administrador, que transfere para si ou para terceiro tal benefício.

134. Contudo, a acusação teria deixado de apontar qualquer situação de conflito entre o defendente e a Companhia e de demonstrar em que sentido ele seria interessado em deixar de observar os preceitos da política de preços referendados pelo conselho. Por essa razão, a conduta do acusado não poderia ser questionada sob a ótica do descumprimento do dever de lealdade, visto faltar um elemento do tipo.

135. Em seguida, ressaltou que a acusação deixou de apontar o dolo do acusado na conduta questionada, requisito essencial para a configuração da falha no dever de lealdade – sendo mais um dos fatores que impediriam a responsabilidade do acusado.

136. Por fim, questionou a própria aplicabilidade do dever de lealdade na teoria da acusação. Ao analisar a peça acusatória, apontou que sua construção sequer partiu do entendimento de que a Petrobras teria sido prejudicada, limitando-se apenas a afirmar que a atuação do defendente teria induzido os investidores a erro.

---

[21] Nesse ponto, cita trechos dos votos proferidos pelo ex-diretor da CVM Luiz Antonio de Sampaio Campos, no âmbito do PAS CVM nº SP2001/0725 e pela ex-presidente da autarquia Maria Helena Santana no âmbito do PAS 03/2007 (fls. 2287-2288).
[22] O acusado aponta trechos do PAS 28/03, PAS 2005/1443 e PAS 01/2009 (fls. 2291-2292)

137. Contudo, os deveres fiduciários impostos pela Lei 6.404/76, sobretudo o dever de lealdade, estabeleceriam um dever dos administradores de agir em benefício ao interesse da companhia administrada e não ao do acionista individualmente considerado.

138. Desse modo, amparado por citações doutrinárias e jurisprudenciais, o acusado concluiu ser patente a impossibilidade de se caracterizar infração ao dever de lealdade no caso em questão, seja pela ausência de prejuízo à Companhia, seja porque o dever de lealdade não protege interesses individuais de acionistas minoritários.

Da Competência do Conselho de Administração

139. Segundo a defesa, a acusação teria ignorado o fato de que, nos termos do art. 33 do estatuto social da Petrobras,[23] o único órgão competente para realizar os reajustes nos preços dos combustíveis seria a diretoria e não o conselho de administração. Assim, se o conselho determinasse o aumento – o que nunca teria ocorrido na Companhia – estaria usurpando os poderes da diretoria.

140. O conselho teria poderes mais gerais acerca da condução dos negócios, não cabendo ao órgão participar do estabelecimento ou aprovação do preço dos produtos derivados de petróleo, mas sim à diretoria.

141. Conforme apontado pela defesa, tal entendimento seria corroborado pelo parecer jurídico interno da Companhia. Tal parecer teria elucidado que o procedimento de aumento dos preços **(i)** primeiramente passava pela gerência de negócios, a qual elaborava uma proposta de estrutura de preço, **(ii)** que era submetida a seu diretor de contato, **(iii)** para depois ser aprovada pela diretoria executiva da Petrobrás.

142. Ainda segundo o referido parecer, o poder do conselho se resumiria a uma "fixação da política global de gestão estratégica comercial" da Companhia, podendo limitar a liberdade da diretoria executiva. Contudo, a defesa sustentou que a política de preços tratada no processo não limitava, de qualquer forma, a atuação da diretoria no estabelecimento dos preços da gasolina e do diesel.

[23] Art. 33- Cabe à Diretoria Executiva:
(...)
II – aprovar:
(...)
c) política de preços e estruturas básicas de preços dos produtos da Companhia.

143. Reforçou, assim, que a política havia sido primeiramente aprovada pela diretoria e, após amplas discussões, seus princípios foram referendados pelo conselho. Em nenhum momento, portanto, o conselho de administração havia rejeitado proposta de aumento do preço da gasolina e do diesel.

144. A defesa alegou ainda que os pareceres externos contratados pela Companhia não haviam sido dissonantes do parecer interno no que concerne à definição das responsabilidades do conselho e da diretoria quanto à aprovação da política de preços.

145. Nesse ponto, salientou que nem mesmo os reclamantes que deram início ao processo discordaram do entendimento de que cabe à diretoria a decisão de reajustar os preços dos derivados do petróleo (fls. 15, 220 e 308).

146. Por fim, sublinhou que a responsabilidade do defendente, na qualidade de membro do conselho de administração da Companhia, deveria ser analisada dentro de sua esfera de competência, a qual não compreenderia o ajuste de preços dos derivados.

Da Ausência de Induzimento a Erro dos Investidores

147. A defesa sustentou que não teria fundamento o equivocado entendimento de que os conselheiros teriam induzido investidores em erro.

148. Para corroborar esse entendimento, destacou que o diretor de relações com investidores (DRI), responsável por realizar as comunicações oficiais da Companhia ao mercado, esteve presente em todas as reuniões do conselho de administração e não indicou, em nenhuma delas, a necessidade de se proceder qualquer tipo de comunicação acerca do não cumprimento dos Limites.

149. Assim, a ausência de questionamento por parte do DRI reforçaria o argumento de que não havia nada a ser informado ao mercado, visto que o conselho estava agindo de acordo com a política de preços por ele referendada, dentro de sua esfera de competência.

150. Adicionalmente, ressaltou que a Companhia sempre teve a preocupação de descrever detalhadamente seus fatores de risco, de modo que os investidores e o mercado tinham plena ciência de que o investimento na Petrobras era de alto risco e que a convergência dos valores dos produtos derivados do petróleo com os preços internacionais não ocorria simultaneamente, o que, muitas vezes, por questões macroeconômicas, podia acarretar prejuízos à Companhia.

151. Diante disso, o defendente não poderia ser acusado de suposta falha informacional ou induzimento dos investidores em erro.

Da Diferença de Tratamento dos Conselheiros pela Acusação

152. No entendimento da defesa, teria havido uma clara diferença de tratamento conferido pela acusação aos membros do conselho de administração da Companhia, tendo em vista que a conselheira e diretora presidente à época, M.G.F. não foi acusada no presente processo, apesar de ter votado em consonância com o acusado em todas as reuniões acostadas aos autos.

153. Destacou que, apesar de as deliberações serem colegiadas, a responsabilidade dos conselheiros era individual. Nessa linha, afirmou que em nenhum momento a conselheira teria se manifestado de forma distinta dos demais acusados, como ocorreu com os demais conselheiros cuja responsabilidade foi afastada pela área técnica.

154. Dessa forma, se a acusação não viu descumprimento do dever de lealdade por parte de M.G.F., não seria compreensível acusar os demais membros do conselho que votaram no mesmo sentido, assim como o defendente.

155. Argumentou, ademais, que a conselheira tinha competência para alterar os preços da gasolina, tendo em vista ocupar também cargo de diretora presidente da Companhia, o que tornaria sua conduta mais gravosa, reforçando a falta de justificativa e fragilidade da acusação formulada.

VI.C. DEFESA CONJUNTA DE GUIDO MANTEGA, MIRIAM APARECIDA BELCHIOR, FRANCISCO ROBERTO DE ALBUQUERQUE, LUCIANO GALVÃO COUTINHO E MÁRCIO PEREIRA ZIMMERMANN

156. Guido Mantega, Miriam Aparecida Belchior, Francisco Roberto de Albuquerque, Luciano Galvão Coutinho e Márcio Pereira Zimmermann apresentaram defesa conjunta (fls. 2320-2408).

157. Inicialmente, foi também feito um breve resumo sobre os fatos relacionados ao processo e as questões levantadas pela acusação. Em suma, a defesa apresentou argumentos semelhantes aos constantes da defesa de Sergio Franklin Quintella, notadamente:

(i) a prejudicial de mérito sobre a análise incompleta do período da política de preços;

(ii) a contextualização do momento econômico pelo qual passava a Companhia;

(iii) a complexidade do cumprimento dos Limites, que dependia de outras questões que não apenas o aumento dos preços, mas também do nível de produção, desinvestimentos e de questões macroeconômicas que fugiriam do controle da Companhia;

(iv) a ausência de competência do conselho de administração para aprovar a política de preços, que, nos termos do estatuto social da Petrobras, caberia à diretoria – entendimento que havia sido confirmado pelos pareceres jurídicos interno e externos solicitados pela Companhia;

(v) o fato de que, em momento algum, os conselheiros teriam rejeitado proposta da diretoria acerca do reajuste dos preços, tendo apenas referendado os princípios da política já aprovada por tal órgão;

(vi) a atuação cuidadosa e diligente dos membros do conselho de administração, ao acompanhar mensalmente os indicadores estabelecidos na política, debatendo exaustivamente princípios que estivessem de acordo com os interesses da Companhia, bem como questões relacionadas à situação financeira da Petrobras;

(vii) a inexistência de atraso na apreciação de política de preços e os equívocos cometidos pela acusação quanto à data de início da discussão sobre a política de preços, que teria ocorrido em agosto de 2013 e não em abril;

(viii) a análise das atas das reuniões do conselho de administração, resgatando a cronologia das discussões ocorridas, concluindo ter sido a análise da acusação parcial e equivocada, visto que os conselheiros estavam comprometidos com o alcance dos Limites, debatendo de forma diligente sobre a situação da Companhia;

(ix) as decisões do conselho no sentido de orientar a diretoria a acompanhar os Indicadores teriam sido justificadas e com fundamentos razoáveis, baseados em diversos fatores que levavam os defendentes a crer que os Limites conseguiriam ser alcançados no prazo estipulado pela política;

(x) a ausência de hierarquia entre os objetivos contidos na política de preços, tendo sido dois dos três objetivos atingidos mesmo antes de seu prazo final;

(xi) a ausência de induzimento a erro dos investidores, uma vez que (a) além de o conselho ter atuado de modo a conduzir a Petrobras a cumprir os Limites, (b) o DRI, presente em todas as reuniões, em nenhum momento indicou a necessidade de se proceder qualquer tipo de comunicação acerca do não cumprimento da política, e (c) a Companhia sempre divulgou ao mercado os fatos relevantes relacionados à política de preços e os fatores de risco a ela relacionados;

(xii) a ausência de preenchimento dos requisitos legais para configurar violação ao dever de lealdade, não havendo indicação de qualquer situação de conflito de interesse dos defendentes com a Companhia e nem em que sentido eles seriam interessados em

deixar de observar os preceitos da política de preços, tampouco comprovação de dolo pela acusação e ausência de prejuízos à Companhia; e

(xiii) a proteção da decisão quanto ao aumento de preços – cuja competência era da diretoria – pela *business judgement rule*, tendo em vista ter sido a decisão informada, refletida e desinteressada.

158. A defesa destacou, ainda, que, após a PFE ter analisado a questão e concluído pela impossibilidade de formular acusação direta sobre a política de preços, a SEP teria se utilizado "de raciocínio elaborado para tentar ultrapassar a questão e acusar (indevidamente, diga-se) os Defendentes por falha em seu dever de lealdade", contudo, ressaltou que a acusação não poderia, "por caminho enviesado, tentar formular Acusação sobre assunto do qual não possui competência, que é o mérito da política de preços" (fls. 2391).

159. Apontou, ainda, uma contradição da acusação, na medida em que afirmava que a discussão relevante para o processo dizia respeito à transparência da política de preços e não ao seu mérito ou sobre seus efeitos financeiramente considerados, mas ao longo do termo de acusação questionava justamente a suposta ausência de aprovação pelo conselho do aumento de preços.

160. Quanto à ausência de violação do dever de lealdade, a defesa apontou, ainda, que não seria possível, sem questionar a diligência do administrador – segundo os defendentes, incontroversa no presente caso – questionar sua suposta falta de lealdade, visto que tal dever seria um standard de conduta derivado do próprio dever de diligência.

161. Já no que tange à conduta dos defendentes, da mesma forma que a defesa de Sérgio Franklin Quintella, a defesa tratou da conduta dos acusados nas reuniões, destacando trechos retirados das atas, de modo a comprovar o compromisso dos conselheiros com os Limites e os amplos debates acerca da política de preços.

162. Destacou, assim, que diversas vezes se mencionou que os preços seriam aumentados, até mesmo diante do histórico de reajuste dos preços da gasolina e diesel, aprovados pela diretoria. Nesse ponto, mencionou existir, inclusive, recomendação expressa de Guido Mantega para que fosse realizado o aumento – respeitando a competência da diretoria –, fato que teria sido ignorado pela acusação, pois teria ocorrido na reunião de outubro de 2014.

163. Assim, segundo a defesa, em 6.11.2014, teriam sido aprovados pela diretoria aumentos de 3% para gasolina e 5% para o diesel, os quais foram solenemente ignorados pela acusação.

164. Ademais, a despeito de a acusação reiteradamente afirmar que a diretoria teria alertado diversas vezes acerca da necessidade de reajustes e que o conselho teria se oposto a tal iniciativa, a defesa apontou que não haveria em nenhuma ata proposta da diretoria para aumento dos preços.

165. Por fim, considerando que outros fatores, tais como o nível de produção e a conjuntura macroeconômica da época, contribuíram para o não cumprimento dos Limites, o PNG 2015-2019 foi divulgado com a revisão de tais limites.

VI.D. DEFESA DE JORGE GERDAU JOHANNPETER

Das Equivocadas Bases da Acusação

166. Inicialmente, a defesa (fls. 2409-2462) fez um breve resumo sobre bases sobre as quais foi formulada a acusação:

> **(a)** As metas para os Indicadores, constantes dos PNGs, consistiram em compromissos firmes da administração, gerando uma expectativa no mercado.
>
> **(b)** O conselho de administração teria intencionalmente se desviado desses compromissos, em razão da demora com relação à deliberação acerca da política de Preços.
>
> **(c)** A política de preços teria gerado no mercado uma expectativa de mudança de paradigma na forma com que a administração da Companhia conduzia os reajustes de preços, no sentido de buscar com mais afinco o retorno dos índices aos Limites dos PNGs.
>
> **(d)** A administração teria, em um segundo momento, se desviado intencionalmente das metas para os Indicadores, conduzindo a política de preços de modo contrário à indicação que transmitira ao mercado e mantendo o mercado em erro ao divulgar o PNG 2014-2018.

167. Em oposição à acusação, a defesa sustentou não ter havido desvio das metas pela administração da Companhia e, ademais, que não havia fatos concretos que justificassem tal entendimento. Diante disso, afirmou não ser possível admitir uma acusação "fundamentada em uma referência a um "vago e indefinido conjunto de fatos", sendo indispensável a referência a fatos específicos para que se possa cogitar de eventual condenação" (fl. 2415).

168. Em seguida, o defendente teceu considerações a respeito de sua trajetória acadêmica e profissional a fim de demonstrar que possuía pleno conhecimento dos deveres e responsabilidades de um administrador. Nas suas palavras: *"(...)chega a ser ofensiva a forma como a Acusação, sem base em qualquer evidência concreta, mas somente em sua leitura equivocada de um suposto conjunto dos fatos, imputa ao DEFENDENTE a quebra de seu dever de lealdade para com a Companhia."* (fl 2416).

169. Além disso, afirmou que a acusação não considerou de forma individualizada a sua situação, visto que permaneceu por pouco mais de um mês no conselho de administração da Companhia após a aprovação do PNG 2014-2018, o que teria impossibilitado o monitoramento do desenvolvimento de tal plano. A última reunião do órgão da qual participou havia sido em 21.3.2014.

170. Por não ocupar o cargo no conselho durante todo o período de acusação, o defendente pontuou que não deveria ser tratado de forma idêntica aos demais acusados. Ressaltou que teria deixado o cargo mais de um ano antes de terminado o prazo de 24 meses estipulado para o alcance dos Limites.

Do Real Sentido dos PNGs

171. A defesa criticou o entendimento da acusação, fundamentado no conteúdo de um comunicado ao mercado da Companhia divulgado em 29.10.2013, de que o PNG representaria um compromisso firme do defendente com a obtenção das metas para os Indicadores.[24]

172. Sobre esse assunto, afirmou se tratar de ponto muito específico e que o fato relevante que anunciou o PNG 2013-2017 informava a existência de "*um compromisso com o investment grade e com a não emissão de ações"*, o que não permitiria inferir a existência de um compromisso no PNG com a imediata observância dos Limites.

173. Assim, para a defesa, o simples fato de não se alcançar determinado percentual ao final de um dado ano não poderia ser visto como o resultado de um desvio intencional, uma vez que o planejamento constante do PNG havia sido realizado a longo prazo e não

[24] O referido comunicado ao mercado informava que "a Petrobras reafirma (...) que está totalmente descartada pela Administração da Companhia a emissão de novas ações. Conforme compromisso assumido em seu Plano de Negócios e Gestão 2013-2017, uma capitalização não está entre as opções analisadas pela Companhia para financiar seu plano de investimentos e, portanto, são infundadas as especulações sobre o tema" (fls. 2.418).

visando a resultados imediatos – tanto que constava dos PNGs a informação de que constituíam previsões refletindo expectativas de administradores.

174. Desse modo, as metas não eram compromissos vinculantes e não representavam objetivos a serem atingidos no curto prazo. Ao contrário, representavam um patamar ideal para os índices, independentemente das circunstâncias em que se encontrasse a Companhia.

175. Ademais, segundo a defesa, os PNGs eram planos quinquenais, renovados anualmente, de modo que não se justificava uma análise trimestral da conduta da administração. Isto é, o PNG não determinava o cumprimento dos Limites no curto prazo, tanto que no PNG 2014-2017, a previsão para o indicador de alavancagem ao final daquele ano estava acima da meta e isso não importou em alteração da meta.

176. Nesse sentido, ao entender que, uma vez extrapolado um dos Limites, seria imperativa a imediata atuação para ajustá-lo, a acusação partia de uma premissa equivocada.

177. Acrescentou que, no item 128 do termo de acusação, a SEP teria reconhecido que o PNG e os limites nele estabelecidos não seriam uma referência absoluta e que poderiam ceder diante do cumprimento dos fins para o qual a Companhia foi criada.

178. A defesa também apontou para a questão da adoção, desde julho de 2002, de uma política mais conservadora de reajustes de preços pela Petrobras. Isso teria levado o conselho de administração, em reunião de 20.9.2002, a reafirmar sua orientação no sentido de manutenção dessa política, tendo em vista a volatilidade da conjuntura à época.

179. Nesse ponto, destacou que a acusação reconheceu que a Companhia, em seus formulários de referência, informava que os reajustes em períodos de volatilidade não deveriam ser esperados e que a convergência dos preços praticados no Brasil com as referências internacionais deveria ocorrer no longo prazo.

180. A defesa sustentou, ainda, que o objetivo de atingir os Limites não seria mais importante do que a diretiva de não ajustar o preço em períodos de alta volatilidade, conforme divulgado ao mercado. Do mesmo modo, afirmou que o atendimento aos Limites tampouco seria mais relevante que a perspectiva de longo prazo deveria orientar a busca pela convergência de preços. Com efeito, a menção a certas metas no PNG não derrogaria o item 4 do formulário de referência, tampouco a finalidade intrínseca da Petrobras.

181. O defendente argumentou ainda que, estando o mercado devidamente informado acerca das expectativas em relação à companhia não se sustentaria a tese acusatória de que os investidores teriam sido induzidos em erro.

182. Pontuou, ainda, que não teria cabimento afirmar que as divulgações feitas pela Companhia dimensionavam adequadamente as expectativas dos investidores e, ao mesmo tempo, tratá-las como atenuantes para uma conduta supostamente irregular, quando, na verdade, demonstravam a ausência de conduta irregular.

183. Ademais, destacou o defendente que, enquanto esteve no conselho, agiu de forma a promover uma harmonização de todos os objetivos que foram divulgados ao mercado, sobretudo o de atingir os Limites no prazo e preservar o mercado consumidor da volatilidade dos preços.

184. Em seguida, a defesa alegou ainda que diversas matérias jornalísticas (fls. 2471-2482) revelaram que os investidores formaram seu conhecimento corretamente a respeito do desenvolvimento dos PNGs, estando perfeitamente informados do que estava sendo praticado e de que o investimento na Companhia deveria ser realizado com vistas a longo prazo.

185. Nesse sentido, as reportagens não interpretavam as metas como compromissos e expunham que a situação da Companhia não seria estabilizada no curto prazo, destacando, ainda, que mesmo que houvesse reajuste de preços, não seria suficiente para deixar a companhia em níveis confortáveis, apenas amenizando a piora na relação de endividamento (fls. 2429).

186. Sustentou que a imprensa continuou expondo os riscos financeiros da Companhia ao longo do tempo, de modo a difundir amplamente a leitura sobre a possibilidade de a Petrobras não atingir, no curto prazo, suas próprias metas.

187. Diante disso, a defesa argumentou que seria insustentável alegar que os administradores haviam induzido o mercado em erro com a aprovação dos PNGs, considerando que os investidores estiveram, todo o tempo, devidamente informados sobre os riscos que circundavam o adimplemento das metas – que não representavam compromisso de curto prazo da Companhia.

188. Complementou que a possível maior prova de ausência de expectativa diversa por parte do mercado seriam justamente as críticas a respeito dos preços cobrados. Assim, ainda que se critique a postura cautelosa do conselho, ao acompanhar o câmbio e as

projeções futuras para os Indicadores, não se pode dizer que tal postura não correspondia à indicação que o conselho havia passado ao mercado.

Suposta Demora Na Fixação Da Política De Preços E Na Alteração Dos Preços Dos Derivativos

189. Outro ponto questionado pela acusação foi a suposta demora do conselho em implementar a política de preços. Para a defesa, não deveria haver questionamentos acerca do atraso para a deliberação sobre a política, tendo em vista a inexistência de prazo para apreciação da questão e a necessidade de a administração levar o tempo adequado para tomar uma decisão refletida e bem informada.

190. O Conselho de Administração decidiu, a partir de uma série de discussões sobre os princípios da Política de Preços, não alterar as metas constantes do PNG 2013-2017, mas reiterá-las por um prazo de 24 meses até que os Indicadores retornassem aos Limites. No momento em que estes foram excedidos, iniciou-se debate acerca da aparente necessidade de reajustar os preços para atingir as metas, em contraposição com a perspectiva de longo prazo que orientava a política de reajustes da Companhia.

191. Na sequência, a defesa destacou a postura ativa do acusado apontando trechos retirados das atas das reuniões do conselho de administração em que se discutiu a política de preços (fls. 295 e 297/315-316/339). Nesse sentido, o defendente afirmou que teria ponderado todos os fatores relevantes ao deliberar sobre a matéria.

192. Em contraponto ao argumento da acusação de que os conselheiros já estariam familiarizados com o tema da política de preços, o acusado argumentou que isso não significaria que todos houvessem alcançado uma conclusão certa e uniforme a esse respeito.

193. Quanto à questão dos custos incorridos na suposta demora da decisão, o acusado destacou que o impacto financeiro sofrido pela Companhia, a fim de cumprir sua finalidade pública, não podia ser considerado prejuízo. Além disso, apontou que a própria SEP reconheceu[25] que a Petrobras apresentou lucros significativos e que as perdas decorrentes da defasagem de preços tenderiam a se tornar menos relevantes, o que afastaria a ideia de desnaturação da Companhia como entidade empresarial.

[25] RA/CVM/SEP/GEA-3/Nº16/15.

194. Segundo o acusado, o reconhecimento da importância do tempo na resolução da questão estaria expresso em sua manifestação apresentada na reunião do conselho de 25.10.2013, quando destacou ser favorável a "haver tempo, mas o mais curto possível, para que haja uma construção conjunta da nova política pela Diretoria executiva e o Conselho de Administração" (fl. 339), demonstrando sua diligência. De todo modo, a acusação não poderia substituir-se aos administradores nos atos próprios de gestão da Companhia, pretendendo definir o tempo adequado para a tomada de decisão acerca de um tema complexo como a política de preços.

195. Salientou, ainda, que, a despeito de o conselho ter referendado a política de preços na reunião de 29.11.2013, nos termos do estatuto social da Petrobras, os reajustes específicos de preços eram competência da diretoria.

196. Igualmente às defesas anteriores, afirmou que o assunto deveria ser analisado sob o prisma da *business judgment rule*, citando doutrina e precedentes que cuidam da regra. Concluiu, assim, que a suposta demora na deliberação relativa à política de preços representou, na verdade, processo absolutamente necessário para que o conselho cumprisse sua função de tomar, de maneira desinteressada, uma decisão devidamente informada e refletida.

Coerência entre Limites, Política de Preços e Expectativa

197. A defesa apontou, ainda, a existência de contradição na acusação. Isso porque, de um lado, a SEP afirmou que o reajuste de preços ocorrido em 29.11.2013 juntamente com a aprovação da política de preços teria levado o mercado a percebê-lo como fruto de uma política distinta, mas, por outro lado, a acusação afirma que a única distinção perceptível na política seria o prazo de 24 meses para o retorno dos Indicadores aos Limites.

198. Segundo a defesa, não se buscou uma mudança de paradigma na abordagem da matéria e nem foi essa a percepção do mercado. Na verdade, conforme reconhecido no termo de acusação, a única distinção perceptível entre a política de preços e a forma com que a administração conduzia a matéria era o prazo de 24 meses.

199. A Defesa ressaltou, inclusive, que não faria sentido, naquele momento, adotar mudança de postura quanto à política de preços. Isso porque a Contribuição de Intervenção no Domínio Econômico ("CIDE"), incidente sobre a importação e a comercialização de petróleo e seus derivados, havia, na época dos fatos, chegado a 0%

tanto para gasolina como para diesel. Conforme explica a defesa, tal tributo funcionava como uma ferramenta para manter a estabilidade dos preços para os consumidores, de modo que o governo federal diminuía a CIDE quando a Companhia aumentava seus preços.

200. Assim, como a redução da CIDE não poderia mais ser usada na compensação do aumento do preço dos derivados de petróleo, os reajustes dos preços praticados pela Petrobras representariam um impacto maior sobre o consumidor doméstico, além de repassar volatilidade internacional, contrariamente ao objetivo anunciado pela Companhia. Ressaltou que tais informações haviam sido divulgadas no formulário 20-F.

201. Dessa forma, entendeu que não houve frustração da suposta expectativa do mercado no sentido de esperar que a Companhia reformulasse a política de reajustes, tornando-a mais agressiva. Nas suas palavras "(...) *o objetivo da Política de Preços era conferir maior previsibilidade ao alinhamento dos preços com as referências internacionais, e não identidade instantânea*." (fl. 2443).

202. Nesse sentido, também era objetivo da política de preços "não repassar a volatilidade dos preços internacionais ao consumidor doméstico".

Busca do Conselho de Administração pela Conciliação Prática dos Objetivos da Política de Preços

203. A defesa constatou que, apesar de tomar ciência das projeções negativas para os Indicadores, o conselho de administração optou por não deliberar imediatamente, sem refletir ou analisar, a respeito do reajuste de preços e, muito menos, sem considerar a competência privativa da diretoria quanto à matéria.

204. Nas reuniões do conselho que ocorreram desde 26.4.2013 até a saída do defendente, a defesa afirmou que ocorreram debates construtivos sobre a melhor forma de conciliar todos os objetivos da política. De um lado, havia a necessidade de reajustar os preços para atingir as metas do PNG 2013-2017, e de outro havia a postura cautelosa que, desde 2002, orientava a política de reajustes a não repassar a volatilidade dos preços internacionais ao mercado interno.

205. Predominava, contudo, no conselho uma expectativa positiva em relação ao cumprimento das metas para os Indicadores no longo prazo, o que a defesa reforçou trazendo trechos das atas das reuniões em que o assunto foi discutido.

206. Apontou, assim, que o conselho atuava em outras frentes – tanto pelo aumento de produção quanto pela substituição da importação por fornecedores nacionais – voltadas a diminuir a dependência da Companhia em relação ao produto importado, de modo a reduzir a sua exposição ao câmbio e às oscilações do preço praticado no exterior.

207. Na reunião no dia 25.2.2014, em apresentação intitulada "Resultados e Relatório de Desempenho Empresarial da Petrobras – Exercício de 2013", foi destacado o crescimento da produção de derivados, maximizando a produção de gasolina e diesel (fl. 415). Desse modo, ao aprovar o PNG 2014-2018, reiterando os Limites dos Indicadores, o conselho de administração não possuía como única e exclusiva premissa a existência da projeção segundo a qual havia baixa probabilidade do retorno dos Limites em 24 meses.

208. A defesa reconhece que havia uma projeção de que era baixa a probabilidade de retorno, dentro dos 24 meses, dos Indicadores aos Limites estabelecidos, mas destacou que o conselho estava lidando com cenário muito mais amplo do que o recorte feito pela administração, havendo legítima expectativa de que os Indicadores convergissem ao limite.

209. Outros fatores eram considerados pelo acusado, tais como **(i)** a mudança estrutural da posição da companhia de importadora para exportadora líquida ao final de 2015; **(ii)** o aumento de produção; **(iii)** existência de novos investimentos; **(iv)** possibilidade de melhora no cenário cambial, em função da política do FED; e **(v)** exequibilidade do Plano Estratégico 2030 (fl. 426).

210. Assim, como mencionado pela própria acusação, havia um clima de otimismo quanto à convergência dos Indicadores aos Limites, de modo que seria insubsistente a tese da acusação de que o defendente optou por conduzir a política de preços de maneira a tornar o cumprimento das metas improvável.

211. Ao contrário, segundo a defesa, seria possível observar das atas das reuniões que o defendente, acreditando na possibilidade de cumprimento das metas, conduziu a política de forma cautelosa e diligente, em linha com a orientação estabelecida em 2002.

212. Assim, não seria possível imputar ao acusado responsabilidade por violação ao dever de lealdade, na medida em que esse teria se cercado de estudos e discutido as questões de maneira atenta e vigilante, acreditando que o rumo dos negócios atingiria o escopo da política, o que atrairia a *business judgment rule*.

213. Nesse sentido, parte dos fatores considerados pelos conselheiros na condução da política veio a se mostrar verdadeira, tendo em vista reportagem divulgada em 15.10.2014 informando que a queda no preço internacional do petróleo e câmbio teria anulado a defasagem local da gasolina, o que foi reconhecido no item 176 do termo de acusação.

214. Ademais, a defesa rebateu o argumento da acusação no sentido de que a administração não poderia embasar suas ações em previsões sobre eventos futuros alheios ao seu controle.

215. A esse respeito, afirmou que se fosse esse o caso, não poderia tampouco reajustar os preços com base nas projeções apresentadas pela diretoria que apontavam para o não atendimento das metas para os Indicadores, visto que seriam também eventos futuros e alheios ao seu controle. Assim, considerando o entendimento da SEP de que tais circunstâncias futuras deveriam legitimar uma ação, ainda que prematura e açodada, indagou por que não poderiam legitimar uma omissão bem informada.

A Acusação, em Essência, é por Deixar de Aumentar os Preços

216. No entendimento da defesa, a acusação, no fundo, diria respeito simplesmente ao fato de não ter sido votado o reajuste dos preços da gasolina e do diesel. Para disfarçar, a área técnica sustentou que a conduta foi contrária ao que fora divulgado ao mercado, fato que na visão da defesa já teria se provado inverídico pelos argumentos apresentados.

217. Completou ainda que *"(...) se o DEFENDENTE tivesse, de fato, reajustado os preços da forma açodada e irrefletida proposta pela Acusação, contra o disposto no estatuto social que atribuía tal competência à Diretoria – a despeito do interesse público (incorporado ao interesse social) que a Lei 9.478/97 lhe impõe observar –, estaria, aí sim, violando o seu dever de lealdade (...)."* (fl. 2456), além de agircontrariamente ao objetivo da política de não repassar a volatilidade dos preços ao consumidor.

218. Acrescentou que, embora não fosse competência do conselho de administração e não houvesse um dever de ajustar os preços para atingir os Limites, houve diversos aumentos antes e durante o período da acusação.

Observância do Dever de Lealdade

219. A defesa afirmou, citando o entendimento da CVM no PAS nº 01/2009,[26] que eventual violação ao dever de lealdade teria por premissa a priorização de outro interesse que não o da companhia.

220. Nesse aspecto, como as defesas anteriores, argumentou que, para imputar aos administradores a responsabilidade pela infração ao dever de lealdade, a acusação deveria comprovar que eles agiram com o intuito de auferir benefício para si ou para terceiros e, mais ainda, que agiram com dolo – o que não havia sido feito.

221. Concluiu, assim, que a acusação não havia identificado nenhum dos requisitos para caracterizar a infração ao dever de lealdade, de modo que a tipificação aplicada ao defendente seria inadequada.

222. Tampouco seria possível sustentar a violação ao dever de diligência, uma vez que, conforme comprovado, o defendente havia discutido, analisado estudos e ponderado o momento adequado para implementar suas decisões.

223. Por fim, sustentou que o defendente não deveria ser punido, tendo em vista a falta de comprovação do dolo e do benefício próprio ou de terceiros.

VII. DISTRIBUIÇÃO DO PROCESSO

224. Em reunião do Colegiado ocorrida no dia 13.10.2015, fui sorteado relator deste processo (fl. 2499).

VIII. MANIFESTAÇÕES COMPLEMENTARES

225. Em 8.3.2016, Guido Mantega, Miriam Aparecida Belchior, Francisco Roberto de Albuquerque, Luciano Galvão Coutinho e Márcio Pereira Zimmermann apresentaram manifestação complementar à defesa (fls. 2548-2554)

226. Em tal manifestação reforçaram o argumento de que o atingimento dos Limites não dependia apenas do preço praticado (cujo reajuste era de competência da diretoria), sendo afetado também por questões macroeconômicas, como o câmbio o preço do óleo Brent.

[26] Rel. Dir. Roberto Tadeu.

227. Salientaram que os objetivos estabelecidos pelo PNG 2013-2017 também abarcavam **(i)** alcançar em prazo compatível a convergência de preços e **(ii)** não repassar a volatilidade dos preços internacionais ao consumidor doméstico. Assim, a despeito de os Limites não terem sido atingidos, os outros dois objetivos foram devidamente alcançados pela Companhia no prazo fixado.

228. Trouxeram, ademais, dois fatos novos que corroborariam sua tese de defesa: a queda do preço do barril de petróleo e o aumento da desvalorização do real frente ao dólar. Tais questões foram manchete de diversas matérias jornalísticas, as quais, assim como a defesa, apontavam que: **(i)** com a queda do preço de petróleo, os preços da gasolina e do diesel no Brasil encontravam-se substancialmente mais altos que os praticados no mercado internacional; e **(ii)** a alta da cotação do dólar tem consequências negativas para a Companhia, visto que grande parte de seu endividamento não é em real.

229. Em razão da baixa no preço do petróleo e do não repasse da volatilidade ao mercado doméstico, naquele momento a Companhia estava se beneficiando da ausência de repasse. Apontaram, assim, que se a tese da acusação estivesse correta, não apenas a Petrobras deveria ter aumentado o preço dos derivados quando os preços internacionais estavam maiores que os do mercado interno, como também, naquele momento, deveria diminuir consideravelmente os preços de tais produtos – o que seria contraditório com o PNG e com a política de preços, que tem como um dos objetivos o não repasse da volatilidade ao mercado interno.

230. Por fim, concluíram que a análise da conduta dos defendentes deveria ter sido feita considerando um horizonte de longo prazo – o que poderia ter evitado a instauração deste processo sancionador.

231. Adicionalmente, Luciano Coutinho apresentou, na mesma data, manifestação individual, por meio da qual buscou reafirmar sua tese de que os membros do conselho de administração da Petrobras não tinham competência para realizar os ajustes nos preços dos combustíveis (fls. 2567-2569).

232. Transcreveu, assim, trecho da ata de reunião do órgão realizada em 30.9.2015, em que se tratou do assunto:

> "Sobre a Política de preços de combustíveis, o Conselheiro Roberto da Cunha Castello Branco manifestou **que a Diretoria Executiva adotou um passo importante ao**

> **decidir pelo aumento nos preços de venda nas refinarias da gasolina e do diesel, que entrou em vigor a partir da 0:00h do próprio dia 30/09/2015**, (...)
> O Conselheiro Roberto da Cunha Castello Branco **comentou que o estatuto social da Petrobrás diz de forma clara que a competência para aprovar política de preços é da Diretoria Executiva** e que o Comitê estava apenas fazendo uma sugestão na matéria, por sua relevância para a Companhia, mas que a decisão é da Diretoria Executiva; prosseguiu manifestando que preços de produtos, em qualquer empresa, são de competência da Diretoria e que o papel do Conselho é aconselhar os Diretores, mas não decidir a questão."(grifos no original, fls. 2568)

233. Em 24.2.2017, Guido Mantega, Miriam Aparecida Belchior, Francisco Roberto de Albuquerque, Luciano Galvão Coutinho e Márcio Pereira Zimmermann apresentaram nova manifestação com o intuito de, por meio de fatos novos, reforçar o argumento de que a competência para aprovação da política de preços era da diretoria.

234. Nesse sentido, transcreveram fato relevante divulgado pela Companhia em 14.10.2016 sobre a aprovação de nova política de preços que teria corroborado tal entendimento:

> "A aprovação da política de preços e estruturas básicas de preço dos produtos da Petrobrás é competência da Diretoria Executiva, segundo o art. 34 do Estatuto Social da Companhia."

235. Apontaram, ainda, declaração do diretor presidente à época no sentido de que tal alteração da política de preços não teria sido objeto de aprovação pelo conselho de administração.

IX. DILIGÊNCIAS ADICIONAIS

236. Em 12.7.2018, tendo em vista a existência de inquéritos administrativos em curso perante a Superintendência de Processos Sancionadores – SPS cujo objeto compreenderia a investigação de conduta de administradores da Petrobras, proferi despacho àquela superintendência solicitando o encaminhamento de eventuais provas coletadas no âmbito de tais inquéritos que pudessem guardar relação com o objeto do presente processo (fls. 2751).

237. Em atendimento à referida solicitação de diligência, a SPS informou não ter encontrado provas nos autos de tais inquéritos relacionadas às discussões objeto do presente processo que já não estivessem nele autuadas (fls. 2753).

238. Por sua vez, em 31.10.2018, solicitei à Superintendência de Relações com Investidores Institucionais – SIN que providenciasse o acostamento aos autos de relatórios de análise que houvessem sido elaborados no período de novembro de 2013 a setembro de 2014 – o que foi devidamente atendido.

239. Em seguida, as partes foram intimadas a se manifestarem acerca das novas provas acostadas aos autos.

X. MANIFESTAÇÕES SOBRE AS NOVAS PROVAS ACOSTADAS AOS AUTOS

240. Em 21.11.2018, todos os Acusados, com exceção de José Maria Ferreira Rangel, apresentaram manifestação (fls. 2.787-2.830).

241. Além de reiterar todos os argumentos já apresentados em suas defesas, os Acusados sustentaram que os relatórios de análise acostados aos autos comprovariam o desacerto da Acusação, deixando nítido não ter havido, em nenhum momento, prejuízo ao mercado, ausência de comunicação correta acerca da política ou indução a erro.

242. Isso porque, segundo afirmam, os relatórios de análise demonstrariam com clareza que quando a política de preços foi divulgada ao final de 2013, o mercado teria assimilado perfeitamente o fato de que ela não estabelecia paridade instantânea ou reajustes periódicos ou automáticos, tendo sido tampouco sua metodologia divulgada, o que foi objeto de crítica pela maioria dos analistas. Para embasar tais afirmações, os Acusados citam trechos dos relatórios.

243. Novamente citando trechos dos relatórios de análise, os Acusados alegaram que o aumento de preços implementado na data de aprovação da política não gerou expectativas no mercado quanto a novos aumentos nos próximos meses. Nos termos da manifestação, a leitura do mercado era a de que, se houvesse aumento de preços ainda em 2014, eles se dariam após as eleições, como efetivamente ocorreu.

244. Acrescentaram que a política previa que a paridade de preços seria alcançada no prazo de 24 (vinte e quatro) meses, evitando-se a volatilidade. Nesse sentido, em linha com a literalidade da política divulgada, o mercado teria compreendido perfeitamente que a paridade somente seria alcançada em 2015. Novamente, tais afirmações foram acompanhadas de trechos dos relatórios de análise.

245. Reiteraram, ademais, o argumento já apresentado nas defesas de que não apenas o aumento dos preços dos combustíveis deveria ser considerado para o alcance das metas impostas pela Companhia, mas também o aumento de produção – que era de suma importância –, os efeitos do câmbio e o preço do óleo Brent. Todas essas questões, segundo afirmam os Acusados, foram analisadas e consideradas pelo mercado.

246. Ademais, os Acusados alegaram que a própria acusação reconheceria que, nas apresentações realizadas ao mercado, a Petrobras admitia que a paridade de preços com os praticados internacionalmente não ocorreria em 2014. Assim, trabalhava com a perspectiva firme de aumento de produção com base na programação de entrada em operação de várias plataformas em 2014 e 2015 e de aumento da capacidade de refino ainda em 2015.

247. Reiteraram, ainda, os argumentos já expostos nas defesas, quanto ao equívoco da acusação na aplicação do dever de lealdade ao presente caso. Por fim, solicitaram novamente sua absolvição.

É o relatório.

Rio de Janeiro, 13 de dezembro de 2018.

Pablo Renteria

DIRETOR RELATOR