



MINISTÉRIO DA FAZENDA
CONSELHO DE RECURSOS DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL

416ª Sessão

Recurso 13.703

Processo 10372.000141/2016-23

Processo na primeira instância CVM IA2008/02

RECURSO VOLUNTÁRIO

RECORRENTE: PAULO PEDRÃO RIO BRANCO

RECORRIDO: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

RECURSO DE OFÍCIO

RECORRENTE: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

RECORRIDO: PAULO PEDRÃO RIO BRANCO

RELATOR: CARLOS PAGANO BOTANA PORTUGAL GOUVÊA

ADVOGADO: HUGO LEONARDO TEIXEIRA - OAB/MG 82.451

EMENTA: RECURSOS VOLUNTÁRIO E DE OFÍCIO. Não divulgação de empréstimos entre partes relacionadas nas demonstrações sociais dos exercícios de 2003 e 2004. Recurso voluntário não provido. Descumprimento de dever de diligência. Aplicação do teste da *entire fairness*. Provimento ao recurso de ofício. Multas.

ACÓRDÃO CRSFN 202/2018

Vistos, relatados e discutidos os presentes autos, os membros do Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional decidem:

1. conhecer dos recursos, por unanimidade, com base no voto do Relator;
2. rejeitar a preliminar de nulidade processual, por unanimidade, com base no voto do Relator;
3. **negar provimento ao recurso voluntário** de PAULO PEDRÃO RIO BRANCO, por maioria, nos termos do voto do Relator, mantendo a penalidade de multa no valor de R\$100.000,00 (cem mil reais) pelo cometimento da infração de não divulgação do empréstimo contratado com partes relacionadas em notas explicativas às demonstrações financeiras de Brasil Telecom S/A referentes aos exercícios sociais de 2003 e 2004. Vencido o Conselheiro Francisco Papellás Filho, que votou pelo provimento parcial do recurso, para convolar a penalidade de multa em advertência;
4. **dar provimento ao recurso de ofício** da CVM em relação ao acusado PAULO PEDRÃO RIO BRANCO, por maioria, nos termos do voto do Relator, convolvando o arquivamento em multa no valor de R\$200.000,00 (duzentos mil reais), pelo cometimento da infração de descumprimento do dever de diligência. Vencidos os Conselheiros Francisco Papellás Filho e Thiago Paiva Chaves, que votaram pelo desprovimento do recurso.

Acompanharam integralmente o voto do Relator, por seus fundamentos, os Conselheiros Sérgio Cipriano dos Santos, Antonio Augusto de Sá Freire Filho e Ana Maria Melo Netto Oliveira.

Acompanharam as conclusões do voto do Relator os Conselheiro Alexandre Henrique Graziano e Otto Eduardo Fonseca de Albuquerque Lobo, adotando, como razões de decidir, os fundamentos

apresentados na declaração de voto do Conselheiro Alexandre Henrique Graziano.

Participaram do julgamento os Conselheiros Carlos Pagano Botana Portugal Gouvêa, Thiago Paiva Chaves, Francisco Papellás Filho, Sérgio Cipriano dos Santos, Alexandre Henrique Graziano, Antonio Augusto de Sá Freire Filho, Otto Eduardo Fonseca de Albuquerque Lobo e Ana Maria Melo Netto Oliveira. Impedida a Conselheira Adriana Cristina Dullius. Presente o Senhor Representante da Procuradoria-Geral da Fazenda Nacional Dr. Euler Barros Ferreira Lopes, que reiterou os pareceres escritos que constam nos autos para opinar pela rejeição da arguição de nulidade processual, pelo desprovimento do recurso voluntário e pelo provimento do recurso de ofício.

Brasília, 21 de agosto de 2018.



Documento assinado eletronicamente por **Ana Maria Melo Netto Oliveira, Conselheiro(a) Presidente**, em 21/12/2018, às 09:04, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



A autenticidade deste documento pode ser conferida no site http://sei.fazenda.gov.br/sei/controlador_externo.php?acao=documento_conferir&id_orgao_acesso_externo=0, informando o código verificador **1254312** e o código CRC **04755416**.



MINISTÉRIO DA FAZENDA
CONSELHO DE RECURSOS DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL

Recurso 13703

Processo 10372.000141/2016-23

Processo na primeira instância CVM IA2008/02

RECURSO VOLUNTÁRIO

RECORRENTE: PAULO PEDRÃO RIO BRANCO

RECORRIDO: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

RECURSO DE OFÍCIO

RECORRENTE: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

RECORRIDO: PAULO PEDRÃO RIO BRANCO

RELATOR: CARLOS PAGANO BOTANA PORTUGAL GOUVÊA

RELATÓRIO

I. Objeto

1. Trata-se de recursos de ofício e voluntário interpostos perante o Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (“CRSFN”) a fim de reformar a decisão proferida pela Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) em 5 de março de 2013, que absolveu o Recorrente da acusação de descumprimento de dever de diligência, disposto no art. 153 da Lei nº 6.404/1976 e condenou-o ao pagamento de multa no valor de R\$ 100.000,00 (cem mil reais) pela não divulgação do empréstimo contratado com partes relacionadas em notas explicativas às demonstrações financeiras dos exercícios sociais de 2003 e 2004, conforme disposto na Deliberação CVM nº 26/1986.

II. Evolução temporal

2. Preliminarmente, vale repassar a evolução temporal do presente Recurso desde a instauração do processo pela CVM, conforme a tabela abaixo:

Evento	Data	Fls.
Fatos	2003 e 2004	12.421 a 12.576
Proposta de Instauração	08/04/2008	1 a 65
Apresentação de defesa	09/09/2011	12.629 a 12.744
Decisão	05/03/2013	12.867 a 12.919
Intimações	24/04/2013	12.128 a 12.130 e 12.139
Autuação CRSFN	29/07/2013	13.031
Despacho à PGFN	24/08/2016	-
Parecer PGFN/CAF/CRSFN/Nº 086/2017	23/10/2017	-

III. Descrição das Ocorrências

3. O presente processo foi instaurado em 8 de abril de 2008, por meio da Portaria/CVM/SGE/Nº90, como fruto de denúncias recebidas pela CVM, surgidas após a substituição da administração da Brasil Telecom Participações S.A. e Brasil Telecom S.A.. A proposta de abertura elaborada pela Superintendência de Relações com Empresas – SRE apontou 7 (sete) pessoas físicas que participavam ou administravam as sociedades envolvidas nos fatos em apuração.
4. Em 16 de maio de 2011, após apuração dos fatos, a Superintendência de Processos

Sancionadores e Procuradoria Federal Especializada junto à CVM (“PFE-CVM”) apresentaram o relatório do processo administrativo sancionador, que concluiu terem ficado configuradas irregularidades decorrentes dos atos praticados pelo Recorrente e por mais duas pessoas físicas, que exerciam o cargo de conselheiros na Brasil Telecom Participações S.A. e na Brasil Telecom S.A (fls. 12.421 a 12.576).

5. Como os demais acusados celebraram termo de compromisso com a CVM ao longo de processo, considerando o princípio da economia processual, este relatório narrará os fatos concentrando-se no que diz respeito ao Recorrente.
6. Em relação ao Recorrente, o relatório do processo administrativo investigou irregularidades envolvendo o empréstimo concedido à Highlake International Business Company Ltd. (“Highlake”), sociedade situada em Cayman, cujos sócios eram Opportunity Fund, com 47.500 (quarenta e sete mil e quinhentas) ações, e CVC/Opportunity Equity Partners L.P., com 2.500 (duas mil e quinhentas) ações.
7. Em resumo, em 2002 foi constituído o Telecom Capital Fund (“TCF”), fundo de sediado nas Antilhas Holandesas destinado à realização de operações financeiras no exterior e investimento estratégicos de serviços e telecomunicações fora do Brasil. O fundo era dividido em ações de classe A e B, sendo as primeiras sem direito de voto e as segundas, com. Por exigências legais, as ações de classe B eram detidas pela Teruro N.V., empresa representante local do TCF, que respeitava determinações indiretamente enviadas pela BT, por meio da Link Ventures Inc., sociedade constituída em Nassau, nas Bahamas, constituída também pela BT.
8. Então, após sua constituição, o TCF adquiriu 3 (três) notas promissórias emitidas pela Highlake, com data de emissão de 30 de janeiro de 2003 e 19 de março de 2003, com valor global de US\$ 43.000.000,00 (quarenta e três milhões de dólares dos Estados Unidos da América, com previsão de remuneração pela LIBOR + 1,5% (um inteiro e meio por cento).
9. A CVM iniciou as investigações buscando apurar se o Recorrente estaria envolvido nas seguintes irregularidades: (a) a perda da oportunidade negocial pela BT relativamente à aquisição da participação na Telpart; (b) o cabimento da decisão de investimento realizado, pela BT, no TCF; e (c) a razoabilidade do empréstimo concedido pelo TCF à Highlake.
10. Após as investigações, a CVM descartou a hipótese de o Opportunity ter usurpado oportunidade negocial na compra de participação da TIW, por considerar que ficaram provadas razões de cunho regulatório e relativas às circunstâncias que envolviam as atividades da TIW à época.
11. Contudo, o relatório acusou o Recorrente de descumprimento de dever de diligência previsto no Art. 153 da Lei nº 6.404/1976 por ter realizado a *“contratação do empréstimo sem a exigência de qualquer garantia por parte do tomador, o que expôs a BT a um risco excessivo”*. Para a acusação, isso se justifica porque as notas promissórias foram redigidas apenas pela Highlake e o Recorrente não contestou em nenhum momento seu conteúdo, e como a falta de garantias neste tipo de operação não é usual, estaria demonstrado que o Recorrente não fez a análise pertinente antes de prosseguir com a operação.
12. Em relação à não publicação do empréstimo nas demonstrações financeiras de 2003 e 2004, a acusação entendeu insuficiente que a operação tenha constado em tais documentos apenas como *hedge*, já que, na verdade, tratava-se de uma transação com partes relacionadas, uma vez que TCF e Highlake eram vinculadas ao mesmo grupo controlador – o grupo Opportunity. Assim, de acordo com a Deliberação CVM nº 26/1986, tal informação deveria ter constado nas demonstrações financeiras dos referidos exercícios sociais como nota explicativa.
13. Diante da conclusão do relatório, em 14 de junho de 2011, foi expedida intimação para apresentação de defesa no prazo de 30 (trinta) dias (fls. 12.585). O Recorrente apresentou sua defesa tempestivamente, solicitando que fosse afastada a sugestão de sua responsabilização e que seja julgado inocente, afastando-se qualquer penalidade administrativa. Nesta oportunidade, argumentou que (fls. 12.629 a 12.744):

- a. o Recorrente enquanto Diretor Financeiro da BT sempre observou seus deveres de lealdade e diligência, atuando com boa-fé e eficiência para com a companhia e jamais praticou qualquer ato que violasse a Lei ou o estatuto social da sociedade;
- b. durante o período que ocupou seu cargo na BT buscou aprimorar o desempenho da companhia, o que foi, inclusive, reconhecido internacionalmente;
- c. como deixou de exercer sua função desde 2005, teve dificuldade de acessar os documentos que lhe serviriam para sua defesa;
- d. as denúncias feitas pela nova administração da BT à CVM fazem parte do contexto de disputa societária, que foi solucionada em 2008, de modo que as denúncias, consequentemente, perdem as motivações financeiras e política de forma definitiva a partir de então;
- e. a operação Highlake teve dupla função: além de investimento bastante atrativo, caracterizou operação de *hedge* para garantia de pagamento de dívidas internacionais;
- f. quatro fatores justificam o empréstimo concedido: (i) apenas o Grupo Opportunity poderia adquirir da TIM as ações da Telpar, já que o interesse de venda envolvida a conclusão da disputa judicial que a TWI encontrava-se junto com o Opportunity; (ii) a BT não poderia adquirir diretamente participações em companhias de telecomunicações de acordo com a regulação da ANATEL; (iii) os sócios da Highlake eram grandes investidores e o fato de as NP serem constituídas nos Estados Unidos permitia o alcance dessas empresas em caso de inadimplemento; e (iv) o BT encontrava-se em uma excelente situação de caixa;
- g. a ausência da previsão escrita de conversibilidade das notas promissórias não fragiliza a operação, pelo contrário, contribui para que ela se viabilize, pois afasta o risco de contestação;
- h. inegavelmente a composição do quadro social da Highlake pode ser considerada garantia da operação;
- i. a operação não causou danos à BT, mas sim, gerou retornos importantes, inclusive reconhecidos pela Área Técnica da CVM;
- j. a atuação do Recorrente deve ser analisada aplicando-se a *business judgement rule*, que prevê que a CVM não deve entrar no mérito de decisões que tenham sido informadas, refletidas e desinteressadas;
- k. ao contrário do que afirma o relatório, o Recorrente procedeu à análise acurada da operação, constatando que, na realidade, a Highlake contava com US\$ 22.000.000,00 (vinte e dois milhões de dólares dos Estados Unidos da América), a título de contribuições por parte do CVC/Opportunity Equity Partners LP, correspondente a cerca de metade da dívida contraída e, caso tal montante não se mostrasse suficiente, pelas leis americanas, a hipótese de subcapitalização é largamente aceita para fins de desconsideração da personalidade jurídica;
- l. as operações financeiras celebradas foram de curto prazo – com duração de mesmo de 12 (doze) meses - e com vencimentos sucessivos;
- m. a operação pretendeu viabilizar um futuro investimento em companhias de telecomunicação móvel, estratégico para a BT;
- n. a operação foi contratada em excelentes condições de mercado;
- o. a utilização dos 5 C (caráter, capacidade, condição, capital e colateral) depende de uma análise subjetiva, como foi feita pelo Recorrente e, modernamente, inclui-se um sexto C, que diz respeito à análise do conglomerado a que pertence à empresa;

- p. a CVM aceita a aplicação da *business judgement rule* no direito brasileiro, o que impediria a interferência na decisão tomada pelo Recorrente tendo em vista que não há dúvidas de que a decisão do Recorrente não corresponde a qualquer irregularidade, tendo em vista que foi informada e refletida, já que foi tomada tendo a sua disposição todos os documentos pertinentes à operação, incluindo as notas promissórias, o estatuto social da Highlake, os documentos pertinentes ao investimento de com US\$ 22.000.000,00 (vinte e dois milhões de dólares dos Estados Unidos da América), realizado pelo CVC/Opportunity Equity Partners LP, a regulamentação pertinente ao setor de telecomunicações;
- q. a decisão certamente foi desinteressada, tendo em vista que não há nos autos qualquer acusação neste sentido;
- r. não existe prescrição dos critérios para cumprimento de dever de diligência na legislação brasileira, o que impede a imputação de sanção ao Recorrente por violação ao Art. 153 da Lei nº 6404/1976, tendo em vista o princípio da tipicidade, previsto no Art. 5º, II e Art. 37, XXXIX da Constituição Federal;
- s. como o relatório de acusação não identifica a conduta ilegal previamente estabelecida, tampouco apresenta parâmetros mínimos de concretização da norma genérica no caso concreto, admitir a punição do Recorrente com base no Art. 153 da Lei nº 6404/1976 viola o princípio da tipicidade e admitiria a punição arbitrária por parte da administração;
- t. os fatos descritos pela acusação não demonstram prejuízos, nem violação à Lei ou ao estatuto social, o que impede a imposição de qualquer sanção ao Recorrente;
- u. a CVM e a Lei nº 6404/1976 reconhecem claramente a necessidade de existência de prejuízo para ensejar a punição do administrador de companhias;
- v. o Art. 153 da Lei nº 6404/1976 prevê três fatores principais a serem observados pelos administradores: tomar como base os fins e interesses da sociedade, satisfazer as exigências do bem público e observar a função social da empresa;
- w. em nenhum momento dos autos o Recorrente foi acusado de ter agido de má fé;
- x. qualquer penalidade imposta deve ter em conta os princípios da proporcionalidade e da culpabilidade;
- y. em decorrência do princípio da presunção de inocência, previsto no Art. 5º, LVII da Constituição Federal, cabe à Administração comprovar o cometimento de irregularidades pelo Recorrente, o que não foi feito nesses autos a respeito da suposta falta de diligência do Recorrente; e
- z. o dever de informar não é absoluto e pode ser dirimido em situações em que a revelação da informação expõe estratégias comerciais da companhia a concorrentes, como seria o caso. Como a operação Highlake constou das demonstrações financeiras como operação de *hedge*, os investidores tiveram ciência de sua existência, embora não fosse clara o investimento ali travestido.

IV. Decisão de 1ª Instância

- 14. Em 5 de março de 2013, a CVM proferiu sua decisão, que absolveu o Recorrente da acusação de descumprimento de dever de diligência, disposto no art. 153 da Lei nº 6.404/1976 e condenou-o ao pagamento de multa no valor de R\$ 100.000,00 (cem mil reais) pela não divulgação do empréstimo contratado com partes relacionadas em notas explicativas às demonstrações financeiras dos exercícios sociais de 2003 e 2004, conforme disposto na Deliberação CVM nº 26/1986 (fls. 12.867 a 12.919).
- 15. Para a CVM, a aplicação da *business judgement rule* demonstra que o Recorrente tomou a decisão de realizar a operação Highlake com base em informações suficientes para analisar

e refletir sobre o negócio. Desse modo, por ter ficado provado que sua decisão comercial foi informada, refletida e desinteressada, a CVM entendeu que não deveria ingressar no mérito da decisão, respeitando as escolhas negociais feitas pelo Recorrente enquanto administrador.

16. Já a respeito da infração ao dever de informar, consubstanciado na Deliberação CVM nº 26/1986, a CVM entendeu restar comprovada a infração, porque a forma como a operação Highlake foi divulgada nas demonstrações financeiras dos exercícios sociais de 2003 e 2004 foi insuficiente para investidores – especialmente os minoritários – compreenderem que se tratava de transação entre partes relacionadas, o que é uma informação relevante o suficiente para dever ser aberta aos investidores.
17. Tendo em vista a absolvição parcial do Recorrente, após a decisão, a CVM interpôs recurso de ofício. O Recorrente foi intimado para interpor seu recurso voluntário no prazo de 30 (trinta) dias em 24 de abril de 2013 (fls. 12.128 a 12.130 e 12.139).

V. Recursos ao CRSFN

18. Em 22 de maio de 2013, portanto, tempestivamente, o Recorrente interpôs seu recurso, de modo geral, requerendo a revisão da sanção imposta, retomando suas alegações a respeito da não informação nas demonstrações financeiras sobre a operação Highlake envolver partes relacionadas já trazidas em sede de defesa e pleiteando a legitimidade da identificação da operação apenas em sua função de *hedge* e não de investimento, sob pena de prejudicar a própria existência da operação. Alegou a desproporcionalidade da aplicação de multa frente à gravidade do caso e a jurisprudência do CRSFN, uma vez que a suposta irregularidade incorrida pelo Recorrente seria a respeito da alocação inadequada de informação nas demonstrações financeiras e não de sua omissão.

VI. Remessa ao CRSFN

19. O presente recurso foi autuado no CRSFN em 29 de julho de 2013 (fl. 13.031) e na 389ª sessão de julgamento, foi distribuído, por sorteio, a mim.
20. Em 24 de agosto de 2016, nos termos do art. 15, I, do Regimento Interno deste CRSFN, solicitei manifestação por escrito da Procuradoria Geral da Fazenda Nacional (“PGFN”), sobre as controvérsias jurídicas que me pareceram presentes neste Recurso.

VII. Parecer da PGFN

21. Em 23 de outubro de 2017, a PGFN apresentou o Parecer PGFN/CAF/CRSFN/Nº 086/2017, no qual afirmou entender não haver incidência da prescrição intercorrente e estar o CRSFN autorizado a julgar o recurso de ofício interposto pela CVM, ainda que o regimento interno do CRSFN tenha sido alterado. Também entendeu adequada a capitulação da decisão e não viu óbices à eventual imposição de sanção ao Recorrente com base no Art. 153 da Lei nº 6.404/1976.
22. Quanto ao mérito, a PGFN discordou da decisão do Colegiado da CVM pela absolvição da violação do dever de diligência pelo Recorrente, seguindo o entendimento da acusação, de que as circunstâncias e estrutura da operação demonstram que o Recorrente não analisou devidamente a operação antes de realizá-la. A respeito da condenação do Recorrente pela não divulgação da transação envolvendo partes relacionadas nas demonstrações financeiras dos exercícios sociais de 2003 e 2004, a PGFN concordou com a decisão da CVM e seguiu os argumentos adotados pelo Colegiado.

É o relatório.



Documento assinado eletronicamente por **Carlos Pagano Botana Portugal Gouvêa, Conselheiro(a) Relator(a)**, em 22/01/2018, às 22:24, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



A autenticidade deste documento pode ser conferida no site http://sei.fazenda.gov.br/sei/controlador_externo.php?acao=documento_conferir&id_orgao_acesso_externo=0, informando o código verificador **0295040** e o código CRC **AD28E673**.



MINISTÉRIO DA FAZENDA
CONSELHO DE RECURSOS DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL

Recurso 13703

Processo 10372.000141/2016-23

Processo na primeira instância CVM IA2008/02

RECURSO VOLUNTÁRIO

RECORRENTE: PAULO PEDRÃO RIO BRANCO

RECORRIDO: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

RECURSO DE OFÍCIO

RECORRENTE: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

RECORRIDO: PAULO PEDRÃO RIO BRANCO

RELATOR: CARLOS PAGANO BOTANA PORTUGAL GOUVÊA

EMENTA: Recursos de ofício e voluntário. Não divulgação de empréstimos entre partes relacionadas nas demonstrações sociais dos exercícios de 2003 e 2004. Recurso voluntário não provido. Descumprimento de dever de diligência. Aplicação do teste da *entire fairness*. Provimento ao recurso de ofício. Multas.

VOTO DO RELATOR

1. Relatados os fatos, passo ao voto. Trata-se de recursos de ofício e voluntário interpostos perante o Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (“CRSFN”) a fim de reformar a decisão proferida pela Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”), em 5 de março de 2013, que absolveu Paulo Pedrão Rio Branco (“Recorrente”) da acusação de descumprimento de dever de diligência, disposto no Art. 153 da Lei nº 6.404/1976, e condenou-o ao pagamento de multa no valor de R\$ 100.000,00 (cem mil reais)

pela não divulgação do empréstimo contratado com partes relacionadas em notas explicativas às demonstrações financeiras dos exercícios sociais de 2003 e 2004, conforme disposto na Deliberação CVM nº 26/1986.

2. Tendo sido os recursos interpostos tempestivamente, não vejo óbices a conhecê-los.
3. De início, é preciso averiguar a incidência da prescrição ordinária e intercorrente, nos termos previstos na Lei nº 9.873/1999. Conforme a tabela do item 2 do relatório, apuram-se fatos que ocorreram entre 2003 e 2004, o processo administrativo foi instaurado em 2008 e foi julgado pela CVM em 2013. Durante o curso do processo não é possível identificar sua paralisação por mais de 3 (três) anos sem julgamento ou despacho. Assim, não há que se falar em prescrição ordinária, tampouco em prescrição intercorrente do processo administrativo, nos termos da legislação.
4. Superada a questão prescricional, é preciso ainda tratar das duas alegações presentes do processo antes de se adentrar propriamente no mérito. A primeira delas diz respeito à possibilidade de a falta de aprovação formal das prorrogações de prazo solicitadas nos autos gerar a nulidade do processo, como mencionado no aditamento ao relatório. Sigo o posicionamento da PGFN, exarado em seu preciso e muito bem detalhado parecer. Tal como a PGFN, entendo não ser possível a declaração de nulidade de atos sem que a prática tenha gerado prejuízos à parte. Não existiria fundamento legal para tal entendimento, o que impede a sua aplicação com base no dever de julgar processos administrativos com base na mais estrita legalidade. Prazo como o referido acima, tem como objetivo atender ao interesse da administração de celeridade e organização do processo administrativo. No caso do administrado, a proteção é dada pela própria Lei 9.873/1999, ao regular a prescrição no processo administrativo. Portanto, também rejeito esta preliminar.
5. A segunda versa sobre a alegação apresentada pelo Recorrente em sua petição de 20 de julho de 2018, a qual sustenta que a falta de aprovação formal das prorrogações de prazo solicitadas resultaria na “caducidade” da punição aplicada. Também não acolho tal argumento, por entender que não há base legal para fazê-lo. Mesmo que o Recorrente esteja aqui fazendo referência a uma possível decadência, como se sabe, prazos decadenciais são improrrogáveis e não estão sujeitos a atos discricionários da Administração, sendo que a chegada ao seu termo final acarreta a extinção do direito correspondente. Acontece que a própria redação do Art. 4º da Deliberação CVM nº 358/2008 prevê a possibilidade de prorrogação do prazo de 90 (noventa) dias para apuração das infrações, com base no juízo discricionário do representante da Administração, o que deixa claro que este prazo não tem natureza decadencial. O objetivo de tal prazo é apenas alocar as responsabilidades pelas tarefas administrativas entre os funcionários da autarquia.

I. Recurso Voluntário – Publicidade de Operações com Partes Relacionadas

6. Quanto às infrações, especificamente, vale iniciar a apreciação pelo recurso voluntário. A CVM condenou o Recorrente à pena de multa no valor de R\$ 100.000,00 (cem mil reais) por não fazer constar nas demonstrações financeiras dos exercícios sociais de 2003 e 2004 a informação de que o empréstimo envolvendo o TCF e a Highlake se tratava de operação com partes relacionadas.
7. Como bem pontuou a decisão da CVM, transações entre partes relacionadas potencialmente envolvem conflitos de interesses. Por isso, tal informação é, sem dúvida, relevante para que os investidores, ou acionistas não controladores (que, portanto, não participam diretamente das decisões tomadas pela companhia no dia a dia), avaliem os riscos e a atratividade de seus investimentos. O argumento do Recorrente de que a não publicação da nota explicativa informando que a operação com a Highlake teria como consequência a exposição da estratégia da BT de buscar a possibilidade de ampliar as empresas controladas no setor de telecomunicações não se sustenta.
8. Apesar de ter razão o Recorrido no sentido de que o dever de informar dos administradores não é irrestrito e pode ser preservado o sigilo de informações estratégicas, que se divulgadas, podem prejudicar a atividade da empresa, este não é o caso presente nos autos. Como bem expôs a CVM, por um lado, a informação de que TCF e Highlake são partes relacionadas não revela claramente a estratégia delineada pela BT, além do que o aspecto efetivamente estratégico de tal parceria não ficou claramente demonstrado nos autos. Tal ambiguidade tem uma razão clara, pois o referido objetivo estratégico era em parte inconfessável, pois representava uma potencial violação da legislação e da regulamentação específica do setor de telecomunicações. O caso presente bem demonstra que a relevância para os investidores e acionistas não controladores em razão do conflito de interesse é suficiente para justificar sua divulgação,

mesmo que configurasse, efetivamente, informação de valor estratégico. A publicidade, em tal caso, serve justamente para que os investidores consigam analisar se tal interesse estratégico é efetivamente da companhia ou exclusivamente do controlador.

9. Neste caso, caberia ao administrador ponderar seus deveres em questão (dever de sigilo e dever de informar), tendo em consideração os interesses da companhia e dos acionistas. A análise do caso em concreto revela o baixo potencial de dano que a divulgação da informação poderia implicar, frente à relevância da informação sobre potenciais conflitos de interesse na companhia para a decisão dos acionistas de manter seus investimentos e exercer seu poder-dever de monitoramento da companhia e dos administradores. Em todos os documentos juntados aos autos, o interesse estratégico da relação entre BT, TCF e Highlake nunca foi esclarecido, pois, como mencionado, as próprias partes tinham dúvida quanto à própria legalidade do ato em vista da legislação e regulamentação setorial. Por sinal, a própria defesa trata a relação com uma mera relação financeira, sem qualquer valor estratégico, uma vez que as empresas que receberam os recursos não tinham qualquer nova tecnologia ou posição de mercado que pudesse ser útil à BT, por exemplo. Ou seja, o argumento de que se tratava de informação estratégica não tem substrato relevante demonstrado nos autos.
10. Por fim, em relação a esta infração, vale ainda afastar o argumento do Recorrente de que a publicidade da operação como transação entre partes relacionadas poderia prejudicar sua concretização, que esbarraria em travas regulatórias. Quando o Recorrente decidiu realizar o empréstimo, estava perfeitamente ciente da restrição regulatória da ANATEL a respeito da expansão de seus negócios. Ao assumir tal risco, não é aceitável que o Recorrente utilize a decisão empresarial de eventualmente não respeitar a regulação como justificativa para não cumprir seu dever de informar. O argumento não poderia sequer ser apresentado, uma vez que representa um ato ilegal. O fato de escolher realizar operação que não respeitaria a legislação não afasta seu dever de divulgá-la, pelo contrário, aumenta este dever, afinal, expõe a companhia a um risco relevante de sanções regulatórias que podem atingir sua atividade e os acionistas devem ter ciência disso. Assim, este argumento apenas reforça a importância da divulgação adequada de tal informação nas demonstrações financeiras.
11. Cabe destacar que a BT posteriormente passou a fazer parte do grupo econômico da Oi S.A. e atualmente tal grupo econômico está envolvido na maior recuperação judicial da história do país. Sem qualquer surpresa, uma parte significativa da dívida total da empresa em crise econômico-financeira é derivada justamente de penalidades aplicadas pela ANATEL. Este é um pequeno exemplo de como violações de deveres fiduciários aparentemente de pouca relevância, se acumuladas, tem direta relação com a viabilidade da atividade empresarial e pode, efetivamente, levar ao seu colapso com grave dano aos acionistas minoritários, consumidores e ao país como um todo, pois o desenvolvimento econômico de nossa sociedade depende da preservação de empresas de tecnologia com capacidade de investimento em inovação.
12. Portanto, conservo a decisão da CVM de condenação do Recorrente a pena de multa no valor de R\$ 100.000,00 (cem mil reais) por esta ocorrência.

II. Recurso de Ofício – Cumprimento do Dever de Diligência

13. A respeito do recurso de ofício, discordo da decisão da CVM de absolver o Recorrente da acusação de violação do dever de diligência, previsto no Art. 153 da Lei nº 6.404/1976, por contratar empréstimo sem realizar, antes da tomada de decisão, (i) a devida análise de crédito, o que seria corroborado pela ausência de garantias que caracterizava o negócio e (ii) sem considerar adequadamente o custo de oportunidade de tal operação, considerando-se alternativas de negócio que não envolvesse partes relacionadas.
14. De acordo com a CVM, o Recorrente provou que tomou a decisão a respeito da operação de empréstimo de forma informada, desinteressada e refletida, uma vez que o Recorrente teve acesso a toda documentação necessária para avaliar a operação e o Colegiado da CVM não encontrou nos autos qualquer evidência de que o Recorrente pretendia favorecer a si próprio ou a terceiros com a operação. Para reforçar a conclusão de que a decisão teria sido refletida, o Colegiado acrescentou que o resultado da operação, com a consolidação do empréstimo, resultou na expansão dos negócios pretendida.
15. Nos próprios termos da decisão:

“Sem emitir qualquer juízo de valor acerca dos elementos considerados pelo

Acusado, entendo que, no caso concreto, não se pode excluir a presunção de que a decisão por ele tomada foi de boa-fé e no interesse da companhia.

[...]

Há que se considerar, portanto, que foi nesse contexto que se pautou a decisão do Acusado. Assim, não compartilho da opinião da acusação de que o Acusado não se cercou das cautelas necessárias para se informar acerca das reais condições do negócio. Ao contrário, a partir dos elementos apresentado, entendo que o Acusado detinha informações suficientes para a tomada de sua decisão.

*Ademais, ainda que não cumpra a esta Autarquia avaliar o êxito ou não da operação, como destacado pela acusação, e mesmo que se admita que a obrigação do administrador seja de meio e não de fim, não se pode negar que o resultado final obtido, isto é, a consolidação de uma operação bem sucedida, gerando o devido retorno, vem a corroborar o argumento do Acusado no sentido de que sua decisão foi tomada de forma a defender os interesses da BT, mostrando-se sim **informada e refletida**. Ressalta-se, ainda, que não há indícios de que o Acusado tenha pretendido beneficiar-se pessoalmente ou privilegiar terceiros em decorrência da operação” (grifos nossos).*

16. Existem dois problemas nesta fundamentação. Primeiro, é patente a falta de profundidade pelo colegiado da CVM na análise do que seria o correto cumprimento do dever de diligência pelo administrador. Considerando-se que se tratava de uma operação entre controlada e o controlador, não se analisou (i) se a operação tinha qualquer relação com o objeto social da sociedade, (ii) qual o custo de oportunidade da operação sob análise, (iii) qual o grau de publicidade dada à operação, (iv) qual o grau de participação de partes não interessadas na tomada de decisão e (v) se a operação com parte relacionada tinha qualquer benefício para a companhia. São erros graves, que serão discutidos a seguir. O colegiado da CVM parece estar descrevendo uma operação que seria da prática regular dos negócios da companhia, como se a companhia estivesse apenas dando um crédito a um consumidor, ou adiantando recursos para um fornecedor, e não como se a companhia estivesse, como de fato estava, concedendo um empréstimo indireto para o controlador.
17. Os elementos enumerados acima são itens básicos para avaliação de uma operação com partes relacionadas. O objetivo de tais critérios é justamente responder a uma pergunta bastante simples, que seria compreender se a operação seria ou não realizada caso a contraparte não fosse relacionada ao controlador. Caso se identifique que o único fator determinante na realização da operação foi a existência de um controlador comum, resulta que a operação está sendo realizada apenas para se obter os chamados privilégios privativos do controle, que representam, em última instância, uma expropriação dos acionistas minoritários. Central para tal entendimento é justamente a análise do custo de oportunidade. A presunção é sempre de que o que uma companhia tem de melhor para fazer com seu dinheiro é investir em seu próprio negócio. O negócio de uma companhia de telecomunicação é a prestação de serviços de telecomunicações. Caso a companhia desvie de sua atividade principal para, por exemplo, conceder empréstimo a uma parte relacionada, sem que seja público o interesse em realizar tal operação, necessário que tal desvio seja plenamente justificado com base em uma análise de custo-benefício de tal desvio. Se tal desvio é realizado em benefício do controlador, direta ou indiretamente, tal dever de diligência se eleva a um nível máximo, provavelmente não equiparável a qualquer outro tipo de operação a ser realizada na vida societária. O caso presente é peculiar, pois a razão pela qual o motivo último da operação não se tornou público era justamente a potencial ilegalidade da própria operação, pois buscava financiar a compra de participação societária em concorrente em potencial violação à regulamentação do setor.
18. Percebe-se que o colegiado da CVM ignorou dúvidas muito relevantes com relação ao caso concreto: por qual razão uma companhia telefônica emprestaria dinheiro a uma empresa *off-shore*, sem qualquer patrimônio ou atividade econômica conhecida, pelo menos publicamente, sem qualquer relação com os negócios da companhia naquele momento, sem qualquer garantia com relação ao empréstimo e sem qualquer contrapartida negocial patente? A Companhia não tinha qualquer motivação para realizar a presente operação. Pior, como será detalhadamente explicado abaixo, a companhia provavelmente tinha muito boas razões para não realizar a operação e foi certamente prejudicada pela operação em razão do custo de oportunidade envolvido. O fato de que as prováveis razões últimas não serem passíveis de

divulgação já revela que não eram interesses efetivamente da Companhia, mas sim dos próprios controladores. Para que fossem interesses da Companhia, tais interesses deveriam de alguma forma serem introjetados, incutidos na própria entidade, por meio da deliberação de seus órgãos societários e seus documentos próprios.

19. Segundo, a presente decisão apresenta um claro erro jurídico, derivado de uma aplicação parcial e irrefletida da jurisprudência e doutrina estrangeiras. Do trecho acima, percebe-se que, ainda que a CVM não tenha anunciado expressamente, o voto aplicou a chamada *business judgement rule*, seguindo a argumentação do Recorrente em seu recurso. Ao fazê-lo de forma não aberta, acabou aplicando tal conceito de forma equivocada, como se verá em maiores detalhes abaixo.
20. Para afastar a violação do dever de diligência pelo acusado, a CVM pautou-se, resumidamente, nos 3 (três) parâmetros que, de acordo com a jurisprudência anterior da própria CVM, comporiam a regra de deferência à decisão negocial importada do direito estrangeiro, quais sejam, que para que a decisão seja conservada e o administrador não seja responsabilizado, deve ser tomada de forma (i) informada, (ii) desinteressada e (iii) refletida.
21. A fim de compreender a forma como a *business judgement rule* foi incorporada à jurisprudência da CVM, cabe aqui destacar a descrição feita pelo Diretor Pedro Oliva Marçílio de Sousa, em seu voto na qualidade de Relator no âmbito do PAS CVM Nº RJ2005/1443:

Em razão da regra da decisão negocial, o Poder Judiciário americano preocupa-se apenas com o processo que levou à decisão e não com o seu mérito. Para utilizar a regra da decisão negocial, o administrador deve seguir os seguintes princípios:

(i) Decisão informada: A decisão informada é aquela na qual os administradores basearam-se nas informações razoavelmente necessárias para tomá-la. Podem os administradores, nesses casos, utilizar, como informações, análises e memorandos dos diretores e outros funcionários, bem como de terceiros contratados. Não é necessária a contratação de um banco de investimento para a avaliação de uma operação;

(ii) Decisão refletida: A decisão refletida é aquela tomada depois da análise das diferentes alternativas ou possíveis consequências ou, ainda, em cotejo com a documentação que fundamenta o negócio. Mesmo que deixe de analisar um negócio, a decisão negocial que a ele levou pode ser considerada refletida, caso, informadamente, tenha o administrador decidido não analisar esse negócio; e

(iii) Decisão desinteressada: A decisão desinteressada é aquela que não resulta em benefício pecuniário ao administrador. Esse conceito vem sendo expandido para incluir benefícios que não sejam diretos para o administrador ou para instituições e empresas ligadas a ele. Quando o administrador tem interesse na decisão, aplicam-se os standards do dever de lealdade (duty of loyalty).

22. A acusação buscou mostrar a mácula justamente do primeiro critério. Acusou-se o Recorrente de ter tomado uma decisão de modo não informado. O Colegiado da CVM entendeu que houve acesso às informações necessárias e, portanto, não haveria fundamento para se responsabilizar o Recorrente pela violação ao seu dever de diligência. Mas aqui se identifica o problema da importação parcial de conceitos. Como se verá em mais detalhes abaixo, os critérios de decisão informada, refletida e desinteressada fazem sim parte chamada *business judgement rule*. No entanto, existem vários reparos a serem feitos no entendimento acima, os quais serão apresentados em maior detalhe a seguir. Talvez de forma mais relevante, nos casos em que exista o envolvimento de partes relacionadas e potenciais conflitos de interesse, cabe antes entender se é ou não possível aplicar a isenção da *business judgement rule*. Tal aplicação é a absoluta exceção dentro dos regimes de deveres fiduciários. E essa é a maior contribuição que aqui se pretende fazer. A *business judgement rule* não é aplicável a quaisquer casos. Particularmente no caso de possíveis conflitos de interesse, sua aplicação seria inadequada. Como se verá, tal regra não pode ser utilizada como um argumento “super trunfo”, que supera toda e qualquer outra análise. Pelo contrário, sua aplicação é extremamente restrita.
23. A utilização de conceitos de direito estrangeiro, apesar de importante para o processo de formação de entendimentos jurídicos transnacionais, exige determinados cuidados, para evitar os efeitos negativos de

transplantes não refletidos de conceitos jurídicos. Tais efeitos negativos estão relacionados a três elementos: (i) o fracionamento da importação de conceitos estrangeiros, desconexos de outros elementos relevantes do sistema jurídico originário, (ii) falta de atenção às diferenças entre o regime jurídico local e o regime jurídico estrangeiro, e (iii) a falta de consciência sobre o próprio processo de importação de conceitos estrangeiros, os quais passam a ser aplicados sem a necessária reflexão e naturalizando o transplante legal e potencializando os efeitos negativos anteriormente mencionados.

24. Da leitura da decisão recorrida, não é possível compreender se o princípio da *business judgment rule* foi aplicado com a devida consciência de estar sendo aplicado um conceito desenvolvido em regime jurídico de outra jurisdição. Parece então ter-se incorrido na terceira falha mencionada acima, que a aplicação de conceito estrangeiros de forma naturalizada, sem a devida consciência do estar realizando tal transplante. No entanto, o estudo do conceito originário da *business judgment rule* como surgiu no direito estadunidense, particularmente na jurisprudência do Estado de Delaware, demonstrará claramente o equívoco da presente decisão, pois tal conceito é aplicado no direito comparado de forma muito mais restritiva do que passou a ser aplicada pela CVM.
25. Inicialmente, a utilização do conceito da *business judgment rule* no caso presente pela CVM foi feita de forma fracionada, incidindo no primeiro problema mencionado acima. Digo fracionado, pois desconexo do resto do sistema de deveres fiduciários, conforme aplicado pelo direito societário estadunidense. Em essência, a aplicação da *business judgment rule* pressupõe que os deveres fiduciários de diligência (*duty of care*) e lealdade (*duty of loyalty*) tenham sido observados^[1]. O voto do Diretor Relator no PAS CVM Nº RJ2005/1443, ao mencionar que “o Poder Judiciário americano preocupa-se apenas com o processo que levou à decisão e não com o seu mérito”, comete grave erro conceitual. A *business judgment rule* não é um regime de exceção ao sistema de deveres fiduciários. Ele é um critério de auxílio, aplicável apenas em algumas situações específicas. Ao ser feito tal fracionamento desde o início da interpretação na jurisprudência da CVM, a consequência é que a aplicação ao regime brasileiro também mostrou-se falha no caso concreto, pois a *business judgment rule* foi considerada como critério que, se atendido, impede a capacidade do julgador de considerar efetivamente se os deveres fiduciários foram respeitados.
26. Como se sabe, a chamada *business judgment rule* foi um conceito desenvolvido pela Suprema Corte do Estado de Delaware, dos Estados Unidos da América. Ocorre que a exposição dos elementos da *business judgment rule* a propósito do PAS CVM Nº RJ2005/1443, muito embora pareça ter fundamento no caso *Smith v. Van Gorkom*, julgado pela Suprema Corte de Delaware em 1985, não corresponde exatamente à construção completa tanto jurisprudencial quanto doutrinária acerca da regra no direito estadunidense. Como se verá, também não parece adequadamente baseada nas próprias previsões da Lei 6.404/1976. Partiremos primeiro da análise de direito comparado, para chegar depois ao direito brasileiro.
27. A *business judgment rule* foi consolidada, em sua formulação mais influente, pela decisão da Suprema Corte de Delaware no caso *Aronson vs. Lewis*, na qual se afirmou que a *business judgment rule* implica na presunção relativa de que, “ao tomarem uma decisão empresarial, os membros do *board of directors* de uma sociedade anônima agiram de maneira informada, de boa-fé e na crença sincera de que a sua ação atendia ao melhor interesse da companhia”^[2]. Por conseguinte, ficaria a cargo do demandante provar a violação dos deveres fiduciários de diligência (*duty of care*) e lealdade (*duty of loyalty*), visando ao afastamento da presunção e do benefício concedido pela regra^[3]. Ou seja, por um lado, a decisão não precisa ser realizada apenas de forma informada, mas com absoluta boa-fé e, o que é mais importante para o caso presente, no melhor interesse da sociedade. Cabe aqui o destaque na palavra “melhor”. Ou seja, nenhuma alternativa de negócio poderia ser melhor do que aquele realizado pelos administradores, com base na análise realizada pelos envolvidos no momento adequado.
28. A *business judgment rule*, em sua relação com o dever de diligência (*duty of care*) é definida pelo *The American Law Institute (ALI)* nos seguintes termos, em tradução livre, os quais buscam representar a compreensão de tal órgão, que tem como objetivo apresentar orientações para advogados praticantes, sobre uma consolidação da jurisprudência sobre a matéria:

§4.01 Dever de Diligência de Diretores e Administradores, a Regra de Decisão Empresarial

(a) Um diretor ou administrador tem um dever em face da companhia de desempenhar suas funções de boa-fé, de uma maneira que ele ou ela acredita ser no melhor interesse da companhia, e com o cuidado que se esperaria razoavelmente que uma pessoa habitualmente prudente exerceria em circunstâncias similares. Essa Subseção é sujeita às provisões da Subseção (c) no que for aplicável.

(c) Um diretor ou administrador que toma uma decisão empresarial de boa-fé cumpre o dever sob esta Seção se o diretor ou administrador:

1. Não é interessado (§1.23) no assunto da decisão empresarial;

2. É informado com relação ao assunto da decisão empresarial na extensão que o diretor ou administrador razoavelmente acredita ser apropriado nas circunstâncias; e

3. Razoavelmente acredita que a decisão empresarial atende ao melhor interesse da companhia[4].

29. Explicada sob outra perspectiva, a *business judgment rule* prevê que os administradores que autorizaram a realização de um negócio que não envolve partes relacionadas (*self-dealing*) não serão pessoalmente responsáveis por eventuais danos resultantes da decisão, a não ser que se constate *a posteriori* que (i) os administradores não exerceram a diligência devida na verificação dos fatos relevantes e disponíveis antes de votar autorizando o negócio; ou (ii) os diretores votaram favoravelmente mesmo sem poderem razoavelmente acreditar que o negócio atendia ao melhor interesse da companhia; ou ainda (iii) de algum outro modo a autorização do negócio pelos administradores não foi de boa-fé[5].
30. Como se nota, uma ênfase considerável é dada, primeiro, à boa-fé. No caso presente, a boa-fé é a boa-fé subjetiva, pois a boa-fé de natureza objetiva, em nosso sentir, estaria presente justamente no dever fiduciário de diligência, o qual é o padrão de comportamento objetivamente exigível de qualquer administrador em abstrato, com base nos padrões éticos e de comportamento exigíveis de administradores de companhias. Dentro do direito estadunidense, a boa-fé se consubstancia principalmente na crença racional (convicção razoável) de que a decisão atendia ao interesse da companhia. É, portanto, claramente um critério subjetivo. Em decisão de 2006, no caso *Stone v. Ritter*, as cortes do Estado de Delaware entenderam que a boa-fé do administrador é um corolário do dever de lealdade, não constituindo dever fiduciário autônomo. Parte-se do pressuposto de que, o dever de lealdade (*duty of loyalty*) é concebido como muito mais amplo do que simplesmente o dever de evitar agir em vista de um interesse financeiro pessoal, mas abrange também o esforço de agir no interesse da companhia e em conformidade com a lei[6]. Ou seja, não basta apenas não ter um interesse pessoal em conflito com o da sociedade. É necessário garantir também que nenhum outro interessado, sendo outro administrador ou um controlador, tenha um interesse conflitante com a operação sob análise.
31. Assim, em caso de celebração de negócios com a companhia, isto é, a situação em que o administrador ou controlador se situa dos dois lados do contrato (*self-dealing*), a *business judgment rule* é basicamente inaplicável[7]. A razão disso é que não há, em tal caso, como pressupor a boa-fé subjetiva do administrador que aprova uma operação com parte relacionada. Essa boa-fé subjetiva passa então a ter que ser provada. Ou seja, o administrador deve conseguir demonstrar que agiu diligentemente para evitar que qualquer conflito resultasse efetivamente em prejuízo para os demais acionistas da Companhia.
32. Outro ponto relevante é que na jurisprudência estadunidense não se identifica a cisão trazida na jurisprudência da CVM entre decisão “informada” e “refletida”, na medida em que a reflexão que precede a decisão é subsumida no conceito de “*informed decision*”. Uma interpretação adequada da língua inglesa nos faria necessariamente concluir que o que os juízes do Estado de Delaware buscaram dizer não foi apenas que a decisão deveria ser tomada com base em informações suficientes, mas que a decisão deveria ser tomada de forma também refletida e justificada. Tal critério é demonstrado tanto pela existência de prova de que os administradores tinham informações, quanto de que deliberaram adequadamente sobre a questão.
33. Uma análise mais detalhada da jurisprudência estadunidense nos levaria a reconhecer tal sentido amplo do conceito de “*informed decision*”. De acordo com as cortes do Estado de Delaware, uma decisão será informada se for tomada com base em todos os fatos relevantes e disponíveis, no âmbito de um processo decisório cuidadoso[8] e a extensão das informações necessárias é aquela que o administrador

“racionalmente acredita ser apropriado naquelas circunstâncias”^[9]. Ou seja, não é apenas a informação, mas a própria interpretação da informação que é relevante. Logicamente se espera que, de um processo decisório em que o administrador se muniu de todas as informações relevantes e disponíveis, decorra uma decisão refletida.

34. Assim, os requisitos da *business judgment rule*, tal qual formulados pela jurisprudência estadunidense, podem ser melhor resumidos nos seguintes aspectos: decisões tomadas (1) no melhor interesse da companhia; (2) de maneira informada, refletida e justificada; e (3) com base na boa-fé subjetiva. O conteúdo desses requisitos será especificado mais adiante neste voto, ao serem aplicados ao caso concreto. Mas, como se percebe, na jurisprudência estrangeira, o “sarrafo”, por analogia ao salto em altura, é colocado em um patamar muito mais alto do que a que a jurisprudência da CVM faz entender. Em grande medida, a forma como o “teste” foi importando esqueceu os dois mais relevantes critérios, quais sejam, o de que a decisão tenha sido tomada no (i) “melhor” interesse da companhia e (ii) dentro do que se poderia chamar de boa-fé subjetiva, ou seja, sem o conhecimento, após uma investigação adequada, de que exista conflitos de interesse envolvidos na operação.
35. Mas o erro mais grave da jurisprudência da CVM em sua importação de conceitos estrangeiros não está nessa aplicação extensiva da *business judgment rule*, utilizada de forma muito mais ampla do que é feito na própria jurisdição de origem, e, por consequência, com o enfraquecimento do próprio regime de deveres fiduciários. O mais grave é justamente aplicar essa regra com total desconhecimento do regime completo de proteção de deveres fiduciários na jurisdição originária. Como dito acima, a aplicação do *business judgment rule*, conforme desenvolvida pela jurisprudência das cortes do Estado de Delaware, é uma situação extrema, derivada de um regime que parte do pressuposto de que qualquer operação com partes relacionadas é ilegal. Pode-se dizer que o regime societário de deveres fiduciários no direito estadunidense é, em parte, derivado do regime de deveres fiduciários presente no direito dos *trusts* no direito inglês. Em tal regime não existe qualquer exceção para operações com partes relacionadas. São todas proibidas. De tal forma, o regime societário partiu historicamente da proibição total e absoluta às operações com partes relacionadas, não importando se envolvia os administradores ou controladores, para ir gradualmente criando critérios flexibilizados e mais adequados à gestão de companhias. Mas, reforce-se, o ponto de partida é um regime muito forte e restritivo de proteção dos deveres fiduciários.
36. Por tal razão, justifica-se plenamente que a *business judgment rule* não seja aplicável a decisões relativas a negócios jurídicos envolvendo partes relacionadas, mais uma vez, não importando se o conflito de interesses envolve o controlador ou o administrador^[10]. Nesses casos, a lei estadunidense presume que será o interesse pessoal a nortear a decisão empresarial, e não o melhor interesse da companhia. Consequentemente, se há um interesse pessoal ou operações com partes relacionadas, incumbe ao administrador provar que o negócio por ele autorizado foi intrinsecamente justo para a companhia e seus acionistas. Como se percebe, a *business judgment rule* não pode sequer ser aplicada, pois não é possível criar qualquer presunção de que a decisão será no melhor interesse da companhia. Ademais, não seria possível se aplicar a presunção de boa-fé subjetiva, pois tal seria aplicável nos casos em que não existisse um conflito. Pois se existe o conflito não existe boa-fé subjetiva, e se existe boa-fé subjetiva, ou seja, se o administrador tomando a decisão não sabia que existia o conflito, não existia decisão informada, refletida e justificada.
37. Mais uma vez, é necessário destacar que a *business judgment rule* não é uma regra “super trunfo”. É apenas uma regra de inversão do ônus da prova. Se ela for aplicável, cabe à parte contrária aos administradores provar que a decisão não foi no melhor interesse da companhia, que não foi tomada em boa-fé e que foi informada, refletida e justificada. Existindo conflito de interesse, não é possível fazer tal reversão do ônus da prova, pois é também objetivamente impossível que o administrador cumpra os requisitos da própria regra. Como consequência, o “sarrafo”, para continuar a analogia esportiva, sobe um pouco mais. Por tal razão, o judiciário estadunidense afasta em todos os casos em que existe qualquer tipo de conflito de interesses com partes relacionadas com o controlador ou com os administradores a aplicação da *business judgment rule*, aplicando-se a denominada *entire fairness rule*^[11].
38. Como fica evidente, neste caso a CVM importou conceitos de legislações estrangeiras de forma incompleta^[12]. Diferentemente do que fez a CVM, nas cortes de Delaware, a *business judgement rule* não é o único parâmetro utilizado para avaliar as decisões dos administradores. Basicamente, como já observado, em casos que envolvem partes relacionadas com os acionistas das empresas envolvidas na operação e/ou os administradores não são independentes, tal como o presente, aplica-se a *entire fairness doctrine*^[13].

39. Estabeleceu-se a aplicação do teste da *entire fairness* aos casos que envolvem operações com controladas a partir do julgamento *Weinberger v. UOP, Inc.*, em 1983^[14]. Ali, entendeu-se que a avaliação de o que seria uma transação justa deve abranger todos os aspectos que envolvem a operação e especificamente 2 (dois) deles: (i) *negociação justa* e (ii) *preço justo*. O primeiro envolve o processo de negociação – tempo, método, estrutura e quantidade de informações a que os responsáveis pela tomada de decisão tiveram acesso. Já o segundo relaciona-se aos fatores econômicos e financeiros envolvidos na operação.
40. Dessa forma, quando os critérios da *entire fairness doctrine* são atendidos, verifica-se que a operação foi celebrada no interesse da companhia e o administrador não violou seus deveres fiduciários, afastando-se, portanto, sua responsabilidade pelas consequências da decisão empresarial.
41. Cabe destacar aqui que a decisão da CVM sequer dedica-se a explicar como a *business judgment rule* teria sido incorporada ao direito brasileiro. Caso tivesse feito tal análise, seria necessário chamar atenção para os critérios presentes no Art. 159, § 6º da Lei 6.404/1976, o qual cabe aqui transcrever pela sua clareza:

Art. 159. Compete à companhia, mediante prévia deliberação da assembléia-geral, a ação de responsabilidade civil contra o administrador, pelos prejuízos causados ao seu patrimônio. (...)

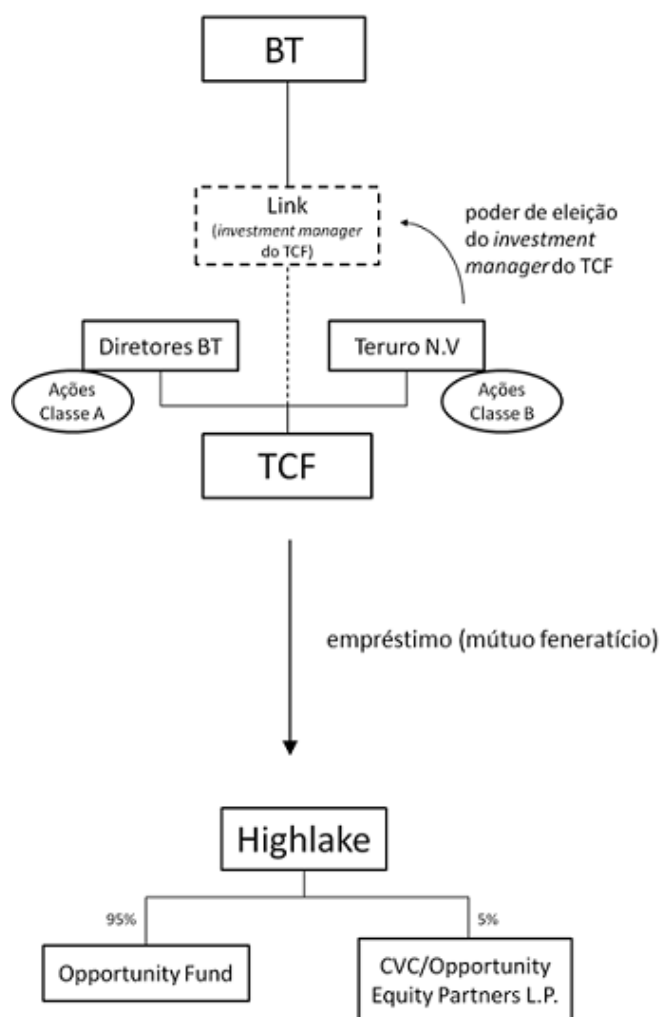
*§ 6º O juiz poderá reconhecer a exclusão da responsabilidade do administrador, se convencido de que este agiu de **boa-fé** e visando ao **interesse da companhia**.*

42. Talvez o colegiado da CVM deixou de buscar tal fundamento de incorporação da *business judgment rule* ao direito brasileiro para não enfrentar a questão de que a Lei 6.404/1976 dá poder de exclusão do regime dos deveres fiduciários apenas ao “juiz”, ou seja, ao poder judiciário. Quanto a este ponto, reconheço aqui a capacidade da CVM para aplicar tal conceito de forma interpretativa. Não se pode negar que tal conceito é parte da Lei 6.404/1978 com um objetivo específico, que é o de orientar o julgamento de ações de responsabilidade do administrador, conforme reguladas pelo seu Art. 159. Como o poder de julgar do administrador é restrito pelo princípio da legalidade previsto no Art. 37 da Constituição Federal, ou seja, como o Art. 159, § 6º da Lei 6.404/1976 é de aplicação exclusiva em ações de responsabilização do administrador, não pode ser aplicado de forma genérica pela CVM. Conclui-se que, caso a CVM queira aplicar tal conceito de forma interpretativa apenas, deve fazê-lo da forma mais restritiva possível, pois não existe uma autorização expressa na lei para que o faça. De tal forma, é forçoso reconhecer que a aplicação da *business judgment rule* pela jurisprudência da CVM de forma expansiva, isto é, não como uma exceção, mas como regra, em relação à jurisprudência estrangeira e também com relação ao próprio texto da legislação societária brasileira é inadmissível.
43. Pelo texto do Art. 159, § 6º da Lei 6.404/1976, fica evidente que o elemento essencial é o convencimento do juízo. Ou seja, não se trata de uma esfera de não aplicação do poder jurisdicional, seja do judiciário e muito menos do órgão regulador, mas sim de uma orientação para a própria apresentação das provas de cumprimento dos deveres fiduciários. Assim, percebe-se aqui que o regime do direito brasileiro também é o de excepcionalidade de tal exclusão, com critérios análogos ao direito comparado. Ademais, o efeito aqui é ainda mais fraco do que o presente no direito estrangeiro. No direito estadunidense, conforme mencionado acima, a *business judgment rule* causa uma efetiva inversão do ônus da prova, que passa ao acusador. No caso da legislação brasileira, não se percebe esse efeito de inversão do ônus da prova.
44. Percebe-se que, por evidente, a versão absolutamente diluída da regra da deliberação negocial adotada pelo colegiado da CVM na decisão recorrida não só representa uma equivocada interpretação do direito estrangeiro, em uma falha em verdade menos grave, como é também contraditório com o próprio regime jurídico pátrio. Ou seja, mesmo partindo-se da interpretação de que a CVM pode aplicar o Art. 159, § 6º da Lei 6.404/1976 como critério interpretativo, por analogia, tal aplicação não pode ser feita sem considerar-se a boa-fé subjetiva e o melhor interesse da companhia. É necessário reconhecer que o critério informacional, que na jurisprudência da CVM assumiu caráter central, aqui se apresenta como apenas um critério adicional dentre outros expressamente exigidos pela legislação. Mesmo que se admita dúvida quando a capacidade da CVM para aplicar o Art. 159, § 6º da Lei 6.404/1976, não existe dúvida quanto ao fato que tal aplicação, mesmo que por analogia, não pode ser extensiva, pois violaria o princípio da legalidade. A CVM não pode, de forma alguma, adotar uma interpretação extensiva de tal conceito, sob risco de negar vigência, no caso presente, ao próprio Art. 153 da Lei 6.404/1976.

II.A. O Regime Jurídico de Dever de Diligência em Operações com Partes Relacionadas e a Possibilidade de Aplicação da Business Judgment Rule ao Caso Concreto

45. Não bastasse a falha descrita acima na aplicação equivocada de conceitos jurídicos pátrios e estrangeiros, o presente recurso é absolutamente dissonante com a própria jurisprudência da CVM, mesmo com a aplicação que chamamos de “diluída” do regime geral de deveres fiduciários. Por exemplo, no PAS CVM nº RJ2005/0097 (“Caso Splice”), os administradores da Tele Centro Oeste Celular Participações S/A (“TCO”) foram condenados, por infração ao dever de diligência (Art. 153 da Lei 6.404/1976), à pena de suspensão por 1 (um) ano para o exercício do cargo de administrador ou conselheiro fiscal de companhia aberta, de entidade do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na CVM. Os elementos fáticos são muito próximos do caso presente. O contexto era de empréstimos concedidos em condições privilegiadas pela TCO à Splice do Brasil Telecomunicações e Eletrônica S/A (“Splice”), controladora indireta da TCO à época, e depois à Fixcel S/A (“Fixcel”), sucessora da Splice no controle indireto.
46. O problema do caso foi que o financiamento da Splice, e, posteriormente, da Fixcel, à custa da TCO, por meio da aquisição de *commercial papers* e da emissão de debêntures, respectivamente (chegando ao valor de R\$ 712.135 milhões ao final de 2012), não havia sido baseado em garantias suficientes, com a consequente exposição da companhia a um risco elevado, considerando as dificuldades financeiras das companhias financiadas. O Termo de Acusação da SEP, assim, baseou a acusação de infração ao dever de diligência, previsto no Art. 153 da Lei 6.404/1976, no entendimento que “não se espera que o homem médio, na condução de seus próprios negócios, conceda empréstimos sem garantia suficientes”. Note-se que no Caso Splice, a penalidade aplicada foi a de suspensão, que é a sanção mais gravosa à qual os então recorridos poderiam estar sujeitos.
47. O voto da Diretora Relatora, Maria Helena de Santana, foi no sentido de que os administradores agiram em infração ao dever de diligência (Art. 153), principalmente por dois motivos: (i) *a decisão negocial não foi informada* (“as atas das reuniões do conselho da Companhia em que foram aprovadas aquisições de títulos de emissão das controladoras indiretas não trazem nenhum vestígio de que tenha havido uma análise a respeito de qualquer das operações”); (ii) *não se analisou a questão da oportunidade* (“estes indiciados deveriam ter, para que sua atuação pudesse ser caracterizada dentro do padrão do homem diligente, no mínimo, avaliado as outras possíveis destinações para os recursos disponíveis da TCO, comparado o risco das aquisições dos títulos com aquele existente nas demais alternativas consideradas, comparado a rentabilidade oferecida por cada uma e, obviamente, votado pela aplicação que oferecesse a relação risco-retorno que fosse mais favorável à Companhia”). Em suas palavras, “os empréstimos que ocasionaram as acusações já deveriam ser considerados relevantes, e merecedores de uma avaliação cuidadosa, por se tratar de operações com o acionista controlador”.
48. Impossível não notar a semelhança entre o Caso Splice e o caso ora em análise. Ambos se referem a negócios envolvendo o controlador em condições privilegiadas, na medida em que não são baseados em garantias suficientes. Com efeito, causa grande surpresa que o colegiado da CVM não tenha analisado o Caso Splice no presente processo, para apresentar algum elemento que pudesse ser considerado como diferenciador entre os fatos e que justificasse decisão em sentido contrário. Simplesmente ignorar a jurisprudência da própria autarquia nos parece uma grande falha quanto ao objetivo de oferecer aos administrados uma referência com relação ao seu padrão de conduta futura.
49. O dever de diligência é previsto no Art. 153 da Lei das Sociedades por Ações, o qual determina que “o administrador da companhia deve empregar, no exercício de suas funções, o cuidado e diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração dos seus próprios negócios”.
50. A despeito das críticas dirigidas ao padrão adotado pela lei para a caracterização desse dever^[15] – substancialmente, o critério do *bonus pater familias* de origem romana –, a aplicação da norma pressupõe a determinação, considerando as circunstâncias do caso concreto, do “comportamento que se poderia razoavelmente esperar do administrador em hipóteses semelhantes”^[16]. Ele se concretiza, entre outros aspectos, no dever de buscar informações, principalmente no período que precede a tomada de decisões importantes para a companhia: “agir de forma refletida, instruída e ponderada”^[17]. Articulando tal conceito ao direito comparado, compreende-se que o conceito mais próximo do dever de diligência no direito brasileiro seria o do *duty of care* do direito estadunidense, o qual, como já apontado, é a regra geral da qual a *Business Judgment Rule* representa uma exceção cujo efeito é apenas a inversão do ônus da prova.

51. Como ensina Robert Clark[18], em sua clássica lição, a *business judgement rule* pressupõe que as companhias devem ser administradas por seus administradores com absoluto respeito aos deveres fiduciários. Tal regra não é exceção ao regime de deveres fiduciários, criando um âmbito no qual as decisões dos administradores não poderiam ser questionadas pelos reguladores, pelo judiciário ou por acionistas minoritários. Como mencionado acima, é apenas uma regra de natureza inerentemente processual de inversão do ônus da prova. Não significa, como muitas vezes é interpretada por leigos, que seria uma esfera na qual os únicos agentes capazes de analisar as decisões seriam os administradores, pois o judiciário, os minoritários ou reguladores não teriam informações suficientes para considerar o que seria o melhor interesse da companhia. Apenas se parte de uma situação anterior na qual existiria a presunção de violação de deveres fiduciários para outra na qual os acusadores passam a ter que provar que a decisão não foi tomada (1) no melhor interesse da companhia; (2) de forma informada, refletida e justificada; e (3) com boa-fé subjetiva, caracterizada pelo desconhecimento quanto a existência de qualquer conflito.
52. Quanto ao caso concreto, no próprio julgamento da infração de não divulgação adequada das informações envolvendo o empréstimo nas demonstrações financeiras dos exercícios sociais de 2003 e 2004, não restaram dúvidas a respeito de a operação em análise envolver partes relacionadas, uma vez que tanto TCF (fundo que concedeu o empréstimo), quanto Highlake (quem adquiriu o empréstimo) eram vinculadas ao mesmo grupo controlador – o grupo Opportunity.
53. Conforme consta nos autos, o TCF faria parte do grupo Opportunity uma vez que era controlado indiretamente pela BT, controlada pelo Opportunity à época dos fatos. Já a Highlake, era de titularidade de dois fundos do Grupo Opportunity. A estrutura societária da operação Highlake pode ser resumida nos termos abaixo:



54. Assim, fica evidente que esta se tratava de operação com partes relacionadas, uma vez que Opportunity Fund e CVC/Opportunity Partners L.P. integravam a cadeia de controle tanto da BT, quanto da Highlake,

atuando em ambas as pontas. Desta forma, não me parece possível assumir que a decisão de concessão dos empréstimos seria desinteressada, já que o Diretor Financeiro que admitiu o empréstimo (além dos demais administradores, cujos atos não estão sob análise neste processo) participa também da cadeia de controle da empresa beneficiada pelo mútuo. Portanto, a decisão empresarial, a meu ver, não passa no teste da *business judgment rule* e, por consequência, também não admite a aplicação do Art. 159, § 6º da Lei 6.404/1976, não sendo possível a exclusão do regime de aplicação plena dos deveres fiduciários.

55. Na realidade, o simples fato de estar configurada, no caso em análise, a realização de negócios entre partes relacionadas, envolvendo administradores não independentes, por si só exclui a possibilidade de invocar a *business judgment rule* como um argumento de defesa. Além disso, mostra-se indefensável que os administradores possam ter razoavelmente acreditado que a concessão de créditos no caso em análise, sem o respaldo das garantias normalmente exigidas em negócios da mesma natureza no mercado, atendessem ao melhor interesse da companhia.
56. Sendo assim, o teste utilizado pela CVM não se mostra adequado para provar que o Recorrente não violou seu dever de diligência, simplesmente porque tomou sua decisão de maneira informada. Em verdade, a própria concepção do que seria uma decisão “informada” adotada na análise do caso em questão demonstra-se insatisfatória, na medida em que não leva em consideração a questão da oportunidade. Relembrando, a forma adequada de interpretar esse conceito não seria apenas de uma decisão com informação sobre a operação em si, mas refletida e justificada, na qual, necessariamente, é relevante considerar não isoladamente, mas em comparação com outras oportunidades de alocação de recursos.
57. Sendo assim, o teste da *business judgment rule* não se mostra adequado para provar que o Recorrente não violou seu dever de diligência. Sendo a operação em questão realizada entre partes relacionadas, a observância do dever de diligência pelo Recorrente deve ser avaliada a partir da constatação de que o empréstimo à Highlake foi celebrado de forma equitativa, nos termos do teste da *entire fairness*, ou seja, com base em (i) uma *negociação justa* e (ii) um *preço justo*. Esta foi a lógica sugerida pela Diretora Relatora, Maria Helena de Santana, com precisão, no Caso Splice. Conforme mencionado pela relatora, no caso de operação com partes relacionadas, seria necessário provar (i) que a decisão tinha sido informada e (ii) foram analisados os custos de oportunidade da operação.
58. A análise dos autos responde de forma clara ao teste do Caso Splice.
59. De fato, a CVM afastou no início das investigações a hipótese de que o processo pelo qual a operação foi aprovada não estaria de acordo com os estatutos sociais da Companhia. Não se viu neste caso usurpação de oportunidade de outras empresas do grupo Opportunity e as instâncias adequadas teriam sido responsáveis pela aprovação da operação, tendo acesso aos documentos necessários para avaliá-la (esse “devido processo decisório” foi o embasamento para decisão de absolvição, inclusive).
60. No entanto, a meu ver, errou a CVM em tal análise. Aplicou o conceito de análise de uma operação realizada pelo administrador em conflito de interesses próprio, e não no exercício do dever de diligência. Em tal caso, a negociação justa deveria incluir aspectos capazes de afastar a operação dos problemas causados pelo próprio conflito, como a submissão da decisão ao menos ao escrutínio do conselho de administração da BT e talvez dos próprios acionistas em assembleia geral. A própria conduta do administrador de não tornar pública tal informação de forma adequada reforça o entendimento de que a negociação não atenderia ao critério da negociação justa, a qual incluiria o respeito à legislação vigente, seja a legislação de mercado de capitais, seja a regulatória.
61. Obviamente poderia-se discutir muito profundamente qual o conceito de negociação justa. Mas creio não existir dúvida de que a legalidade é parte de qualquer critério jurídico de justiça. Ou seja, de forma simples, nem todo negócio que é legal é necessariamente justo. Mas todo negócio que envolve a prática de atos ilegais, particularmente com a não divulgação de informações relevantes para acionistas em âmbito societário, é necessariamente injusto. Na vida societária, parte da justiça da operação passa pela forma como a vontade do ente societário é formada. Em qualquer negócio, o critério de justiça é o processo de formação da vontade das partes. No caso societário, a formação de tal vontade é mais complexa, pois muitas vezes não se faz por um ato isolado, por uma assinatura, mas por um processo deliberativo completo que pode envolver diversas instâncias, como a diretoria, o conselho de administração, o conselho fiscal e a assembleia de acionistas.
62. Como dito acima, com relação à primeira imputação, a razão pela qual a informação não foi tornada pública, de forma que pudesse ser analisada por todos os acionistas, foi o fato de que os efetivos motivos

para a operação era, em alguma medida, inconfessáveis. O que se pretendia é que a Highlake atuasse como veículo de aquisição de participações societárias de concorrentes da BT, a qual seria potencialmente vedada caso fosse realizada de forma direta. Indubitavelmente tratava-se de operação de alto risco, para a qual seria necessária, sem dúvida, a intervenção dos acionistas, até por meio da judicialização da contestação à operação, caso considerassem necessário. Assim, difícil dizer que a decisão do Recorrente foi informada, refletida e justificada, no sentido amplo de incorporar o processo deliberativo que seria adequado ao caso.

63. Contudo, é no segundo critério do Caso Splice, como interpretação do critério de *entire fairness*, qual seja, o critério do preço justo, que recai de forma mais evidente a razão para revisão da decisão da CVM, pois, mesmo que não se leve em consideração toda a deliberação acima, e seja aplicada a *business judgment rule*, conforme a jurisprudência da CVM, seria necessário considerar a comparação, primeiro, entre a operação do caso concreto e os padrões de mercado, e, depois, se foi realizada qualquer tipo de análise dos custos de oportunidade da operação.
64. Como a acusação bem pontuou, os parâmetros da operação em análise diferenciam-se consideravelmente dos padrões de mercado. Afinal, a avaliação do preço da operação não deve se ater apenas aos juros, pagos pela parte que adquire o empréstimo. Certamente, o critério de valor da operação também deve considerar o custo global da operação para a empresa que ofereceu o empréstimo e isso, sem dúvida, engloba o valor da garantia prestada, já que a função inerente da garantia é limitar o valor da perda daquele que concede o empréstimo e, indiretamente, limitar o valor máximo gasto com o empréstimo. De forma simplista, poderia dizer-se que, em tese, quanto melhor a garantia, mais baixos os juros cobrados pelo mutuante. Sendo o preço do contrato de mútuo os juros, não há dúvida que a forma da garantia ofertada é parte integrante do preço.
65. A operação de mútuo consistiu na emissão de 3 (três) notas promissórias pela Highlake, sendo as 2 (duas) primeiras datadas de 30 de janeiro de 2003, no valor de US\$ 30.000.000,00 (trinta milhões de dólares dos Estados Unidos da América) e US\$ 10.000.000,00 (dez milhões de dólares dos Estados Unidos da América), respectivamente, e uma terceira nota datada de 19 de março de 2003, no valor de US\$ 3.000.000,00 (três milhões de dólares dos Estados Unidos da América). As notas previam a remuneração de LIBOR + 1,5% (um inteiro e cinco décimos por cento).
66. A operação foi celebrada sem garantias formalizadas, decisão que o Recorrente justificou com base em 4 (quatro) fatores: (a) no investimento supostamente realizado pelo Citibank na Highlake na ordem de US\$ 30.000.000,00 (trinta milhões de dólares dos Estados Unidos da América); (b) o fato de os sócios da Highlake serem parte do grupo Opportunity; (c) as notas promissórias terem sido emitidos sob as leis americanas, que admitem a desconsideração da personalidade jurídica por conta da subcapitalização da sociedade; e (d) a Highlake encontrava-se em ótima situação de caixa no momento da realização da operação.
67. Creio que não seria necessário aprofundar as razões pelas quais tais argumentos não se sustentam. No entanto, vale a análise, pois alguns desses argumentos representam, em verdade, potenciais confissões de própria violação do dever de diligência pelo Recorrente. O fato de partes relacionadas estarem envolvidas na Highlake, como mencionado em detalhe acima, não é um fator redutor do risco da operação. Muito pelo contrário, é claramente um fator de risco por si só. O fato de que o próprio recorrente não consegue identificar este fato é uma efetiva confissão de que não estava preparado para agir com tal dever de diligência, pois não consegue reconhecer a obrigação. Por analogia, é por tal razão que a legislação bancária proíbe expressamente a realização de mútuos por instituições financeiras para membros de seu grupo de controle, direta ou indiretamente. Justamente por ser uma forma clara de expropriação da sociedade controlada, o que é extremamente arriscado no caso de instituições financeiras. Já o argumento de que seria possível a desconsideração da personalidade jurídica é simplesmente insustentável. Se de fato esse argumento foi considerado, seria quase uma prova em sentido contrário, de que a operação foi feita com absoluta negligência. Só não é possível considerar que o argumento faz prova em contrário por ser claramente absurdo. Se isso fosse verdade, ou seja, que a possibilidade de desconsideração da personalidade jurídica reduz o risco de crédito, o Brasil seria o país como menores juros do mundo, pois nossa jurisprudência é extremamente favorável aos pedidos de desconsideração da personalidade jurídica.
68. A única defesa possível aqui para justificar o “preço justo” seria demonstrar que existem operações de mercado em condições análogas à presente. As condições da presente operação são tão parecidas com as de títulos de dívida pública de países desenvolvidos, que a única forma seria tentar comparar a situação financeira da Highlake com a do Tesouro dos Estados Unidos da América, do Japão ou do Reino Unido,

por exemplo, para identificarmos condições semelhantes, quais sejam, a combinação de juros baixos com inexistência de garantias reais ou fidejussórias.

69. Alternativamente, o Recorrente argumentou que a operação tinha como objetivo trazer proteção cambial à BT, uma vez que se tratava de uma operação de curto prazo (com duração inferior a doze meses) e estaria atrelada à moeda estrangeira, protegendo a BT do risco cambial. Ocorre que, mais uma vez, não foi apresentada uma justificativa adequada, como, por exemplo, uma obrigação em valor equivalente, assumida pela BT em dólar, com vencimento em período equivalente.
70. No entanto, tal argumentação, mais uma vez, se for levada a sério, apenas aprofunda a evidência de violação de deveres fiduciários. Caso o objetivo fosse de proteção cambial, uma alternativa mais segura e mais rentável seria a de manter os recursos em uma conta corrente da própria BT no exterior, e, eventualmente, realizar investimentos em títulos de dívida pública ou uma composição de títulos emitidos por companhias com melhor situação creditícia que a Highlake, com títulos emitidos com garantias, e com rendimentos similares. Além de maior segurança, tais investimentos teriam também o benefício da liquidez.
71. A celebração de um empréstimo no montante de US\$ 43.000.000,00 (quarenta e três milhões de dólares dos Estados Unidos da América) sem garantias, certamente, não é usual no mercado e, por isso, gera dúvidas quanto à sua equitatividade, que merecem ser exploradas. Aqui é necessário destacar que os autos demonstram claramente que nunca foi realizada qualquer análise de custos de oportunidade. De fato, o fato de um diretor financeiro de uma grande companhia aberta aprovar uma operação como esta sem realizar um único estudo que demonstrasse que essa era a forma mais adequada de aplicar os recursos financeiros da Companhia, não é crível, o que evidencia o fato de que a operação foi realizada no interesse dos controladores e que o Recorrente operacionalizou a operação de maneira mecânica, não informada, e sem um esforço minimamente razoável para garantir um "preço justo" para a operação em análise.
72. Nas demonstrações financeiras da BT (hoje parte do mesmo grupo econômico da Oi S.A.) do exercício social 2002, constam apenas R\$ 1.525.000,00 (um milhão, quinhentos e vinte e cinco mil reais) a título de empréstimos e financiamentos no ativo circulante. Isso demonstra que o empréstimo no valor de US\$ 43.000.000,00 (quarenta e três milhões de dólares dos Estados Unidos da América) era proporcionalmente significativo para a BT, representando um aumento de cerca de 30 (trinta) vezes no montante total de empréstimos concedidos.
73. Por outro lado, vê-se, nas mesmas demonstrações financeiras, um passivo exigível a longo prazo da ordem de R\$ 5.617.040.000,00 (cinco bilhões, seiscentos e dezessete milhões e quarenta mil reais) frente a um ativo realizável a longo prazo de R\$ 1.170.201.000,00 (um bilhão, cento e setenta milhões, duzentos e um mil reais).
74. Ou seja, o valor do empréstimo concedido à Highlake pelo TCF era expressivo mesmo para a BT, sua controladora indireta e, por isso, requereria especial cuidado. Mas o que fala mais alto neste caso é o silêncio. O Recorrente não conseguiu sequer demonstrar que agiu com diligência ao comparar a presente operação com outras alternativas de investimento disponíveis, para demonstrar que foi feita uma análise de custo de oportunidade, como exigida no Caso Splice. Em uma companhia com um nível de endividamento tão elevado como a BT, seria de se imaginar que, pelo menos, a Companhia faria uma análise mínima, que seria comparar a possibilidade de pagamento antecipado de suas dívidas com valor de juros mais elevados que o dos juros pagos pela Highlake. Difícil imaginar que a BT teria capacidade financeira de obter empréstimos no exterior em condições similares às obtidas pela Highlake. De fato, acredito que seria difícil encontrar quaisquer companhias brasileira, naquele período de grave crise econômica no Brasil, que tenha conseguido emitir títulos no exterior com condições tão benéficas. Mas o relevante, mais uma vez, é o silêncio quanto a qualquer estudo de custo de oportunidade da operação.
75. Sendo assim, parece-me que a presente operação não passa no teste da *entire fairness*, de modo que aqui, abre-se caminho para avaliar-se a responsabilidade do Recorrente pela aprovação da operação.
76. Com base nas razões expostas acima, entendo que o Recorrente violou seu dever de diligência no exercício de sua atividade de diretor financeiro da BT, porque apesar de ter a seu alcance toda a informação necessária para avaliar a operação, não demonstrou tê-lo feito adequadamente, ao permitir a celebração de operação por empresa controlada fora dos parâmetros de mercado sem ao menos realizar um único estudo de custo de oportunidade para a operação. Justamente pelo fato de o empréstimo envolver partes relacionadas, é exigível do Recorrente uma maior diligência na análise da operação, como a própria decisão a CVM ressaltou ao citar o voto da Diretora Ana Novaes no julgamento do PAS CVM

77. O risco de inadimplemento ao qual o Recorrente expôs os acionistas da BT com base em operações não equitativas demonstra sua falta de diligência enquanto Diretor Financeiro da BT. Afinal, ao contar com a possibilidade de desconsideração da personalidade jurídica para basear sua decisão, o Recorrente admite que os sócios da Highlake – sociedades que compõem o grupo Opportunity podem ter que arcar com o empréstimo concedido indiretamente pela BT, sem a devida diligência na sua constituição.
78. Por fim, vale chamar atenção para o fato de que no Recurso 13.720, apreciado por este Conselho em março de 2017, na 400ª Sessão de Julgamento, o Recorrente teve seu recurso voluntário não provido diante da violação de seu dever de diligência, ao patrocinar causas judiciais contrárias aos interesses da companhia. Vê-se assim, um reiterado atropelamento dos interesses da companhia pelo Recorrente.
79. Sendo assim, dou provimento ao recurso de ofício para imputar ao Recorrente a pena de multa no valor de R\$ 200.000,00 (duzentos mil reais).
80. No mais, vale destacar que as penalidades aplicadas neste caso são proporcionais e razoáveis, considerando-se a dimensão e importância da BT à época dos fatos, a gravidade da violação do dever de diligência pelo Recorrente e a relevância da informação não publicada para os investidores e acionistas não controladores.
81. É sempre bom lembrar que o cumprimento do dever de diligência dos administradores e a transparência de informações são pilares bastante relevantes que sustentam o bom funcionamento do mercado de capitais. Um dos maiores desafios enfrentados no fortalecimento e desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro é convencer os investidores que seu patrimônio investido será bem administrado pela empresa. Práticas empresariais que demonstram o uso não diligente do patrimônio da empresa minam diretamente justamente a confiança dos investidores que tanto se persegue. Também nesta linha de atrair a confiança dos investidores, a transparência das companhias, por meio da ampla divulgação de suas informações, permite que investidores e acionistas não controladores possam avaliar a manutenção de seus investimentos com base em insumos mais condizentes com a realidade – o que é essencial para conservar sua confiança no mercado de capitais e, conseqüentemente, sempre atrair mais investidores.
82. Em 2004, foi publicado o famoso artigo *Private Benefits of Control: An International Comparison*, de autoria de Alexander Dyck e Luigi Zingales. Os autores, apoiados numa metodologia específica, buscaram estimar os benefícios privados do controle em 39 países, com base na análise da venda de 393 blocos de controle, no período entre 1990 e 2000. A diferença entre o preço pago por ação pela parte adquirente e preço que, posteriormente, prevaleceria por ação no mercado da mesma companhia refletiria o percentual de benefícios apropriados pelo acionista controlador na alienação do controle. Esse percentual, por sua vez, seria indicativo dos benefícios privados extraídos pelo controlador na condução da companhia. Os autores constataram que, na média internacional, o percentual de apropriação era de 14% do valor das ações das companhias. Não por acaso, os países com menor e maior percentual eram o Japão, com -4%, e o Brasil, com 65%. Notou-se que o prêmio pago pelo controle é maior em países com baixa proteção aos investidores, sugerindo o efeito que o ambiente institucional tem nos benefícios privativos do controle^[19]. Por isso, é relevante dar continuidade ao processo inverso, que é o de fortalecimento do regime de deveres fiduciários, como proteção aos interesses dos acionistas minoritários, de forma imediata, e da sociedade como um todo, de forma mediata.
83. Em suma, diante de todo o exposto, voto pelo conhecimento dos recursos voluntários e de ofício e:
- a. por dar provimento ao recurso de ofício, convalidando a absolvição de Paulo Pedrão Rio Branco da acusação de descumprimento de dever de diligência, disposto no art. 153 da Lei nº 6.404/1976 em multa no valor de R\$ 200.000,00 (duzentos mil reais); e
 - b. por negar provimento ao recurso voluntário, mantendo a condenação de Paulo Pedrão Rio Branco ao pagamento de multa no valor de R\$ 100.000,00 (cem mil reais) pela não divulgação do empréstimo contratado com partes relacionadas em notas explicativas às demonstrações financeiras dos exercícios sociais de 2003 e 2004, conforme disposto na Deliberação CVM nº 26/1986.

É o voto.

Carlos Portugal Gouvêa – Conselheiro relator.

[1] “When courts say that they will not interfere in matters of business judgment, it is presupposed that judgment – reasonable diligence – has in fact been exercised” *Casey v. Woodruff*, 49 N.Y.S.2d 625, 643 (Sup. Ct. 1944).

[2] *Aronson v. Lewis*, 473 A.2d 805, 812 (Del. 1984).

[3] Pargendler, Mariana. Responsabilidade Civil dos Administradores e Business Judgment Rule no Direito Brasileiro. *Revista dos Tribunais*, v. 953, 2015, p. 53.

1. Cf. *Principles of Corporate Governance: analysis and recommendations*. Philadelphia: American Law Institute Publishers, 1994, p. 173:

(a) *A director or officer has a duty to the corporation to perform the director’s or officer’s functions in good faith, in a manner that he or she believes to be in the best interests of the corporation, and with the care that an ordinarily prudent person would reasonably be expected to exercise in a like position and under similar circumstances. This Subsection (a) is subject to the provisions of Subsection (c) where applicable.*

(c) *A director or officer who makes a business judgment in good faith fulfills the duty under this Section if the director or officer:*

(1) *is not interested (§1.23) in the subject of the business judgment;*

(2) *is informed with respect to the subject of the business judgment to the extent the director or officer reasonably believes to be appropriate under the circumstances; and*

(3) *rationally believes that the business judgment is in the best interests of the corporation.”*

[5] Arsht, S. Samuel, The Business Judgment Rule Revisited, *Hofstra Law Review*, v. 8, n. 1, 1979, p. 111.

[6] Strine Jr., Leo E., et al. Loyalty's Core Demand: The Defining Role of Good Faith in Corporation Law. *The Georgetown Law Journal*, v. 89, 2010, p. 629.

[7] Eisenberg, Melvin A. The Duty of Care of Corporate Directors and Officers. *University of Pittsburgh Law Review*, v. 51, 1989, p. 959.

[8] *Smith v. Van Gorkom*, 488 A.2d 858, 872 (Del. 1985).

[9] Eisenberg. *The Duty of Care of Corporate Directors and Officers*, cit., p. 960, nt. 41.

[10] *Sinclair Oil Corp. v. Levien*, 280 A.2d 717 (Del. 1971).

[11] Arsht, *The Business Judgment Rule Revisited*, cit., p. 115-116.

[12] Recurso 13.454, julgado na 404ª sessão de julgamento.

[13] Robert B. Little & Joseph A. Orien, Gibson, Dunn & Crutcher LLP, *Determining the Likely Standard of Review in Delaware M&A Transactions*, Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation, postado em 28 de abril de 2017. Disponível em: <https://corpgov.law.harvard.edu/2017/04/28/determining-the-likely-standard-of-review-in-delaware-ma-transactions-2/>

[14] *Weinberger v. UOP, Inc.*, 457 A.2d 701 (Del. 1983): “ *The concept of fairness has two basic aspects: fair dealing and fair price. The former embraces questions of when the transaction was timed, how it was initiated, structured, negotiated, disclosed to the directors, and how the approvals of the directors and the stockholders were obtained. The latter aspect of fairness relates to the economic and financial considerations of the proposed merger, including all relevant factors: assets, market value, earnings, future prospects, and any other elements that affect the intrinsic or inherent value of a company's stock.* Moore, *The "Interested" Director or Officer Transaction*, 4 Del.J. Corp.L. 674, 676 (1979); Nathan & Shapiro, *Legal Standard of Fairness of Merger Terms Under Delaware Law*, 2 Del.J. Corp.L. 44, 46-47 (1977). See *Tri-Continental Corp. v. Battye*, Del.Sup., 74 A.2d 71, 72 (1950); 8 Del.C. § 262(h). However, the test for fairness is not a bifurcated one as between fair dealing and price. All aspects of the issue must be examined as a whole since the question is one of entire fairness. However, in a non-fraudulent transaction we recognize that price may be the preponderant consideration outweighing other features of the merger”.

[15] Por exemplo, Fran Martins: “Orientação mais acertada seria a de alterar a regra contida neste art. 153 para

acentuar o caráter técnico ou profissional do administrador da companhia. Assim, ficaria o dispositivo em consonância com o art. 152, que exige possua o administrador competência e reputação profissional para exercer o cargo.” *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*, 4ª ed., Rio de Janeiro: Forense, 2010, p. 572.

[16] Adamek, Marcelo Vieira von. *Responsabilidade Civil dos Administradores de S/A e as Ações Correlatas*. São Paulo: Saraiva, 2010, p. 125.

[17] Adamek. *Responsabilidade Civil dos Administradores de S/A e as Ações Correlatas*, cit., p. 135.

[18] Clark, Robert Charles. *Corporate law*. Little, Brown and Company, Boston e Toronto, 1986, pp. 123-125.

[19] Dyck, Alexander; Zingales, Luigi. Private Benefits of Control: An International Comparison. *The Journal of Finance*, v. 59, n. 2, 2004, pp. 537-538.



Documento assinado eletronicamente por **Carlos Pagano Botana Portugal Gouvêa, Conselheiro(a) Relator(a)**, em 09/10/2018, às 17:28, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



A autenticidade deste documento pode ser conferida no site http://sei.fazenda.gov.br/sei/controlador_externo.php?acao=documento_conferir&id_orgao_acesso_externo=0, informando o código verificador **0295069** e o código CRC **4AED64FB**.



MINISTÉRIO DA FAZENDA
CONSELHO DE RECURSOS DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL

Recurso 13703

Processo 10372.000141/2016-23

Processo na primeira instância CVM IA2008/02

Relator: Carlos Pagano Botana Portugal Gouvêa

VOTO VISTA

1) Na 410ª Sessão de Julgamento, solicitei vistas para analisar com maior profundidade os elementos da condenação do recorrente em 1ª instância por suposta não divulgação de transação com parte relacionada nas demonstrações contábeis, bem como a absolvição da acusação de descumprimento de dever de diligência previsto no Art. 153 da Lei nº 6.404/1976 por ter realizado a “*contratação do empréstimo sem a exigência de qualquer garantia por parte do tomador, o que expôs a BT a um risco excessivo*”.

2) Analisando os autos, notei que, depois de instaurado o processo em 2008, houve 12 pedidos de prorrogações de prazo da investigação formulados ao Superintendente Geral da CVM, conforme requerido pelo art. 4º da Deliberação CVM nº 538, de 05 de março de 2008. Entretanto, seis deles não continham a aprovação formal daquela Superintendência.

3) Diante disso, solicitei à Procuradoria Geral da Fazenda Nacional manifestação sobre eventual nulidade processual que poderia decorrer da ausência de tais aprovações.

4) No extenso e elaborado Parecer PGFN/CAF/NUCAF/CRSFN nº 49/2018, que adoto integralmente como razões para decidir, manifestou-se a Procuradoria no sentido de que inexistiria qualquer possibilidade de nulidade pela circunstância apontada por este Conselheiro.

5) Em resumo, a Procuradoria fundamenta sua decisão na diretriz da instrumentalidade das formas: se o ato

supostamente nulo não interferiu no resultado do procedimento e não causou prejuízo às partes ele deve ser convalidado.

6) Assim entendo que a falta da formalidade pela não aprovação de prorrogações intermediárias não é capaz de causar nulidade processual no caso concreto. Ressalte-se também que tal possibilidade não foi aventada pela defesa, mas simples dúvida que este Conselheiro pretendeu ver esclarecida.

7) Quanto à absolvição do recorrido quanto à imputação de descumprimento do dever de diligência previsto no Art. 153, da Lei nº 6.404/76, por ter realizado contratação de empréstimo sem exigência de garantias do tomador, expondo a Companhia a riscos, entendo que tal decisão deve ser mantida, negando-se provimento ao recurso de ofício.

8) É que para chegar à conclusão pela absolvição o Colegiado da CVM fez, no meu entender, detalhada análise dos fatos e dos argumentos de defesa. Relevante a reprodução de trecho do voto do Diretor Relator sobre o tema:

"A meu sentir, o Acusado logrou êxito em comprovar que não se pautou exclusivamente nas informações fornecidas pela parte interessada e que considerou, ao decidir pela concessão do empréstimo à Highlake, a existência de elementos que, a seu ver, configuravam-se suficientes para suportar sua decisão, quais sejam: (i) o fato de a Highlake ter como sócios o Opportunity Fund, que era administrado pelo Grupo Opportunity, e o CVC/Opportunity Equity Partners L.P, fundo que representava os investimentos do Citigroup no Brasil; (ii) a diretoria da BT havia sido informada de que o CVC/Opportunity Equity Partners L.P já teria investido US\$ 22 milhões na Highlake justamente para viabilizar a aquisição da participação na Telpart; (iii) as notas promissórias foram regidas pela legislação e foro do Estado de Nova Iorque, Estados Unidos, viabilizando a aplicação da desconsideração da personalidade jurídica no caso de subcapitalização; (iv) as notas promissórias previam a remuneração pela taxa Libor + 1,5% que, segundo a própria acusação, iguala-se à taxa comumente praticada no mercado; e (v) a operação em questão ocorreu no momento em que BT tinha uma excelente situação de caixa, e seu faturamento bruto anual superava a quantia de R\$ 13 bilhões, de sorte que a operação jamais poderia mostrar-se temerária para a BT."

9) O Conselheiro Relator discordou as conclusões da CVM pela absolvição. Ao fundamentar sua divergência, entre outros argumentos, referiu-se o relator à semelhança do presente caso com o Splice (PAS RJ2005/97), onde o Colegiado proferiu decisão pela condenação dos acusados.

10) Devo ressaltar, contudo, que as circunstâncias do caso presente são substancialmente distintas daquelas do caso Splice ao qual o nobre Conselheiro Relator se referiu, por analogia, para dar provimento ao recurso de ofício. Naquele caso os valores envolvidos eram significativamente superiores, além de outros elementos fáticos. Apenas para registro, reproduzo trecho do relatório da Diretora Relatora Maria Helena Santana naquele caso:

16. Relativamente a eventual abuso de poder, a SEP fez as seguintes observações e considerações:

- a. o controle da TCO era detido diretamente pela BID, que era controlada pela Fixcel, que, por sua vez, tinha como acionistas Antonio Roberto Beldi, Alexandre Beldi Netto, Marco Antonio Beldi e Antonio Fábio Beldi;
- b. de acordo com a 2ª ITR/02 da Splice (fls. 1.701/1.734), interveniente garantidora da Fixcel, os empréstimos de R\$660 milhões representavam cerca de 190% do patrimônio líquido, 300% do ativo circulante e 1.000% das disponibilidades da Splice, o que demonstrava a sua incapacidade de honrar a liquidação das debêntures, no caso de inadimplência da Fixcel;
- c. os ativos da Fixcel oferecidos em garantia fluante consistiam basicamente nas ações de emissão da TCO em poder da BID que, entretanto, não poderiam ser recebidas pela Companhia, por força da vedação prevista no § 3º do art. 30 da Lei 6.404/76;
- d. cabe ressaltar que as aplicações em *commercial papers* da Splice já não gozavam de garantia real e que o saldo dessas aplicações, em 30.06.02, era de R\$412 milhões, correspondentes a 20% do ativo total e 36% do patrimônio líquido da TCO;
- e. além disso, parcela significativa das debêntures adquiridas da Fixcel representou a continuação dos empréstimos concedidos anteriormente aos controladores (operação de longo prazo). Dessa forma, a aprovação das referidas aquisições dependia de deliberação dos acionistas, segundo o art. 12 do estatuto social da TCO, e não do conselho de administração conforme ocorreu, com base no art. 17, inciso XIV, do mesmo estatuto³ (fls. 136/147);
- f. assim, ficou provado que a Splice, a Fixcel e seus acionistas agiram com abuso de poder de controle, ao utilizarem recursos da TCO em condições privilegiadas, dado que as garantias oferecidas não eram suficientes, enquadrando-se tal conduta na letra "f" do art. 117 da Lei 6.404/76 e no inciso VI do art. 1º da Instrução CVM nº 323/00;
- g. os demais conselheiros da TCO que participaram da aprovação dos empréstimos, pelas mesmas razões, concorreram para a prática do referido abuso de poder de controle.

11) Quanto à condenação por suposta não divulgação de transação com parte relacionada nas demonstrações contábeis, em infração à Deliberação CVM 26/1986, entendendo não caber razão à Autarquia.

12) Na realidade, referida Deliberação aprova o pronunciamento "Transações com Partes Relacionadas" emitido pelo Instituto Brasileiro de Contadores - IBRACON, órgão associativo dos profissionais de auditoria independente que, à época emitia pronunciamentos técnicos para orientação de seus membros.

13) Referido pronunciamento contém determinadas orientações que deveriam servir de guia para decidir sobre a necessidade de divulgação de transações com partes relacionadas, como as reproduzidas a seguir:

"6. Maior ou menor destaque na divulgação das transações deverá ser dada, considerando os seguintes fatos:

se a transação foi efetuada em condições semelhantes às que seriam aplicadas entre partes não relacionadas(...) que contratasse com base em sua livre vontade e em seu melhor interesse, e

se as transações por si ou por seus efeitos afetam ou possam vir a afetar, de forma significativa, a situação financeira e/ou resultados e sua correspondente demonstração, das empresas intervenientes na operação.
(...)

11. Por fim, deve-se ressaltar que o conceito de apresentação adequada das demonstrações financeiras pressupõe um fator importante no processo de tomada de decisão quanto à divulgação ou não das transações com partes relacionadas que é a relevância dos mesmos. Deve-se medir convenientemente a relevância de quaisquer discrepâncias ou variações em relação às práticas aceitas decorrentes daquelas transações, antes de se decidir pela sua divulgação"

14) Como se vê, o pronunciamento recomenda que devam ser divulgadas as transações com parte relacionadas que, por sua relevância, **poderiam resultar em resultados significativamente diferentes se contratadas em bases não comutativas.**

15) No caso em análise temos que, como indicado acima, a taxa de juros não era significativamente diferente daquela que poderia ser contratada com terceiros e o valor do empréstimo não era significativo no contexto das demonstrações contábeis da BT. Em outras palavras, a transação não poderia ter efeitos relevantes nos resultados na Companhia caso fosse contratada com terceiros e, assim, a obrigatoriedade de sua divulgação é discutível.

16) Ainda, como alegado pelo Recorrente, mesmo que se assumisse que a divulgação fosse necessária, a dosimetria da pena imposta não estaria alinhada com precedentes CVM, como por exemplo no PAS 09/03 :

3. Aplicar aos acusados Delfim Araújo Filho, Milton Dexheimer, Rubens Vieira e Osvaldo Vivanco a **pena de advertência**, por terem publicado as demonstrações financeiras da companhia dos anos de 1998 a 2000 apresentando os saldos das contas de mútuos ativos e passivos com partes relacionadas de forma consolidada, contrariando o art. 178, § 3º, combinado com o art. 266, ambos da Lei nº 6.404/76 e por não divulgarem, adequada e suficientemente, as transações de mútuos com partes relacionadas, não identificando as partes e os respectivos saldos credores ou devedores nas demonstrações financeiras relativas aos exercícios sociais de 1998 a 2000, infringindo, assim, a Deliberação CVM nº 26/86.

17) Diante do exposto, voto por:

- a) **Negar provimento ao recurso de ofício**, mantendo a absolvição de primeira instância; e
- b) **Dar provimento parcial ao recurso voluntário** de PAULO PEDRÃO RIO BRANCO, para **convolar a pena de multa** de R\$ 100.000,00 (cem mil reais) pela não divulgação do empréstimo contratado com partes relacionadas em notas explicativas às demonstrações financeiras dos exercícios sociais de 2003 e 2004, conforme disposto na Deliberação CVM nº 26/1986, **em advertência**.

É o voto.

Francisco Papellás Filho – Conselheiro



Documento assinado eletronicamente por **Francisco Papellás Filho, Conselheiro(a)**, em 23/08/2018, às 10:34, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



A autenticidade deste documento pode ser conferida no site http://sei.fazenda.gov.br/sei/controlador_externo.php?acao=documento_conferir&id_orgao_acesso_externo=0, informando o código verificador **0830425** e o código CRC **09ED2862**.



MINISTÉRIO DA FAZENDA
CONSELHO DE RECURSOS DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL

Recurso 13703

Processo 10372.000141/2016-23

Processo na primeira instância CVM 02/2008

Relator: CARLOS PAGANO BOTANA PORTUGAL GOUVÊA

DECLARAÇÃO DE VOTO DO CONSELHEIRO ALEXANDRE HENRIQUE GRAZIANO

Acompanho o Conselheiro Relator na sua decisão, mas com fundamentos diferentes em relação ao provimento ao recurso de ofício, em especial no tocante a eventual celebração do empréstimo em patamares fora de mercado, que não me parece ter sido o caso.

Em minha opinião, a ocorrência da inobservância do dever de diligência pelo Recorrente, diferentemente do apontado pela CVM, caracteriza-se pelos seguintes fatos:

(i) O empréstimo feito pela TCF a Highlake poderia ser pago por meio de entrega de ações - a exclusivo critério da tomadora do empréstimo, o que me parece revelar, no mínimo, o caráter “atípico” da transação, o que, por si só, ensejaria um escrutínio maior. Além disso, na hipótese de o empréstimo ser pago por meio da entrega das ações, a transação teria se revelado, ao final, aquisição de participação em companhia, sem que tal aquisição tivesse passado pela governança interna da BT para a concretização de operações da espécie (o que, dado o risco regulatório envolvido, não me pareceria aconselhável);

(ii) O Recorrente alega que a aquisição das NPs se tratava de “hedge” cambial, e como tal a operação foi tratada nas demonstrações financeiras da BT. Ainda que a operação pudesse ter uma função (acessória) de “hedge”, não me parece diligente que um diretor financeiro buscasse proteção para sua exposição em moeda estrangeira por meio de empréstimo para outra companhia do grupo, ainda que, em valores relativos, o montante da transação não fosse relevante em relação ao patrimônio da BT. Dessa forma, se a motivação da transação não era essa (hedge), a única outra explicação razoável era de que se tratava de empréstimo de recursos destinados à aquisição de outra empresa em data futura - aquisição esta que era proibida, regulatoriamente, ao tempo do empréstimo, e que não passou pelo processo de governança interno da BT - o que me parece reforçar a demonstração de ausência de diligência pelo Recorrente;

(iii) Havia alegação, pelo Recorrente, de que não haveria necessidade de que o empréstimo na ponta final da transação, para a Highlake, contar com garantia, pois o Citigroup (um dos maiores grupos financeiros do mundo, à época) havia aportado recursos na Highlake, e que, como a dívida seria regida por lei de Nova York, na hipótese de não pagamento pela Highlake haveria a desconsideração da personalidade da Highlake, com recurso direto ao Citigroup. Não me parece que tenha havido a mínima diligência nesse aspecto, pois (a) não havia a informação sobre se os recursos do Citigroup haviam sido aportados na forma de participação acionária ou dívida (hipótese na qual a TCF poderia, potencialmente, ficar subordinada ao Citigroup no recebimento de seu crédito); e (b) mesmo no âmbito da lei de Nova York, a desconsideração da personalidade jurídica não é automática, sendo necessária a demonstração de fraude ou outro evento que a justifique (razão pela qual era necessária uma mínima diligência jurídica para se poder afirmar o quanto alegado pelo Recorrente).

É o voto.

Alexandre Henrique Graziano - Conselheiro



Documento assinado eletronicamente por **Alexandre Henrique Graziano, Conselheiro(a)**, em 06/09/2018, às 21:26, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



A autenticidade deste documento pode ser conferida no site http://sei.fazenda.gov.br/sei/controlador_externo.php?acao=documento_conferir&id_orgao_acesso_externo=0, informando o código verificador **1107096** e o código CRC **6EBE071E**.