



MINISTÉRIO DA FAZENDA
CONSELHO DE RECURSOS DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL

399ª Sessão

Recurso 14284

Processo 10372.000503/2016-86

Processo na primeira instância CVM IA-2009-1

RECURSO DE OFÍCIO

RECORRENTE: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

RECORRIDOS: ANDRÉ COVRE

CARLOS JOSÉ FADIGAS DE SOUZA FILHO

EDUARDO DE TOLEDO

FLÁVIO DO COUTO BEZERRA CAVALCANTI

FRANCISCO PAIS

JOÃO ADOLFO ODERICH

JOSÉ AFONSO ALVES CASTANHEIRA

JOSÉ ROBERTO DE CAMARGO OPICE

PEDRO WONGTSCHOWSKI

ROBERTO KUTSCHT NETO

ROBERTO LOPES PONTES SIMÕES

RELATOR: HAROLDO MAVIGNIER GUEDES ALCOFORADO

BASE LEGAL DA IMPUTAÇÃO: Lei nº 6.404, de 1976, art. 155, *caput*.

EMENTA: Recurso de Ofício. Descumprimento do dever de lealdade - Recurso desprovido - Arquivamentos confirmados.

ACÓRDÃO CRSFN 44/2017

Vistos, relatados e discutidos os presentes autos, os membros do Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional decidem, por unanimidade, com base no voto do Relator, conhecer do recurso de ofício com relação aos recorridos ANDRÉ COVRE, CARLOS JOSÉ FADIGAS DE SOUZA FILHO, EDUARDO DE TOLEDO, FLÁVIO DO COUTO BEZERRA CAVALCANTI, FRANCISCO PAIS, JOÃO ADOLFO ODERICH, JOSÉ AFONSO ALVES CASTANHEIRA, JOSÉ ROBERTO DE CAMARGO OPICE, PEDRO WONGTSCHOWSKI, ROBERTO KUTSCHT NETO e ROBERTO LOPES PONTES SIMÕES e, pela imputação de descumprimento do dever de lealdade para com as companhias das quais eram administradores à época dos fatos, **negar-lhe provimento**, tendo em vista a total improcedência da acusação, mantendo o arquivamento determinado em primeira instância.

Participaram do julgamento os Conselheiros Carlos Portugal Gouvêa, Adriana Cristina Dullius Britto, Flávio Maia Fernandes dos Santos, Haroldo Mavignier Guedes Alcoforado, Bláir Costa D'Avila, Antonio Augusto de Sá Freire Filho, Otto Eduardo Fonseca de Albuquerque Lobo e Ana Maria Melo Netto Oliveira. Presente

o Senhor Representante da Procuradoria-Geral da Fazenda Nacional, Dr. André Alvim de Paula Rizzo, que registrou não ter havido requisição de parecer escrito na forma do art. 15 do Regimento Interno do CRSFN, manifestando-se oralmente pelo provimento parcial do recurso em relação aos recorridos André Covre e Roberto Kutsch Neto.

Brasília, 7 de fevereiro de 2017.

RELATÓRIO

I - Objeto

1) Trata-se de processo administrativo sancionador, precedido de inquérito administrativo, instaurado no âmbito da Comissão de Valores Mobiliários - CVM, contra os Srs. ANDRÉ COVRE, CARLOS JOSÉ FADIGAS DE SOUZA FILHO, EDUARDO DE TOLEDO, FLÁVIO DO COUTO BEZERRA CAVALCANTI, FRANCISCO PAIS, JOÃO ADOLFO ODERICH, JOSÉ AFONSO ALVES CASTANHEIRA, JOSÉ ROBERTO DE CAMARGO OPICE, PEDRO WONGTSCHOWSKI, ROBERTO KUTSCHT NETO e ROBERTO LOPES PONTES SIMÕES, com vistas a apurar suposto descumprimento do dever de lealdade para com as companhias das quais são administradores, em violação ao art. 155, *caput*, da Lei nº 6.404, de 7.12.1976.

2) A investigação da CVM iniciou-se com a abertura de inquérito administrativo, de escopo mais amplo, com o objetivo de apurar *"eventuais irregularidades quando da aquisição do grupo Ipiranga pela Ultrapar Participações S.A., relacionadas à valoração das ações de emissão das companhias, utilizada no estabelecimento das relações de troca e reembolso."*

3) A acusação concluiu que o laudo de avaliação elaborado não foi independente, porquanto tomou por base informações fornecidas por administradores das próprias companhias avaliadas. Considerou que tais fatos deveriam ter sido reportados aos membros do Conselho de Administração das companhias, ainda que as informações fornecidas ao avaliador e o próprio laudo tivessem caráter meramente informacional. Ocorre que constou das atas das reuniões do Conselho de Administração das companhias incorporadas que o laudo teria sido elaborado de forma independente, segundo critérios livremente determinados pelo avaliador. A CVM considerou que, ao assim agir, os administradores das companhias incorporadas teriam faltado com o dever de lealdade.

4) Os acusados contestaram a acusação e sustentaram, entre outros argumentos, que agiram no interesse e benefício das companhias, sendo que a própria CVM sempre reconheceu como natural haver contato de avaliadores com administradores de companhias avaliadas, sendo que a convicção formada pelo avaliador leva em conta diferentes fontes de informação, cabendo a ele avaliar, de forma independente, a sua consistência. Defenderam ainda os critérios utilizados, bem como a independência dos laudos de avaliação.

5) Chegou a ser apresentada proposta de Termo de Compromisso por parte dos acusados. No entanto, os proponentes manifestaram, posteriormente, desistência da proposta apresentada.

6) Após o exame das razões de defesa, a Diretoria Colegiada da CVM decidiu, por unanimidade, acolher os argumentos apresentados e ABSOLVER todos os acusados da imputação, por não vislumbrar a existência de elementos suficientes para a caracterização de violação do dever de lealdade. Considerou ainda que os elementos então disponíveis eram, sob a ótica dos acusados, robustos o suficiente para embasar a decisão tomada, no melhor interesse das companhias das quais eram administradores, em atendimento aos deveres fiduciários a eles impostos, e que à época dos fatos não havia ainda sido editado o Parecer de Orientação nº 35, de 1º de setembro de 2008, que passou a orientar os administradores de companhias abertas de forma mais objetiva quanto aos deveres fiduciários em operações dessa natureza.

7) Da referida decisão, a CVM interpôs recurso de ofício a este CRSFN.

VOTO DO RELATOR

I - Questões Preliminares

- 1) Cuida-se aqui da aquisição do controle acionário direto da Refinaria de Petróleo Ipiranga S.A e da Distribuidora de Produtos de Petróleo Ipiranga S.A., bem como do controle indireto da Companhia Brasileira de Petróleo Ipiranga S.A., pela Ultrapar Participações S.A., em nome próprio, e como comissária da Petróleo Brasileiro S.A. e da Braskem S.A.
- 2) A investigação da CVM iniciou-se com a abertura de inquérito administrativo, de escopo mais amplo, com o objetivo de apurar *"eventuais irregularidades quando da aquisição do grupo Ipiranga pela Ultrapar Participações S.A., relacionadas à valoração das ações de emissão das companhias, utilizada no estabelecimento das relações de troca e reembolso."*
- 3) O inquérito resultou no presente processo administrativo sancionador, sob a acusação de descumprimento do dever de lealdade para com as companhias das quais são administradores, em violação ao art. 155, *caput*, da Lei das Sociedades Anônimas, por parte dos Srs. ANDRÉ COVRE, CARLOS JOSÉ FADIGAS DE SOUZA FILHO, EDUARDO DE TOLEDO, FLÁVIO DO COUTO BEZERRA CAVALCANTI, FRANCISCO PAIS, JOÃO ADOLFO ODERICH, JOSÉ AFONSO ALVES CASTANHEIRA, JOSÉ ROBERTO DE CAMARGO OPICE, PEDRO WONGTSCHOWSKI, ROBERTO KUTSCHT NETO e ROBERTO LOPES PONTES SIMÕES.
- 4) Diversos laudos de avaliação foram elaborados para subsidiar referida operação de incorporação de ações (art. 252 da Lei nº 6.404, de 1976) e determinar o valor de reembolso devido aos acionistas dissidentes.
- 5) Consta que, após a divulgação do correspondente Fato Relevante, em 19 de março de 2007, e durante todo o processo de reorganização societária, houve várias reclamações dirigidas à CVM, questionando especialmente o laudo que serviu de suporte aos valores oferecidos aos acionistas minoritários das companhias do Grupo Ipiranga.
- 6) Entre as informações e documentos analisados, foram detectadas mensagens de *e-mails*, que antecederam a operação, trocados entre a Ultrapar, a Petrobrás e a Braskem, cujos trechos (transcritos na decisão recorrida - fls. 6.431-6.473) indicariam troca de informações entre a Ultrapar, a Estáter Gestão e Finanças (que assessorou a operação) e o Deutsche Bank Securities Ink. (que elaborou o laudo de avaliação), acerca de parâmetros a serem utilizados no laudo de avaliação, e orientações da Ultrapar e de seus assessores, o que revelaria ausência de imparcialidade ou ausência de independência na realização da avaliação.
- 7) A acusação concluiu que o laudo de avaliação elaborado pelo Deutsche Bank não foi independente, porquanto tomou por base informações, que lhe serviram de premissa, fornecidas por administradores das próprias companhias avaliadas.
- 8) A acusação considerou que tais fatos deveriam ter sido reportados aos membros do Conselho de Administração das companhias, ainda que as informações fornecidas ao avaliador e o próprio laudo tivessem caráter meramente informacional. Ocorre que constou das atas das reuniões do Conselho de Administração das companhias incorporadas que o laudo teria sido elaborado de forma independente, segundo critérios livremente determinados pelo avaliador. A CVM considerou que, ao assim agir, os administradores das companhias incorporadas teriam faltado com o dever de lealdade.
- 9) Os acusados sustentaram em defesa conjunta (fls. 5.269-6.143), exceto o Sr. José Roberto de Camargo Opice: **a)** que o processo é nulo, considerando que na fase investigativa foram omitidos dos autos documentos nela colhidos; **b)** que houve cerceamento do direito de defesa; **c)** que não há justa causa para a instauração do processo, porquanto as operações foram realizadas no interesse das companhias e a elas

benéficas; **d**) que há ausência de tipicidade e de interesse de agir da CVM, a qual sempre considerou natural haver contatos de avaliadores com administradores de companhias avaliadas; **e**) que foram diligentes e leais na tomada de decisão, analisando criticamente a relação de troca e os vários critérios e formas de avaliação, levando em conta pareceres de juristas de renome e análises econômicas, material que já se encontrava disponível aos conselheiros de administração das três companhias a serem incorporadas; **f**) que o avaliador Deutsche Bank levou em conta diferentes fontes de informação para análise de consistência e formação de sua convicção independente; **g**) que as condutas a eles atribuídas não configuram qualquer infração ao dever de lealdade, pois é inquestionável a equitatividade da relação de troca, inaplicável ao caso o Parecer de Orientação nº 35, de 2008.

10) O acusado José Roberto de Camargo Opice apresentou defesa em separado (fls. 6.144-6.185), alegando, em acréscimo: **a**) que não houve individualização da conduta, "*não sendo possível saber em que medida ele violou o standard de lealdade por não ter negociado mais, por não ter questionado o suficiente, ainda que tenha negociado e questionado*"; **b**) que agiu dentro de um padrão de conduta razoável e do que lhe era exigível, tendo discutido, juntamente com os demais conselheiros, as relações de troca propostas, confrontando tais valores com o laudo do Credit Suisse, com as cotações de mercado, com o laudo do patrimônio líquido a preços de mercado e até mesmo considerado o critério sugerido pela Acusação; **c**) que chegaram a um consenso com base em análises e discussões e que a relação de troca era adequada e equitativa, não havendo chances de prosperar negociação adicional; **d**) que o laudo do Deutsche Bank foi absolutamente imparcial e compatível com os valores apurados nos demais laudos preparados para fins de incorporação; **e**) que os valores e laudos utilizados na incorporação foram previamente analisados pela CVM; **f**) que a relação de troca foi proposta pela Diretoria e teve aprovação unânime; **g**) que a decisão tomada foi fundamentada, consciente, diligente e leal; **h**) que se aplica ao caso o comando do *business judgement rule*, que impõe uma verdadeira presunção de boa-fé nas decisões negociais tomadas pelos administradores das empresas; **i**) cita decisão adotada pelo Colegiado da CVM no PAS CVM nº 25/03, que consagra o entendimento de que decisões tomadas de boa-fé e com zelo, cuidado e prudência afastam a presunção de culpa e sua revisão deve restringir-se ao processo decisório, sem adentrar no mérito de conveniência ou oportunidade.

11) No que tange às questões preliminares suscitadas, de que o processo é nulo e que houve cerceamento do direito de defesa, considero adequada a decisão da CVM de afastar as questões arguidas, sob o fundamento de que na fase investigatória ainda não há uma acusação formulada, mas sim a apuração dos fatos e reunião de elementos de materialidade e de autoria, fase anterior, portanto, à instauração do processo propriamente dito, onde o contraditório efetivamente se instala, razão pela qual não prosperam essas alegações, tendo o processo se desenvolvido regularmente e com observância do contraditório e da ampla defesa.

II - Mérito

12) No mérito, não se pode falar em ausência de tipicidade, na medida em que a imputação relaciona-se, em tese, justamente com o dever de lealdade descrito no art. 155, *caput*, da Lei das S/A. Também não se pode afirmar, *a priori*, em função da complexidade da matéria e de interpretações em torno dos procedimentos diversos que envolvem operações dessa natureza, assim como da conduta dos administradores e da postura dos avaliadores, de que não havia justa para apurar os fatos mediante processo administrativo, ainda que posteriormente, à vista do aprofundamento de sua análise, do conjunto das provas e dos argumentos trazidos pela defesa, possa a Autarquia chegar a outra conclusão. O interesse de agir do órgão regulador e supervisor estará presente sempre que houver indícios de violação de normas, independentemente de resultar em benefício ou em prejuízo para as companhias.

13) Entretanto, de acordo com a decisão proferida pela CVM, os acusados apresentaram provas que refutariam a tese acusatória, consubstanciadas em e-mails trocados entre as partes interessadas, em que há trechos expressos que revelam o propósito de não influenciar a discussão e de preservar a independência, bem como em relatório elaborado pela KPMG, que teve por escopo verificar se houve de fato o direcionamento dos trabalhos do Deutsche Bank. O relatório concluiu que não foram identificados sinais de que este avaliador tenha sido influenciado na emissão de seu laudo de avaliação em relação à Ultrapar ou ao Grupo Ipiranga, levando em consideração diversos aspectos, depoimentos e documentos (item 19 da decisão, fls. 6.461-6.462).

14) A CVM considerou ainda que a Acusação baseou-se em trechos de sete e-mails inconclusivos, num

universo de mais de quatro mil e-mails trocados entre as partes envolvidas, relacionados à operação.

15) Quanto à aprovação em si da proposta de incorporação de ações submetida pela Ultrapar nas reuniões dos Conselhos de Administração da Distribuidora e da Refinaria Ipiranga, sem ponderações ou tentativa de negociação, as provas igualmente refutam a tese acusatória, ao ficar demonstrado que os administradores foram leais e diligentes, ao realizarem análise crítica da relação de troca proposta, bem como ao utilizar metodologia que leva em consideração vários critérios e formas de avaliação, inclusive com formulação de consultas a especialistas quanto aos benefícios esperados.

16) Os padrões de conduta exigidos de um administrador probo e diligente, observados nos limites dos *standards* gerais do dever de lealdade, devem ser considerados no contexto dos fatos, sob risco de haver uma interferência indevida no mérito das decisões tomadas segundo avaliações próprias das perspectivas presentes à ocasião e que melhor consultam aos interesses das companhias.

17) Ademais, a CVM destaca que normas posteriores que passaram a detalhar de forma mais objetiva as situações e procedimentos, como é o caso do Parecer de Orientação nº 35, de 2008, que procurou dar concretude aos deveres fiduciários dos administradores em operações da espécie, não podem retroagir para atingir fatos pretéritos, fosse esse o caso.

III - Conclusão

18) Penso que os administradores agiram com cautela e prudência, assim como conscientes da decisão criteriosa tomada, não vislumbrando violação do dever de lealdade em suas ações.

19) Por todo o exposto, considero irretocável a decisão da CVM de absolvição dos acusados da imputação de violação do dever de lealdade previsto no art. 155, *caput*, da Lei 6.404, de 1976, por não restar configurada a prática da infração, ao atestar a independência do Deutsche Bank na elaboração do laudo de avaliação, no que se refere aos acusados André Covre e Roberto Kutsch Neto, e ao aprovar a incorporação de ações submetida pela Ultrapar, no que se refere a todos os acusados.

20) Nesses termos, com a devida *venia* do posicionamento manifestado pela PGFN, VOTO pelo não provimento do recurso de ofício, confirmando-se a decisão de arquivamento, com relação aos recorridos.

É o voto.

HAROLDO MAVIGNIER GUEDES ALCOFORADO – Conselheiro-Relator.



Documento assinado eletronicamente por **Ana Maria Melo Netto Oliveira, Presidente**, em 10/02/2017, às 16:39, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



Documento assinado eletronicamente por **Haroldo Mavignier Guedes Alcoforado, Conselheiro Relator**, em 10/02/2017, às 17:02, 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 **0012702** e o código CRC **2437E571**.