



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº RJ2013/11703

Reg. Col. 9211/2014

Acusados:

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

Assunto:

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

MANIFESTAÇÃO DE VOTO

I. PANO DE FUNDO

1. Neste processo sancionador, discutimos se os membros do conselho de administração da HRT¹ violaram o dever de atuar no interesse da companhia, infringido assim o artigo 154 da Lei nº 6.404/1976, ao aprovarem a celebração, pela Companhia, de um pacote de indenizações – o *Severance Package* – em favor de alguns de seus executivos e profissionais, incluindo alguns dos integrantes do referido conselho.

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



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

2. O conselho de administração da Companhia era composto majoritariamente de conselheiros independentes², alguns dos quais escolhidos através de um processo de seleção conduzido por investidores estrangeiros que detinham participação relevante na HRT e não eram ligados aos seus administradores originais. Como bem ressaltado no voto do Relator, a acusação não traz qualquer elemento que nos autorize concluir de outra forma. A toda evidência, o fato de o conselheiro receber remuneração³ pelo exercício do cargo ou constar na chapa proposta pela administração não pode ser considerado indício de falta de independência. Qualquer interpretação diversa impossibilita o cumprimento das regras de listagem que exigem um número mínimo de conselheiros independentes.

3. Ademais, a maioria dos conselheiros da Companhia não possuía qualquer interesse pessoal na matéria em que teriam, na opinião da SEP, incorrido em abuso de poder. Ao todo, 28 executivos e funcionários da HRT foram contemplados com o *Severance Package*, incluindo três membros do conselho de administração, os quais foram incluídos no pacote de indenização em razão de atributos bem demarcados, que não se confundiam com a sua atuação no referido conselho. Ressalte-se, ainda, que não havia então nenhum acionista ou grupo de acionistas que detivesse a capacidade de determinar, de forma estável, o controle da Companhia⁴.

4. Assim, embora todos os conselheiros da HRT tenham participado do processo de discussão e aprovação do *Severance Package*, a decisão colegial⁵ foi tomada por uma

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

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

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

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



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

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

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

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

7. A segunda divergência jurídica se refere ao padrão de revisão apropriado para o caso. Em seu voto, o Relator analisa a conduta dos conselheiros interessados a partir do teste de justiça integral (*entire fairness*) formulado pelos tribunais norte-americanos e aplica a *business judgment rule* para os demais. A meu ver, a *business judgment rule* deve, a princípio⁶, ser aplicada em casos instaurados para apurar possíveis violações ao

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

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



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

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

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

II. DOS PADRÕES DE CONDUTA AOS PADRÕES DE REVISÃO

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

Padrões de conduta e de revisão

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

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

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



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

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

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

11. A forma como os diferentes padrões de conduta e os padrões de revisão se articulam em diferentes cenários ainda não foi objeto de um exame minucioso e sistematizado no Brasil. Doutrina e jurisprudência avançaram, sobretudo, no exame do dever de diligência e da regra da decisão negocial (*business judgment rule*). Embora por vezes inadvertidamente considerados como intercambiáveis, o dever de diligência é padrão de conduta, que não se confunde com um padrão de revisão. A regra da decisão negocial, por sua vez, é um padrão de revisão⁸, que em nossa jurisprudência administrativa⁹ protege decisões tomadas de modo informado, refletido e desinteressado.

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

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

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

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



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

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

A experiência norte-americana

13. Faço essa digressão para justificar um breve exame da jurisprudência norte-americana. A toda evidência, os processos instaurados pela CVM não são decididos com base no direito comparado, mas a experiência de outras jurisdições sempre foi e continua sendo uma importante fonte para o desenvolvimento de nossas regras e da nossa jurisprudência administrativa, especialmente em casos que analisam violações aos deveres fiduciários e que, conseqüentemente, requerem a definição dos comportamentos adequados à concretização de deveres enunciados, aqui e lá fora, de forma propositadamente vaga e dos padrões de revisão que podem ser utilizados pelo julgador¹⁰.

14. Com relação aos padrões de revisão – mais especificamente, a possibilidade de utilização de critérios diferenciados de revisão para membros do mesmo órgão colegiado – a jurisprudência norte-americana não é totalmente apaziguada. De fato, e tomando como referência o Estado de Delaware, verifica-se, em certos julgados, a aplicação de padrões diferenciados para conselheiros¹¹ e, em outros, a determinação de um critério único para revisão da atuação de todo o conselho a partir da avaliação da composição do órgão¹²⁻¹³. Esse segundo posicionamento, até onde sei, prevalece nos

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

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

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

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



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

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

15. Na jurisprudência de Delaware, as decisões dos administradores acerca de suas próprias remunerações são consideradas interessadas e, conseqüentemente, sujeitas a um escrutínio detalhado dos tribunais caso questionadas¹⁴. Em termos gerais, os tribunais daquele Estado não distinguem tais deliberações daquelas tomadas em outras matérias nas quais os administradores possuem um interesse pessoal. Em todas essas situações, analisa-se se a deliberação, em sua totalidade, foi justa (*fair*) para a companhia. Em termos práticos, o teste de justiça integral (*entire fairness*) se desdobra em duas avaliações, uma no tocante aos procedimentos adotados (*fair dealing*) e outra envolvendo um exame substancial das condições do negócio (*fair price*)¹⁵.

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

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

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



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

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

17. Na prática norte-americana, as companhias abertas usualmente adotam comitês de remuneração compostos por membros independentes¹⁷. Ademais, em razão da natureza colegiada e deliberativa do órgão, entende-se que a simples participação do conselheiro interessado na decisão colegiada acerca da sua remuneração não afasta a aplicação da regra da decisão negocial, que continua cabível desde que a maioria dos membros do conselho não tenha interesse na matéria. Nesse sentido, a decisão da Suprema Corte de Delaware em *Aronson v. Lewis* (1984), ao discorrer sobre os princípios que norteiam a aplicação da *business judgment rule*:

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

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

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

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

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

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

¹⁸ 473 A.2d 805 (1984). Sem grifos no original.

¹⁹ 2014 WL 6066108 (Del. Ch. Nov. 14, 2014)



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

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

20. Dessa forma, parece-me que a abordagem proposta pelo Relator é diversa daquela que prevalece em Delaware para casos similares, por pelo menos dois motivos. Primeiramente, por aplicar padrões diferenciados de revisão para conselheiros interessados e desinteressados, enquanto em Delaware a conduta de todos os conselheiros é analisada a partir de um mesmo critério, definido diante da avaliação de diversos elementos, tais quais a composição do órgão e a adoção de determinados procedimentos. Em segundo lugar, por propor solução mais rigorosa do que a dos tribunais de Delaware, que são conhecidos pela maior propensão a rever o mérito de decisões dos administradores²¹, mas que têm, a princípio, analisado decisões tomadas por um conselho composto por uma maioria desinteressada, como o presente, pela ótica da *business judgment rule*.

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

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

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

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



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

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

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

23. Não vejo razão para não seguirmos nesse caso a orientação dos precedentes, motivo pelo qual divirjo do Relator e proponho que as condutas de todos os acusados sejam analisadas a partir do mesmo padrão de revisão. Esse ponto, aliás, já havia sido debatido pelo Colegiado por ocasião do exame da proposta do Relator de nova definição jurídica dos fatos²². Naquele momento, prevaleceu o entendimento do Diretor Pablo Renteria, que assinalou, com propriedade, que “sendo o conselho de administração órgão colegiado, todos aqueles que concorreram para a formação da vontade coletiva devem, a princípio, responder, nos mesmos termos, pelas irregularidades eventualmente cometidas”.

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

²² Deliberada nas reuniões do Colegiado realizadas em 25.10.2016 e 31.01.2017



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

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

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

27. A meu ver, os parâmetros do artigo 152 da Lei nº 6.404/1976 não estabelecem um dever fiduciário autônomo para os administradores²³, nem fixam um padrão próprio para revisão de decisões relativas à remuneração. Ao contrário, os critérios ali previstos devem ser aplicados de forma articulada com os deveres estabelecidos nos artigos 153, 154 e 155 da Lei Societária. Nessa perspectiva, o artigo 152 qualifica os deveres fiduciários enunciados nos dispositivos que o seguem, temperando-os para um contexto específico.

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

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

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



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

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

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

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

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

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



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

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

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

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

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

33. É importante destacar, todavia, que o exame do processo decisório relativo à remuneração nos dois precedentes foi distinto daquele que usualmente é empregado nos casos instaurados para apurar violações ao dever de diligência e analisados sob a ótica da *business judgment rule*. Afinal de contas, o referido padrão de revisão protege decisões informadas, refletidas e desinteressadas²⁵, e o artigo 152, especialmente quando combinado com o artigo 154, não pode ser construído como estabelecendo um critério funcionalmente equivalente à *business judgment rule*, adstrito a aspectos procedimentais, para decisões interessadas.

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

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

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



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

34. Assim como nos precedentes, os administradores da HRT não foram acusados de violar o dever de diligência, que usualmente é analisado sob uma perspectiva meramente procedimental, mas de violar o artigo 154, *caput*, da Lei Societária, que determina que “o administrador deve exercer as atribuições que a lei e o estatuto lhe conferem para lograr os fins e no interesse da companhia, satisfeitas as exigências do bem público e da função social da empresa”.

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

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

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

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



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

complementares²⁷, que eram inclusive apresentados em conjunto na Lei Societária anterior.

38. De fato, pode-se dizer que o **artigo 153** estabelece o **modo** pelo qual o administrador deve atuar (diligente) enquanto o **artigo 154** enuncia a **finalidade** que deve nortear essa atuação (obtenção de lucro mediante exploração do objeto social, respeitadas as exigências do bem público e da função social da empresa). Nesse sentido, aliás, o professor José Alexandre Tavares Guerreiro destaca o caráter nitidamente finalístico do artigo 154²⁸. No mesmo sentido, Luiz Antonio Sampaio Campos assinala que “o interesse social representa, portanto, a diretriz e o limite da discricionariedade atribuída aos administradores em relação à conduta da companhia”²⁹.

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

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

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

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

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

³⁰ *Idem*, p. 816.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

uma análise acerca da independência e do interesse do administrador. Com efeito, para que o artigo 154 cumpra com a sua finalidade, a revisão em casos de suspeita de desvio requer um olhar diferente e uma consulta mais abrangente, que busque apurar se atos praticados pelos administradores, ainda que formalmente corretos, buscavam de fato atingir fins ilegais, contrários à ordem pública ou aos interesses da companhia³¹.

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

42. “A noção de desvio de poder no âmbito societário advém daquela desenvolvida pelo direito administrativo”, assinala Flavia Parente³². É no direito administrativo, portanto, que inicia o exame sobre a forma como se poder aferir o desvio de poder no caso concreto.

43. Em seu trabalho sobre o tema, José Cretella Junior assinala, com base na lição de Waline, que quando o administrador usa os poderes de que dispõe para atingir fins escusos, normalmente tomará o cuidado de adotar as formalidades necessárias e apresentar um pretexto legal. Provar o desvio de poder requer, portanto, que se desmascare o ardil³³.

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

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

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

³³ CRETILLA Jr., J. *Anulação do Ato Administrativo por Desvio de Poder*. São Paulo: Forense, 1978, p. 103 e p. 119.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

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

45. Com essa ressalva, Cretella Jr. destaca, a partir das experiências francesa e italiana, os principais sintomas (ou indícios) do desvio de poder no direito administrativo, dentre os quais destaco, como exemplos: (i) contradição do ato com atos posteriores ou anteriores; (ii) motivação exagerada, contraditória ou insuficiente; (iii) alteração dos fatos; (iv) ilogicidade manifesta; (v) disparidade de tratamento; e (vi) precipitação com que o ato foi editado³⁵. Feitas as adaptações necessárias, parece-me que tais indícios podem também ser utilizados no âmbito do direito societário.

46. Voltando ao caso em tela, destaco não ter identificado nenhuma prova cabal de desvio de poder. Esse fato, naturalmente, não é suficiente para concluir pela inocência dos acusados ou mesmo pela impossibilidade de apenação, posto que os casos dessa natureza são frequentemente analisados com base em provas indiciárias.

47. Ademais, não encontrei no caso elementos que indicassem que a maioria do conselho tivesse interesse na matéria questionada ou que não tenha atuado de modo independente. Dos indícios que tipicamente embasam o exame do desvio de poder no direito administrativo, parece-me que a decisão questionada no caso em tela poderia ser revisitada, sobretudo, a fim de checar se há ilogicidade manifesta, que, segundo Cretella Jr., “é revelada pelo contraste insanável de várias partes da medida, como, por exemplo, entre os diversos incisos da motivação ou entre a motivação e o dispositivo”³⁶.

48. O conceito não é, em essência, estranho ao direito societário. Os administradores das sociedades anônimas têm, dentro dos limites estabelecidos na lei e nos estatutos, discricionariedade para administrar a companhia e o mérito de suas decisões não deve ser revisto, desde que atuem com a diligência e a lealdade exigidas na lei.

49. O dever de diligência impõe aos administradores que se informem acerca dos assuntos que lhes são submetidos e dediquem tempo (dentro das possibilidades) para a tomada de decisões refletidas. Nesse cenário, embora se reconheça que o juízo de

³⁴ Idem, p. 104.

³⁵ Idem, p. 108.

³⁶ Idem, p. 112.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

razoabilidade do administrador³⁷ é, a princípio, insindicável, não se pode proteger decisões irracionais³⁸. Afinal de contas, não se pode conceber que um administrador qualificado, atuando de forma leal e diligente e tendo como norte os interesses da companhia, tome uma decisão teratológica. Cito, mais uma vez, Melvin Aron Eisenberg:

“Similarly, most courts have not limited the standard of review under the business-judgment rule to subjective good faith, but instead have employed a standard that involves some objective review of the quality of the decision, however limited. As William Quillen, formerly a leading Delaware judge, has stated: ‘[T]here can be no question that for years the courts have in fact reviewed directors’ business decisions to some extent from a quality of judgment point of view. Businessmen do not like it, but courts do it and are likely to continue to do it because directors are fiduciaries.’ Even courts that seem to use the term ‘good faith’ in relatively subjective way nevertheless almost always review the quality of decisions under the guise of a rule that the irrationality of a decision shows bad faith. Courts have adopted an objective element because a subjective-good-faith standard would depart too far from the general principles of law that apply to private individuals. Serious problems would arise if

³⁷ Vale ressaltar que o teste da justiça integral a que se refere o Diretor Relator é mais invasivo do que o teste de razoabilidade. Sobre o assunto, vale citar a lição de Clark: *“A conventional statement of the chief judge-made limitation on executive compensation is that it must be based on services performed for the corporation and must be ‘reasonable’ in amount. Put another way, the amount of compensation must bear a ‘reasonable’ relationship to the value of the services performed to the corporation. Since the fixing of the executive compensation often involves some element of at least de facto self-dealing, one may wonder why the courts do not simply deploy the fairness test used in the scrutiny of basic self-dealing. Does the difference in terminology has any significance? Yes, it marks a real difference in judicial practice. Executive compensation is scrutinized in a less exacting way than are other contracts with interested officers. (...) The relatively loose scrutiny of executive compensation under corporate law principles reflects the difficulty of constructing a set of controls that are both justified and meaningful.”* CLARK, Robert Charles. *Corporate Law*. Boston: Little, Brown and Company, 1986, p. 192 (sem grifos no original).

³⁸ Que não se confunde com o exame de razoabilidade, como ressalta o então vice-chancellor Leo Strine em *In re Netsmart Technologies, Inc. Shareholders Litigation*: *“What is important and different about the Revlon standard is the intensity of judicial review that is applied to the directors’ conduct. Unlike the bare rationality standard applicable to garden-variety decisions subject to the business judgment rule, the Revlon standard contemplates a judicial examination of the reasonableness of the board’s decision-making process. Although linguistically not obvious, this reasonableness review is more searching than rationality review, and there is less tolerance for slack by the directors. Although the directors have a choice of means, they do not comply with their Revlon duties unless they undertake reasonable steps to get the best deal.”*



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

even an irrational business decision was protected solely because it was made in subjective good faith.”³⁹ (sem grifos no original)

50. Como bem anota Ricardo Costa, decisões irracionais são aquelas “incompreensíveis, absurdas, sem explicação coerente ou fundamento plausível”⁴⁰. No mesmo sentido, Allen, Jacobs e Strine, definem como irracional “aquela decisão tão descaradamente imprudente que chega ser inexplicável, no sentido de que nenhuma pessoa bem motivada e minimamente informada poderia tê-la tomado”⁴¹. É nítido, portanto, o paralelo entre o filtro de racionalidade desenvolvido na seara societária com a ilogicidade manifesta a que se referem os administrativistas⁴².

51. A maior parte dos casos envolvem decisões que, indubitavelmente, passam pelo teste de racionalidade, que basicamente exige que as decisões possam ser justificadas de modo minimamente aceitável. Com efeito, uma possível explicação para o filtro de racionalidade ser pouco discutido decorre do fato de que esse, quando aplicado da forma correta, se traduz na fixação do sarrafo em um patamar que é facilmente transposto. Como assinala Eisenberg:

*“To see how exceptional a rationality standard is, we need only think about the judgments we make in everyday life. It is common to characterize a person's conduct as imprudent or unreasonable, but it is very uncommon to characterize a person's conduct as irrational. Unlike a subjective-good-faith standard, a rationality standard preserves a minimum and necessary degree of director and officer accountability. Further, a rationality standard allows courts to enjoin directors and officers from taking actions that would waste the corporation's assets.”*⁴³

³⁹ EISENBERG, Melvin Aron. *Op. Cit.*, p. 442.

⁴⁰ COSTA, Ricardo; DIAS, Gabriela Figueiredo. “Comentários ao Artigo 64”. In: ABREU, Jorge M. Coutinho de (Coord.). *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, Vol. 1. 2ª Edição. Coimbra: Editora Almedina, 2017, p. 782.

⁴¹ Tradução livre. No original: “That result flows from the definition of an irrational decision –one that is so blatantly imprudent that it is inexplicable, in the sense that no well-motivated and minimally informed person could have made it.” ALLEN, William T.; JACOBS, Jack B.; STRINE, Leo E. “Realigning the Standard of Review of Director Due Care with Delaware Public Policy: A Critique of *Van Gorkom* and its Progeny as a Standard of Review Problem”. In: *Northwestern University Law Review*, Vol. 96, 2002, p. 452.

⁴² “An obvious example of a decision that fails to satisfy the rationality standard is a decision that cannot be coherently explained”. EISENBERG, Melvin Aron. *Op. Cit.*, p. 443.

⁴³ EISENBERG, Melvin Aron. *Op. Cit.*, p. 443.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

52. Esse juízo de racionalidade (ou logicidade) é fundamental para permitir que a revisão do artigo 154 complemente de modo efetivo a do artigo 153, evitando que procedimentos vazios, instituídos apenas com o intuito de criar uma falsa aparência de governança, tenham sucesso em proteger administradores de má-fé. Nesse sentido, o então Diretor Otavio Yazbek ressaltou que “ao lado de uma proteção contra decisões tomadas sem a cautela necessária (v.g., de forma desinformada e sem reflexão), em infração ao art. 153, a lei acionária também estabeleceu, agora no art. 154, uma proteção contra decisões absolutamente irracionais do ponto de vista dos fins e do interesse social”⁴⁴.

53. É claro que não se pode adotar uma postura excessivamente cética, que por medo de desvios negue aprioristicamente o valor aos procedimentos consagrados no direito societário, aqui e alhures. Assim, a fim de constatar o possível desvio de poder, deve-se analisar criticamente as justificativas apresentadas pelos administradores e verificar se existem provas indicando que o ato questionado de fato não foi praticado no interesse da companhia.

III. ANÁLISE DO *SEVERANCE PACKAGE*

Breves considerações acerca da decisão que aprovou o pacote de indenizações

54. Como ressaltei no início deste voto, estamos aqui analisando uma decisão colegial que, ao menos nos aspectos formais, é independente e desinteressada. Destaco, ademais, que não existe qualquer indício específico no caso que indique que as deliberações do conselho de administração acerca do *Severance Package* tenham buscado beneficiar seus membros (ou parte deles) ou terceiros que lhes exercessem influência.

55. De fato, a tese da acusação é baseada, sobretudo, em uma análise das cláusulas do pacote de indenizações e no correspondente processo de negociação. Dado que julgamos uma acusação de desvio de poder, parece-me que os aspectos substanciais devem ser considerados, ainda que com a devida parcimônia. Não nos cabe, como já ressaltado, examinar se o ato era o melhor ou o mais adequado, mas perquirir se existem provas do desvio.

⁴⁴ Despacho de requalificação do Caso Altona, analisado em 01.11.2013.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

56. A prova do desvio de poder no direito societário é assunto pouco discutido, razão pela qual partimos do direito administrativo. Examinando as características do caso, parece-me que o único dos sintomas denunciadores do desvio de poder usualmente reconhecidos na doutrina e que poderia, em tese, estar presente no caso é o da ilogicidade manifesta, que, como assinalai, guarda nítida correspondência com as discussões desenvolvidas no direito societário acerca da racionalidade das decisões – mais especificamente, quanto à impossibilidade de que decisões teratológicas, que não admitem uma explicação lógica, sejam protegidas pela abordagem procedimental que, via de regra, é o ponto de partida (e por vezes também de chegada) de casos que examinam violação aos deveres fiduciários.

57. Ressalto mais uma vez que a decisão atacada foi tomada por um colégio independente e desinteressado. O que farei, portanto, é analisar criticamente as justificativas apresentadas a fim de verificar se existem explicações coerentes, à luz do interesse social, para as decisões acerca do pacote de indenizações.

58. De plano, não vejo como considerar ilógica a decisão dos administradores de implementar um pacote de incentivos que buscasse preservar o capital intelectual da Companhia durante o período de instabilidade que essa passava. Da mesma forma, não se pode considerar irracional *per se* a adoção de modalidades de incentivos empregados por diversas outras companhias, no Brasil e no exterior. Tais comentários me parecem relevantes para delimitar a discussão, muito embora as principais críticas que embasam a acusação sejam, de fato, de outras naturezas.

59. Com efeito, mais do que atacar a legalidade em abstrato de pacotes de indenização como o aprovado pela HRT em 2013, a acusação questiona os termos e condições fixados pela Companhia no *Severance Package*. Em teoria, parece-me que o juízo de logicidade/racionalidade acima referido permite que se analise a decisão dos administradores nessa dimensão.

60. Sendo mais específico, pode-se, em certos casos, concluir ser ilógica ou irracional a decisão de oferecer ao administrador uma forma de remuneração que é flagrantemente inapta a cumprir com os objetivos que declaradamente busca atingir. Por exemplo, um pacote de remuneração oferecido a um novo executivo que objetivasse criar incentivos de performance e alinhamento no longo prazo e que fosse composto por um pagamento bastante expressivo na contratação e por salários mensais fixos, dissociados de qualquer meta. Nessa dimensão da análise, não se discute a



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

irracionalidade *per se* de determinada forma de remuneração, mas que deve haver uma explicação racional para cada remuneração à luz dos objetivos pretendidos. Afinal de contas, como se viu na passagem de Cretella acima transcrita, a ilogicidade pode ser depreendida a partir da contradição insanável entre a motivação e o dispositivo.

61. A acusação, em certos momentos, parece avançar nessa linha argumentativa, assinalando que o *Severance Package*, embora fosse declaradamente um plano de retenção de executivos, serviria, na prática, como um pacote de estímulos à demissão ou mesmo de entrincheiramento daquela administração. Penso, contudo, que esse argumento da acusação também não resiste a um exame isento dos fatos, uma vez que existem justificativas plausíveis e defensáveis para as decisões questionadas também nesse ponto.

62. Certos pacotes de indenização, como o aqui analisado, têm como propósito criar incentivos para que certos executivos não se afastassem da companhia (demitindo-se ou renunciando ao cargo, conforme o caso) em antecipação a um evento futuro que esses, por algum motivo, considerem indesejável ou desfavorável. O evento futuro não é, necessariamente, a demissão do beneficiário. Portanto, a retenção promovida pelo *Severance Package* não é necessariamente de longo prazo. Se o pressuposto do pacote é evitar que o beneficiário se demita em antecipação ao evento X, assegurando-lhe o direito a uma remuneração Y caso, no futuro, o evento X de fato ocorra, o fato de o beneficiário, na ocorrência do evento X, se retirar da sociedade e exigir o pagamento de Y não demonstra a insuficiência do incentivo.

63. Esse ponto é importante, pois a meu ver os objetivos do pacote de indenização não foram bem entendidos nesse processo. O *Severance Package* não buscava criar desincentivos para a substituição dos conselheiros pela assembleia geral, mas evitar que certos administradores se demitissem de seus cargos em antecipação a uma eventual mudança na distribuição de capital (com ingresso de um novo controlador, majoritário ou não) ou na composição do conselho. Os acusados justificaram esse objetivo alegando que os beneficiários do *Severance Package* eram profissionais relevantes para a campanha exploratória na Namíbia, considerada estratégica e que envolvia custos elevados – nesse sentido, as defesas trouxeram elementos indicando que os prejuízos que adviriam de uma paralisação curta já excederiam os custos que a Companhia incorreria caso todos os beneficiários do *Severance Package* acionassem os seus pacotes e exigissem as indenizações previstas em seus contratos.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

64. Indo adiante, parece-me que pode haver casos em que condições específicas da modalidade de remuneração sejam consideradas injustificadas. Foi justamente a conclusão do Colegiado no exame dos precedentes, onde se entendeu que não haveria justificativas para a fixação da remuneração em patamares substancialmente superiores aos praticados no mercado. Embora entenda que essa análise é possível e importante (desde que tomados os devidos cuidados, como bem ponderado pelo Diretor Pablo Renteria nos precedentes acima discutidos), não vejo como considerar ilógicos os gatilhos fixados para o *Severance Package* de alguns dos conselheiros.

65. Afinal de contas, o caso em análise envolve uma companhia de capital disperso que passava por um período de alta instabilidade, na qual dois administradores indicaram a intenção de sair do conselho caso a composição fosse alterada com a participação de membros externos. Ora, queria-se garantir, em antecipação, que eles permanecessem na Companhia enquanto não se confirmasse tal alteração. É importante ressaltar, ademais, que o conselho de administração da HRT já havia passado por uma mudança substancial em 2012, quando foram eleitos quatro conselheiros indicados por acionistas que não estavam alinhados com a administração. Quando se considera esse fato, pode-se notar que a eleição realizada em 29.04.2013 alterou de modo significativo a estrutura de poder do conselho de administração, tornando minoritário o grupo de conselheiros ligado à antiga administração.

66. Noto, ademais, que existem fartas evidências nos autos de que praticamente todos os aspectos do plano, desde a decisão de se aprovar um *golden parachute* para certos executivos até as características específicas do pacote de indenizações ao final aprovado foram, em alguma medida, validadas com terceiros, especializados e de reputação. Com efeito, a decisão de aprovar um *severance package* foi originalmente apresentada por acionistas relevantes, que não eram ligados aos administradores originais, e por assessores financeiros. A mesma ideia, posteriormente, veio a ser também levantada por um dos conselheiros independentes e desinteressados, que possuía experiência com o assunto em outra empresa.

67. Já no tocante às condições do pacote de indenizações, o conselho de administração buscou o auxílio de profissionais externos e especializados para confirmar a razoabilidade dos termos negociados. Dentre tais profissionais encontram-se tanto advogados externos quanto um consultor de recrutamento, que em sua análise concluiu que os tipos de gatilho e os valores propostos estavam em linha com as



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

práticas de mercado. Não existe nenhum elemento nos autos que desabone o aconselhamento prestado ou que indique que os administradores não atuaram de boa-fé, ignorando sinais de alerta, razão pela qual esse aconselhamento também deve ser reconhecido como defesa.

68. É possível que as condições do *Severance Package* não possam ser consideradas como as melhores ou mais favoráveis para a Companhia, especialmente quando se analisa a decisão no retrovisor do tempo, conhecendo o resultado da AGO realizada naquele ano e as disputas que se intensificaram a partir de então. Porém, os elementos dos autos não nos permitiriam realizar esse exame, que, ademais, não é aquele que a lei nos autoriza a fazer. Por se tratar de decisão desinteressada, não cabe sequer emitir um juízo de razoabilidade, muito embora os elementos trazidos pelas defesas indiquem, no meu sentir, que os termos dos contratos eram razoáveis. Certamente, contudo, não se pode considerar que a decisão de celebrar o *Severance Package*, nas condições ao final estipuladas, possa ser considerada como uma decisão irracional, que não tenha atentado para os objetivos da Companhia ou tenha buscado favorecer alguma pessoa em especial.

69. Por outro lado, reconheço que a acusação indicou a existência de sérias omissões no material fornecido para os acionistas quando da convocação da assembleia geral. A acusação, todavia, é de desvio de poder e os problemas apontados, embora muito graves, a meu ver não nos autorizam a concluir pela infração ao artigo 154 da Lei nº 6.404/1976. Por tal razão, parece-me impositiva a absolvição dos defendentes.

Questões quanto ao procedimento

70. Gostaria, por fim, de tecer algumas considerações acerca do processo de negociação do *Severance Package*.

71. No caso em tela, é importante repisar, analisamos uma decisão tomada por um conselho composto por uma maioria desinteressada, com a assessoria de um comitê de remuneração, composto exclusivamente por membros independentes. Ademais, há registros detalhados das reuniões em que o conselho analisou o assunto, os quais demonstram de forma clara que os conselheiros não atuaram de forma concertada. Ao contrário, em inúmeras passagens resta evidenciado que os conselheiros tinham visões divergentes acerca de diversos aspectos – e que tais divergências, por vezes, não decorriam apenas de uma tensão entre, de um lado, conselheiros desinteressados e, do



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

outro, os beneficiados pela aprovação do *Severance Package*, refletindo, por vezes, dissensos inclusive entre conselheiros desinteressados.

72. Esse processo de discussão transcorreu por mais de dois meses, durante os quais o assunto foi bastante debatido, inclusive com o apoio de assessores externos. Embora os conselheiros interessados tenham participado das reuniões que tratavam de matéria do seu interesse, noto que os conselheiros desinteressados, quando entendiam necessário, suspendiam a reunião a fim de deliberar separadamente acerca da posição negocial da companhia. Não obstante, a participação dos conselheiros interessados na deliberação do conselho foi um fator enfatizado tanto pela área técnica quanto pelo Relator. Também nesse ponto minha posição diverge daquela adotada por ambos, razão pela qual gostaria de me deter um pouco nesse assunto.

73. Em reuniões realizadas em 25.10.2016 e 31.01.2017, o Colegiado analisou a proposta do Relator de nova definição jurídica dos fatos tratados neste processo. Naquela oportunidade, o Colegiado decidiu – a meu ver, acertadamente – que a Lei Societária brasileira admite que os administradores votem, inclusive, na deliberação acerca de suas próprias remunerações individuais, desde que respeitado o valor global fixado em assembleia geral.

74. Naquela oportunidade, ainda, o Relator indicou que a eventual infração não decorreria da mera participação dos conselheiros nas reuniões do conselho que deliberaram sobre o *Severance Package*, mas sim das suas efetivas condutas. O Relator propôs, inclusive, que os conselheiros que ocupavam cargos executivos fossem acusados também com base no artigo 155, o que não foi aceito em razão do entendimento do restante do Colegiado de que a responsabilidade a eles imputada (infração ao artigo 154) seria a mesma atribuída aos demais conselheiros que aprovaram o aludido pacote de remuneração no âmbito do conselho.

75. No voto proferido no início dessa sessão de julgamento (17.01.2018), suspensa em razão do meu pedido de vista, o Relator manifestou o entendimento de que Marcio Mello e Wagner Peres teriam forçado a prevalência de sua posição, levando os demais conselheiros a abandonarem as suas posições iniciais para adotar uma solução conciliatória. Na visão do Relator, essa pressão teria configurado infração ao artigo 154 da Lei nº 6.404/1976.

76. Com a devida vênia, e pelos motivos que exporei a seguir, entendo que a posição do Relator nesse ponto não tem amparo em nosso regime legal e acarreta consequências



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

de difícil aplicação prática. Indo além, tenho dúvidas se tal entendimento nos ajudaria a alcançar um resultado mais favorável à Companhia.

77. O administrador interessado que deixa de participar das decisões do colégio acerca da sua remuneração não se retira, de todo, do processo de negociação. Ao contrário, ele permanece presente do outro lado da mesa, pois continua sendo a contraparte da companhia⁴⁵. De fato, mesmo na teoria formal o acionista ou administrador conflitado é impedido de participar do processo de formação da vontade social, mas não de interagir com ela na posição de contraparte.

78. Assim, resta claro que os administradores desinteressados deverão, ao fixar a remuneração de outro administrador, considerar as expectativas daquele colega. De nada adiantaria, por exemplo, decidir por uma remuneração que preserva ao máximo o caixa da companhia se o valor resultante fosse considerado inaceitável pelo administrador. A decisão, é claro, deve sempre se dar no melhor interesse da companhia, mas essa avaliação não pode ser feita em abstrato, desconsiderando as expectativas da contraparte. Nesse sentido, já se decidiu anteriormente que a decisão refletida é aquela que considera as “possíveis consequências” do ato⁴⁶.

79. O caso em tela discute o processo de negociação e aprovação de um pacote de indenizações gestado para um grupo restrito de profissionais, liderados por Marcio e Wagner. A elaboração de um plano mais restritivo no rol de gatilhos ou menos favorável na estipulação das vantagens era, sem dúvida, juridicamente possível. Mas é evidente que a elaboração de um contrato que não fosse, ao final, considerado aceitável por Marcio Mello e Wagner Peres não atenderia, em realidade, o interesse da HRT de contratar com esses administradores visando evitar que esses se demissem de suas funções em antecipação a uma possível alteração na estrutura de controle ou administrativa da Companhia.

80. Desse modo, o fato de Marcio Mello e Wagner Peres terem negociado de forma dura, buscando fazer prevalecer suas condições, não me parece autorizar a conclusão de que eles atuaram com desvio de poder. Em linhas gerais, a análise da documentação

⁴⁵ CAMPOS, Luiz Antonio Sampaio. “Conselho de Administração e Diretoria”. In: LAMY FILHO, Alfredo e BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (Org.) *Op. Cit.*, p. 843.

⁴⁶ V. item 31, “ii”, do voto do Diretor Relator Pedro Marcilio no já mencionado Processo Administrativo Sancionador CVM nº 2005/1443.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

acostada aos autos me leva a concluir que o processo transcorreu de modo similar a outras negociações relevantes, especialmente aquelas realizadas em momentos de crise.

81. O voto do Relator, com a devida vênia, parece exigir que o administrador que participa das decisões acerca de sua remuneração amolde suas eventuais pretensões ao que lhe for ao final proposto pela companhia, ou desempenhe um duplo papel: nas reuniões da administração, deve se colocar como defensor ardoroso dos interesses da companhia; nas reuniões em que figurar como contraparte, pode expor seus pontos e entabular uma negociação efetiva. A primeira alternativa me parece negar eficácia à decisão do Colegiado que reconheceu que, no tocante à remuneração, o administrador conflitado pode tomar parte do processo decisório. Já a segunda alternativa parece, a meu ver, pressupor que os agentes adotarão comportamentos pouco críveis e que, ao final, sequer produziram benefícios reais para a companhia.

82. Ao permitir que o administrador interessado participasse da deliberação acerca da sua remuneração, a Lei Societária certamente não pretendeu dispensá-lo de atuar em conformidade com os deveres fiduciários que lhe são impostos naquele mesmo diploma. Não obstante, não me parece razoável entender que os deveres fiduciários obrigam o administrador a sacrificar seus interesses pessoais ao negociar com a companhia o seu pacote de remuneração. Nesse sentido, vale trazer a lição de Vicenç Ribas Ferrer:

“En todo caso, la exigencia de subordinar los intereses personales a los sociales no impide que el administrador procure mejorar las condiciones de su contrato, siempre que se sujete al deber de disclosure sobre las negociaciones de las condiciones contractuales.”⁴⁷

83. O dever de *disclosure* a que se refere Vicenç Ribas Ferrer é o dever de informar sobre a posição de conflito⁴⁸. Na Lei nº 6.404/1976, tal dever encontra-se formalizado na parte final do *caput* artigo 156, que requer que o administrador em situação de conflito consigne “a natureza e extensão do seu interesse”.

84. A decisão do Colegiado reconheceu a inaplicabilidade do artigo 156 uma vez que a Lei Societária permite aos conselheiros de administração votar sobre a remuneração individual de cada administrador, inclusive a deles próprios. Nada se disse, então, acerca dos deveres de divulgação previstos no caso, até porque, de modo geral,

⁴⁷ FERRER, Vicenç Ribas. *El deber de lealtad del administrador de sociedades*. 1ª edição. Madrid: La Ley, 2010, pp. 546-547.

⁴⁸ *Idem*, p. 564.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

parece-me inconcebível que a administração⁴⁹ não tenha informação completa acerca da remuneração ou das vantagens oferecidas a cada um, especialmente quando negocia a remuneração individual de determinado administrador. A corroborar o que disse, noto que os administradores são, inclusive, obrigados a divulgar essas informações à assembleia geral ordinária, caso o pedido seja formulado por acionistas representando participação igual ou superior a 5% (artigo 157, §1º).

85. Faço essa ressalva pois, ao compulsar os autos, identifiquei passagens que colocam dúvidas acerca da suficiência de informações disponibilizadas ao conselho de administração quanto aos acordos de não-competição celebrados pelos conselheiros interessados em setembro de 2012⁵⁰. Essa possível violação, que ressalto não estar comprovada, não foi, contudo, analisada em profundidade pela SEP, que, conseqüentemente, não formulou nenhuma acusação a respeito.

86. Naturalmente, o julgamento não é o momento apropriado para inaugurar uma linha de investigação. Da mesma forma, ainda que houvesse elementos suficientes para comprovar a irregularidade aqui aventada, não poderíamos condenar com base em fatos distintos daqueles que constam da acusação, sobre os quais os acusados não foram chamados a se defender. Não obstante, considerando que os deveres dos administradores nas deliberações acerca da sua própria remuneração são um tema ainda pouco examinado na jurisprudência da casa, entendo relevante registrar a importância da transparência e, mais especificamente, a reprovabilidade em tese de condutas que visem enganar a administração.

87. De volta aos autos, a documentação acostada indica que o processo de negociação do *Severance Package* resultou em concessões de ambos os lados, podendo a solução ser de fato considerada conciliatória. Embora tenham defendido suas posições de modo bastante enérgico, Marcio Mello e Wagner Peres não prevaleceram em pontos relevantes. Por exemplo, (i) a indenização ao final definida para o contrato de Marcio Mello foi 25% inferior àquela por ele pleiteada (3x a remuneração anual ao invés de 4x); (ii) a versão final dos contratos incluía uma regra não prevista nas discussões originais e que liberava a HRT das obrigações de pagamento ali assumidas caso a

⁴⁹ Em benefício da síntese, e dado não se tratar de assunto relevante para o deslinde do caso, deixo aqui de me aprofundar nas discussões sobre possíveis arranjos internos de governança, inclusive aqueles destinados a lidar com situações de conflito de interesse.

⁵⁰ V. p. ex. fls. 1603-1633.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

Companhia não detivesse um caixa mínimo, o que demonstra o cuidado dos administradores com a preservação da Companhia; e (iii) os acordos dos diretores passaram a incluir cláusulas de não competição e não solicitação.

88. Outro ponto relevante no qual, ao final, prevaleceu a solução intermediária foi na definição dos gatilhos, nomeadamente na hipótese de mudanças no conselho de administração. A posição do conselho de administração de excluir do rol de gatilhos a eventual substituição dos membros que, na avaliação do próprio conselho, não eram vitais para o negócio da Companhia é, a meu ver, indício da forma independente com que os demais membros do conselho reagiram às demandas de Marcio Mello e Wagner Peres.

89. Diante do exposto, entendo que a forma de atuação dos conselheiros interessados na negociação de seus pacotes de indenização, ao menos da forma trabalhada pela acusação, não configurou infração ao artigo 154 da Lei nº 6.404/1976.

IV. CONCLUSÃO

90. Antes de encerrar, gostaria mais uma vez de mencionar as graves deficiências informacionais no material disponibilizado aos acionistas em antecipação à assembleia geral que deliberou acerca do *Severance Package*. Embora subscreva integralmente as conclusões do Diretor Relator Gustavo Borba nesse ponto, gostaria de ressaltar que esse tipo de episódio fortalece em mim a percepção de que os significativos avanços promovidos pelas Instruções CVM nº 480/2009 e 481/2009 ainda precisam ser aprofundados e amadurecidos em muitos aspectos, inclusive em pontos relacionados à divulgação das remunerações.

91. Sem pretender aqui me estender em matéria estranha ao julgamento, tenho para mim que para que os acionistas possam de fato deliberar de modo informado acerca da remuneração dos administradores, parte das informações que lhes são disponibilizadas quando da convocação da assembleia geral deveria ser apresentada de forma e com conteúdo distintos daqueles que constam no Formulário de Referência. Este processo, é claro, não é o local adequado para tais discussões, mas entendo oportuno fazer esse breve registro.

92. Feita essa observação e diante de todo o exposto, voto pela absolvição de todos os acusados.

É como voto.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

Rio de Janeiro, 31 de julho de 2018

Gustavo Machado Gonzalez

Diretor