

Acusados: Adriano Lima Ferreira
Alcides Lopes Tápias
Cassio Casseb Lima
Diva Helena Furlan
Eduardo Fontana D'Ávila
Everaldo Nigro dos Santos
Francisco Silvério Morales Céspedes
José Marcos Konder Comparato
Luiza Helena Trajano Inácio Rodrigues
Marcelo Fontana
Norberto Fatio
Roberto Faldini
Vicente Falconi Campos
Walter Fontana Filho

Ementa: Descumprimento do esperado dever de diligência por parte dos administradores de uma companhia aberta. Multas e inabilitação temporária.

Decisão: Vistos, relatados e discutidos os autos, o Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários, com base na prova dos autos e na legislação aplicável, por maioria de votos, decidiu:

1. Preliminarmente, rejeitar as alegações interpostas pelo acusado Adriano Ferreira de (i) cerceamento de defesa, por entender que o acusado teve a plena oportunidade de se manifestar nos autos; (ii) realização de novas diligências, a fim de sanar o suposto cerceamento de defesa, por entender que o processo foi devidamente instruído, não havendo qualquer irregularidade a ser sanada; e (iii) impossibilidade de o acusado produzir eventuais provas relativas ao período em que exerceu as funções de diretor-financeiro da Sadia, em razão do seu afastamento da companhia, por entender que não há necessidade de apresentação de quaisquer provas adicionais, pois é suficiente, para tanto, a análise de fatos públicos e/ou incontroversos, em sintonia com o que foi afirmado nas próprias defesas apresentadas.

2. No Mérito:

2.1 Absolver os acusados Alcides Lopes Tápias, Marcelo Fontana, Cássio Casseb Lima e Roberto Faldini.

2.2 Com fundamento no art. 11, incisos II e IV, da Lei nº 6.385/76, em razão do descumprimento do dever de diligência previsto no art. 153 da Lei nº 6.404/76, aplicar:

2.2.1 – aos conselheiros da Sadia, Eduardo Fontana D'Ávila, Diva Helena Furlan, Luiza Helena Trajano Inácio Rodrigues, Norberto Fatio e Vicente Falconi Campos, a penalidade de multa pecuniária individual no valor de R\$ 200.000,00;

2.2.2 – aos conselheiros da Sadia, Walter Fontana Filho, Francisco Silvério Morales Céspedes, Everaldo Nigro dos Santos, José Marcos Konder Comparato, membros também do Comitê Financeiro, ou do Comitê de Auditoria da companhia, a penalidade de multa pecuniária individual no valor de R\$ 400.000,00;

2.2.3 – ao ex-diretor-financeiro da Sadia, Adriano Lima Ferreira, a pena de inabilitação temporária por três anos para o exercício de cargo de administrador de companhia aberta.

Os acusados punidos terão um prazo de 30 dias, a contar do recebimento de comunicação da CVM, para interpor recurso, com efeito suspensivo, ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional, nos termos dos artigos 37 e 38 da Deliberação CVM nº 538, de 05 de março de 2008, prazo esse, ao qual, de acordo com a orientação fixada pelo Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional, poderá ser aplicado o disposto no art. 191 do Código de Processo Civil, que concede prazo em dobro para recorrer quando os litisconsortes tiverem diferentes procuradores.

A CVM interporá recurso de ofício das absolvições ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional.

Proferiram defesa oral os advogados **Carmen Sylvia Parkinson**, representando Adriano Lima Ferreira; **Nelson Eizirik, Marcos Henriques Freitas e Flávia Parente**, representantes dos acusados Alcides Lopes Tápias, Diva Helena Furlan, Eduardo Fontana D'Ávila, Everaldo Nigro dos Santos, Francisco Silvério Morales Céspedes, Luiza

Helena Trajano Inácio Rodrigues, Marcelo Fontana, Norberto Fatio, Roberto Faldini e Vicente Falconi Campos; **Marcelo Trindade**, representando Cassio Casseb Lima; **Ary Franco**, representando José Marcos Konder Comparato; e **Luiz Leonardo Cantidiano**, representando o acusado Walter Fontana Filho.

Presente a procuradora-federal Adriana Cristina Dulus, representante da Procuradoria Federal Especializada da CVM.

Participaram do julgamento os diretores Alexsandro Broedel Lopes, relator, Eli Loria, Marcos Barbosa Pinto, Otavio Yazbek e a presidente da CVM, Maria Helena dos Santos Fernandes de Santana, que presidiu a sessão.

Rio de Janeiro, 14 de dezembro de 2010.

Alexsandro Broedel Lopes
Diretor-Relator

Maria Helena dos Santos Fernandes de Santana
Presidente da Sessão de Julgamento

Processo Administrativo Sancionador nº 18/2008

Acusados: Adriano Lima Ferreira
Walter Fontana Filho
Alcides Lopes Tápias
Cássio Casseb Lima
Everaldo Nigro dos Santos
Marcelo Fontana
Roberto Faldini
Francisco Silvério Morales Céspedes
José Marcos Konder Comparato
Eduardo Fontana D'Ávila
Diva Helena Furlan
Luiza Helena Trajano Inácio Rodrigues
Norberto Fatio e Vicente Falconi Campos.

Assunto: Apurar eventuais irregularidades relacionadas a operações envolvendo instrumentos financeiros derivativos, em infração aos artigos 153 e 160 da Lei nº 6.404/76

Diretor-Relator: Alexsandro Broedel Lopes

Relatório

1. Trata-se de processo administrativo sancionador instaurado para a apuração "de responsabilidades dos administradores da Sadia S.A. por eventuais irregularidades relacionadas a operações envolvendo instrumentos financeiros derivativos e na divulgação de informações pela companhia".

I. ORIGEM E INVESTIGAÇÕES

2. A autarquia teve conhecimento de vultosos prejuízos sofridos pela Sadia S.A. ("Sadia") em razão de operações com derivativos, conforme divulgação de Fato Relevante, em 25/09/08¹, no qual se informava acerca da decisão da Sadia em liquidar antecipadamente tais operações, que ocasionaram "perdas de cerca de R\$760.000.000,00".
3. No dia seguinte, em 26/09/08, foi divulgado novo Fato Relevante², complementando o anterior, informando que a Sadia, em atuação conjunta do seu Comitê de Auditoria e seu Comitê de Finanças, estaria conduzindo auditoria interna e externa "para avaliar a adequação de referidas operações às políticas da Sadia". Na ocasião, esclareceu-se que "as liquidações de mencionadas operações financeiras ocorreram com caixa próprio da Sadia, sendo que já foram obtidas linhas de crédito que garantem a normalidade de suas operações. Nesta data, o caixa da Sadia é de R\$ 1,6 Bilhão".
4. Em 07/10/08, a Superintendência de Relações com Empresas ("SEP"), por meio do OFÍCIO/CVM/SEP/GEA-4/Nº 234/2008, questionou a Sadia sobre o teor dos Fatos Relevantes divulgados em 25 e 26/09/08.

5. Em resposta, apresentada em 27/10/08, a Sadia informou que:
- "As perdas mencionadas nos Fatos Relevantes decorreram da liquidação de operações de câmbio (operações de hedge) e da liquidação e/ou perdas na marcação a mercado de ativos em moeda estrangeira detidos pela Sadia ou suas subsidiárias à época (operações de investimento)";
 - "A Diretoria Financeira e de Desenvolvimento Corporativo era chefiada pelo Sr. Adriano Lima Ferreira, que exerceu cargo de Diretor Financeiro desde 01.12.06 a 01.10.08";
 - "O Sr. Adriano era responsável pelas mencionadas decisões de investimento, quer diretamente pela Sadia, quer indiretamente por meio de suas controladas e subsidiárias, tais como Wellax e Concordia Foreign Investment SPC";
 - "As operações de hedge foram realizadas pela Wellax através de procuradores com poderes para contratar tais operações";
 - "Com relação à autoridade de tal pessoa na contratação das operações de hedge, cumpre esclarecer que as operações financeiras de tal natureza eram reguladas por política interna da área financeira contida em diversos atos e decisões do Conselho de Administração e do Comitê de Finanças e Relações com Investidores"; e
 - "Foi elaborado um cronograma contendo o nome das pessoas que tinham conhecimento dos fatos relacionados às perdas decorrentes das operações, bem como a forma e data em que tais pessoas tomaram conhecimento dos fatos".
6. Na resposta, a Sadia anexou os seguintes documentos:
- cronograma contendo o nome das pessoas que tiveram conhecimento dos fatos relacionados às perdas decorrentes das operações;
 - atas das reuniões do Conselho de Administração ("CA") de 16/09 e 06/10/08, bem como da reunião do Conselho Fiscal de 10/10/08;
 - cópias dos contratos firmados com instituições financeiras, referentes às operações em questão;
 - cópias das Políticas Financeiras aprovadas, respectivamente, nas reuniões do CA de 30/01/08 e de 01/09/08, ambas aprovadas pelo Comitê de Finanças e Relações com Investidores ("Comitê de Finanças"); e
 - cópias dos três últimos relatórios circunstanciados elaborados pelo Auditor Independente.
7. Complementarmente, em 27/10/08, a Sadia apresentou novos documentos, a saber:
- novo cronograma, contendo o nome das pessoas que tiveram conhecimento dos fatos relacionados às perdas decorrentes das operações, bem como a forma e data em que tais pessoas tomaram conhecimento dos fatos;
 - atas de reuniões do Comitê de Finanças de 29/01, 26/02, 29/04, 01/09 e 12/09/08 e ata da reunião do Comitê de Auditoria de 22.09.08; e
 - relatório da Auditoria Independente mencionado no Fato Relevante de 26/09/08.
8. Em 25/11/08, a Sadia apresentou os seguintes esclarecimentos, em resposta a novo ofício da SEP:
- o processo de aprovação de realização de operações financeiras está definido na Política Financeira;
 - o cumprimento desta Política Financeira é responsabilidade da Diretoria Financeira e de Desenvolvimento Corporativo, na pessoa do Diretor de Finanças;
 - o cumprimento da Política Financeira implica praticar as estratégias desenvolvidas e fixadas, obedecidos os limites de alçada estabelecidos e as regras de enquadramento;
 - o processo de aprovação descrito na "nova" Política Financeira (aprovada em 01/09/08) é substancialmente o mesmo da anterior;

v. os órgãos responsáveis pela elaboração de estratégia de investimentos/operações são:

- o Comitê de Finanças, que tem como atribuição a sugestão ao Conselho para validação de estratégias e políticas para operação descritas na Nova Política;
- Comitê Financeiro e Investimentos da Diretoria de Finanças, que tem como atribuição, entre outras, a sugestão ao Comitê de Finanças do desenvolvimento de estratégias, aprovação de limites e alçadas de contratação;
- Comitê de Risco – Gerência Financeira e Risco, que tem como atribuição, entre outras, o desenvolvimento e aplicação de estratégias, e identificação e acompanhamento das fontes de risco;
- Comitê de Investimentos e Risco, que tem como atribuição, entre outras, a validação de estratégias e políticas de investimento financeiro.

- i. o Comitê de Finanças recebia informações e relatórios referentes às posições financeiras consolidadas realizadas pela Sadia por meio de reportes da Diretoria Financeira nas reuniões do órgão;
- ii. em qualquer ocasião, o Comitê de Finanças deveria ser informado sobre eventuais desenquadramentos;
- iii. os desenquadramentos que foram detectados nas datas de 19/08 e 02/09/08 não foram comunicados ao Comitê de Finanças;
- iv. tais desenquadramentos seriam assim caracterizados tanto pelos critérios definidos na Política Financeira antiga como nos critérios definidos na Política Financeira aprovada em 01/09/08;
- v. a Diretoria Financeira tinha à sua disposição informações referentes (a) às operações financeiras realizadas pelas gerências a ela subordinadas; e (b) ao enquadramento das operações financeiras aos limites determinados nas Políticas Financeiras em vigor;
- vi. tais informações constavam de software e documento atualizado diariamente pela Gerência de Risco;
- vii. mensalmente, a Gerência de Risco enviava ao Diretor Financeiro um Relatório de Risco;
- viii. de acordo com a ata da Reunião do Comitê de Finanças realizada em 01/09/08, ao final da reunião, Adriano Lima Ferreira informou que as posições financeiras estavam enquadradas na Política Financeira, sem apresentar os relatórios consolidados de tais posições;
- ix. indagado, afirmou naquela data que os respectivos relatórios seriam enviados posteriormente;
- x. com a escolha de Cássio Casseb como novo membro do Comitê de Finanças a partir de 28.05.08, este ficou incumbido de coordenar a revisão e aprimoramento da Política Financeira da Sadia; e
- xi. o resultado deste trabalho culminou na redação da nova Política, a qual foi aprovada na reunião de 01.09.08.

9. A Sadia, na resposta de 25/11/08, encaminhou novos documentos, a saber:

- i. planilha contendo relação dos contratos mantidos com instituições financeiras relativos às operações que deram causa aos prejuízos mencionados nos Fatos Relevantes;
- ii. regimento interno do Comitê de Finanças, calendário anual de reuniões do Comitê de Finanças referente ao ano de 2008 e ata da reunião do Comitê de Finanças de 12.09.08; e
- iii. depoimentos feitos a funcionários da Sadia por Adriano Lima Ferreira ("Adriano Ferreira") e Álvaro Ballejo Fiúza de Castro ("Álvaro Ballejo"), por eles manuscritos e firmados.

10. Adriano Ferreira, ao ser indagado sobre os Fatos Relevantes divulgados pela Sadia em 25 e 26/09/08, informou, em 25/11/08, que:

- i. "As operações financeiras da Sadia, sem exceção, eram realizadas com observância da Política Financeira vigente, em especial das alçadas e limites nela estabelecidos, conforme cargo de cada gestor e tipo de operação: ativa, passiva ou hedge";

- ii. "Nas operações de hedge, observava-se o seguinte no tocante a limites e alçada: (i) até US\$30 milhões por dia – Gerente de Tesouraria; (ii) até US\$100 milhões por dia – Gerente Financeiro; (iii) até US\$200 milhões por dia – Diretor Financeiro; e (iv) acima de US\$200 milhões por dia, os negócios eram submetidos à análise e aprovação do Comitê de Finanças do Conselho de Administração";
- iii. "Quanto aos limites de risco: exposição mínima de 03 meses de exportação e máxima de 7,5 meses de exportação, observando o Valor em Risco máximo calculado pela metodologia VaR e com 95% de intervalo de confiança, de 20% do Patrimônio Líquido consolidado da Sadia, ou seja, R\$ 636,5 milhões, em 31 de julho de 2008";
- iv. "Os operadores responsáveis por suas negociações enviavam o boleto de operação ao Gerente de Risco e Gerente de Contabilidade ou, por e-mail, resumo dos negócios concluídos, para validação, acompanhamento dos documentos, entrada no sistema de controle de risco (Risk Control), aprovação conforme alçadas dentro do sistema e liberação das operações para contabilização";
- v. "As operações concluídas pela gerência deveriam, conforme previsto na Política Financeira, ser reportadas mensalmente ao Diretor Financeiro";
- vi. "Entre os dias 10 e 15 do mês seguinte ao de sua realização era encaminhado, pela gerência, ao Diretor Financeiro um relatório das operações para verificação de enquadramentos e desenquadramentos ao disposto na Política Financeira vigente";
- vii. "Os procedimentos aprovados e adotados pela Sadia consistiam no envio mensal ao Diretor Financeiro, entre os dias 10 e 15 de cada mês, pelo Gerente de Risco, de um relatório contendo planilha de resultados e enquadramentos à Política Financeira, elaborado com base nas operações concluídas até o final do mês anterior";
- viii. "Adotava-se ainda, como forma adicional de controle, a elaboração, até o dia 20 de cada mês, de uma apresentação com diversas informações de controle dos negócios concluídos até o final do mês anterior";
- ix. "Tomei conhecimento do desenquadramento quando os bancos começaram a chamar margens de garantia acima do normal e com intensidade";
- x. "o Coordenador de Captação de Recursos me procurou pessoalmente para informar a necessidade de levantamento de recursos para depositar as referidas margens junto aos bancos. Não me lembro com exatidão da data, mas foi entre os dias 03 e 05 de setembro de 2008 (...) procurei imediatamente esclarecimentos junto ao Gerente Financeiro e ao Gerente de Risco (...) só então tomei conhecimento do desenquadramento das operações";
- xi. "Esclarecida a questão, imediatamente determinei a toda equipe a realização de operações com o objetivo de enquadrar os negócios aos limites estabelecidos na Política Financeira e passei a me envolver pessoalmente nos esforços para enquadrá-los e recompor o caixa da Sadia";
- xii. "Na reunião do Comitê de Finanças do dia 01.09.08 não cuidei de discutir os resultados dos negócios concluídos até o fim do mês anterior (agosto) porque, além de não ser item da pauta da reunião, ainda não havia tomado conhecimento do problema e nem mesmo havia recebido o relatório previsto na Política Financeira, o qual deveria me ser entregue entre os dias 10 e 15 do mês subsequente";
- xiii. "desde o início de 2008 (...) identifiquei melhorias a serem adotadas, as quais, depois de discutidas, ensejaram proposta de alteração da Política Financeira e dos sistemas de controle de riscos (...) proposta essa encaminhada para aprovação do Comitê de Finanças. As alterações propostas estavam em análise desde ao menos abril de 2008"; e
- xiv. "por problemas de agenda dos membros do referido Comitê, ficamos sem reunião de maio até setembro, de sorte que apenas na reunião de 01/09 a proposta de alteração encaminhada pela Diretoria Financeira pôde ser aprovada para encaminhamento ao Conselho".

II. INQUÉRITO ADMINISTRATIVO

11. Em 02/12/08, foi instaurado o Inquérito Administrativo CVM Nº 18/2008, para apurar elementos de autoria e materialidade com relação aos fatos até então observados. Nesse sentido, foram tomados depoimentos das seguintes pessoas, que foram membros do CA da Sadia no período compreendido entre janeiro de 2007 e

dezembro de 2008:

Nome	Conselho de Administração	Comitê de Finanças	Comitê de Auditoria
Walter Fontana Filho	Presidente	Membro	
Eduardo Fontana d'Ávila	Vice-Presidente		
Alcides Lopes Tápias	Membro	Coordenador	Membro
Cássio Casseb Lima	Membro	Coordenador	
Francisco Silvério Morales Céspedes	Membro		Coordenador
Roberto Faldini	Membro	Membro	Membro
Everaldo Nigro dos Santos	Membro	Membro	
José Marcos Konder Comparato	Membro		Membro
Marcelo Fontana	Membro	Membro	
Diva Helena Furlan	Membro		
Luiza Helena Trajano Inácio Rodrigues	Membro		
Norberto Fatio	Membro		
Vicente Falconi Campos	Membro		

12. Foram ouvidos, ainda, os seguintes administradores e funcionários, que também atuaram no período entre janeiro de 2007 e dezembro de 2008:

Nome	Cargo
Adriano Lima Ferreira	Diretor Financeiro
Gilberto Tomazoni	Presidente Executivo
Welson Teixeira Junior	Diretor de Administração, Controladoria, TI e de Comitê de Finanças
Álvaro Ballejo Fiúza de Castro	Gerente Financeiro
Daniel Antunes de Azevedo	Gerente de Tesouraria
Bruno Tsuji	Gerente de Risco
Giovanni Filiberto Lipari	Especialista em controladoria

13. O inquérito segregou as apurações realizadas com foco: (i) nas operações financeiras; (ii) na Política Financeira da Sadia ("Política"); e (iii) na atuação dos administradores da Companhia.

II.1. OPERAÇÕES FINANCEIRAS

II.1.a. Operações com derivativos "2x1"

14. O relatório da BDO Trevisan, elaborado em razão da deliberação da AGE realizada em 03/11/08, apresentou considerações sobre as operações com derivativos realizadas pela Sadia. Destacou, para tanto, as operações conhecidas como "2x1"³, conforme explicação abaixo transcrita:

- i. a Sadia, na condição de grande exportadora, tem necessidade de proteger sua receita em moeda estrangeira contra variações cambiais;
 - ii. a proteção cambial pode ser realizada por meio da contratação de derivativos, que possibilitam cobertura do valor da exposição ao risco cambial;
 - iii. com relação às operações "2x1", em condições normais de mercado, estas poderiam ser consideradas como uma forma de estrutura para realização de hedge, desde que o preço do ativo objetivo, no mercado à vista, apresentasse oscilação dentro de limites representados pelo "Cap" e "Floor";
 - iv. no caso, a contratação da Sadia dos derivativos, face a suas características, não propiciaram a devida proteção esperada como resultado de hedge."
15. Conforme o relatório da comissão de inquérito, as operações 2x1 contratadas só ofereceriam proteção à Sadia contra variações do câmbio dentro de uma banda pré-definida, sendo que fora desses limites "a proteção desaparecia, o que, por consequência, impediria que tal tipo de operação fosse considerado como hedge".
 16. Como a proteção proporcionada por esse tipo de operação 2x1 limitava-se a uma banda cambial, eventuais perdas cambiais com os ativos e receitas da Sadia eram protegidas apenas parcialmente. Por outro lado, cada vez que o câmbio extrapolasse a banda contratual, a "proteção" se tornava prejuízo em dobro, sem qualquer limitação.
 17. Sobre as operações em referência, Adriano Ferreira afirmou que "a operação 2x1 tinha um custo menor que uma operação plain Vanilla, vis-a-vis os cenários de mercado; "a operação 2x1 permitia ter preços de exercícios bastante superiores às cotações futuras do mercado"; e "a probabilidade de perda nos contratos 2x1 era mínima, cerca de 1%".
 18. Walter Fontana Filho ("Walter Fontana") declarou que conheceu com detalhes estas operações apenas após o evento descrito no fato relevante de 25/09/08 e que, no seu entendimento, "as operações 2X1 são operações especulativas", estando, por essa razão, desenquadradas da Política para hedge da Sadia.
 19. Conforme Adriano Ferreira, Álvaro Ballejo (Gerente Financeiro da Sadia), Bruno Tsuji (Gerente de Risco) e Daniel Antunes Azevedo ("Daniel Azevedo" - Gerente de Tesouraria), as operações 2x1 foram apresentadas à Sadia em meados de 2007, pelo mercado financeiro.
 20. De acordo com o relatório da BDO Trevisan, a Sadia realizou as operações 2x1 entre 01/01 e 10/09/08, conforme quadro abaixo:

	Total Notional		
	Potencial (em US\$ milhões)		
	Venda/Mem	Compra/mês	Líquido/mês
Janeiro	(780)	120	(660)
Fevereiro	(1.140)	1.080	(60)
Março	(1.140)	420	(720)
Abril	(780)	480	(300)
Maio	(1.620)	-	(1.620)
Junho	(5.550)	200	(5.350)
Julho	(1.440)	-	(1.440)
Agosto	(700)	-	(700)

Setembro	-	2.700	2.700
----------	---	-------	-------

II.1.b. Controle das operações "2x1"

21. Com relação ao controle das operações de hedge e sobre o acompanhamento das operações "2x1", os membros da área financeira apresentaram as seguintes declarações:
- Adriano Ferreira – "o controle era feito pelo Gerente de Risco utilizando como base o sistema risk control; a partir do sistema, colocava todos os dados de risco e controle em planilha de excel e encaminhava diariamente para os Gerentes de Tesouraria e Financeiro"; recebia tais relatórios quando solicitava e, mensalmente, quando lhe era encaminhado "um relatório de risco e outros que o subsidiavam na gestão e nas apresentações que deveria fazer aos Comitês e aos Conselhos";
 - Álvaro Ballejo – "a Gerência de Risco fazia o controle oficial, além de um controle realizado por um funcionário da Gerência de Tesouraria, Felipe Soares"; que, "além do relatório gerencial era feito um relatório baseado em software da risk control no qual eram lançadas todas as operações, apresentando como resultado todas as exposições da empresa, considerados cenários de stress test e diferentes valores de VaR"; e
 - Bruno Tsuji – acerca do sistema risk control, afirmou que "para incluir as operações no sistema ele tinha que decompô-las nos derivativos que as compunham e também nos diversos vencimentos, para que o sistema refletisse os riscos reais das operações, pois o sistema não era parametrizado para operações target forward; que, antes de sua chegada à área de risco, as operações 2x1 eram lançadas como NDF, o que distorcia a mensuração dos riscos". Acrescentou que o acompanhamento das operações 2x1 "era através do currency book, onde havia o registro detalhado de cada operação, era descrito o tamanho da exposição, considerada a posição consolidada, e era possível ser feito o teste da posição considerando diversos cenários, a partir de variáveis atribuídas por cada usuário da planilha e era possível projetar os resultados"; e que "as variáveis utilizadas nos diversos cenários não constavam da Política Financeira".
22. Foi, então, solicitada à Sadia a posição mensal do documento mencionado "Relatório de Risco – Enquadramento", relativo aos meses de julho de 2007 a dezembro de 2008. Tais relatórios, no entanto, não foram apresentados.
23. Já a KPMG Auditores Independentes ("KPMG"), em trabalho realizado em outubro de 2008, denominado "Relatório ao Comitê de Auditoria – Avaliação do ambiente de controles da mesa de operações de tesouraria", teve a oportunidade de analisar os relatórios de riscos referentes aos meses de maio a julho de 2008, sobre os quais observou o seguinte:
- Relatório de Risco de Maio/2008:
 - as operações mencionadas como hedge de exposição a moedas para 12 meses, segundo relatório da Gerência de Risco, excediam o limite máximo estabelecido (o menor entre 20% do PL da Sadia e 50% da geração operacional líquida), em torno de 230%, ou seja, cerca de US\$ 500 milhões;
 - a Política aprovada pelo CA em 30.01.08 não faz referência à parcela de 50% da geração operacional líquida, bem como à possibilidade de exposição cambial máxima superior a três meses de exportação;
 - No investimento off-shore, a posição em Renda Variável superava em R\$ 10 milhões o limite estabelecido.
 - Relatório de Risco de Junho/2008:
 - as operações mencionadas como hedge de exposição a moedas para 12 meses estavam enquadradas no limite previsto no controle;
 - No entanto, como mencionado, a Política não faz referência à exposição cambial máxima superior a três meses de exportação;
 - nos investimentos off shore, a posição em Renda Variável estava cerca de R\$ 9 milhões acima

do limite estabelecido.

i. Relatório de Risco de Julho/2008:

- as operações mencionadas como hedge de exposição a moedas para 12 meses estavam enquadradas no limite;
- nos investimentos off shore, a posição em Renda Variável mantinha-se cerca de R\$ 9 milhões acima do limite estabelecido.

24. Conforme a acusação, conclui-se que os relatórios de risco valeram-se de parâmetros não constantes da Política Financeira para analisar a posição máxima de hedge. Ademais, os desenquadramentos dos investimentos off shore apontados não foram corrigidos, nos três meses considerados.

II.2. POLÍTICA FINANCEIRA

II.2.a. Responsabilidades

25. As principais responsabilidades definidas pela Política Financeira eram:

- i. "Comitê Financeiro do CA" – "Sugestão ao Conselho para validação de estratégias e políticas para operação descritos neste documento e acompanhamento de resultados.";
- ii. "Comitê Financeiro e Investimentos da Diretoria de Finanças" – "Sugestão ao Comitê Financeiro do Conselho de Administração, do desenvolvimento de estratégias, aprovação de limites e alçadas de contratação, definição de limites operacionais e análise de resultados. Participantes: Walter Fontana, Joel Rosa, Marcelo Canguçu, Adriano Ferreira e Álvaro Castro.";
- iii. "Comitê de Risco – Gerência Financeira e Risco, CCV" (Concórdia Corretora de Valores) – "Desenvolvimento e aplicação de estratégias, identificação e acompanhamento das fontes de risco, gestão e monitoramento de resultado. Participantes: Adriano Ferreira, Álvaro Castro, Joel Rosa, Ricardo Martins e Rogério Bissoli";
- iv. "Tesouraria da Sadia e CCV" – "Operacionalização das estratégias, acompanhamento das necessidades de caixa, análise e desenvolvimento de estruturas financeiras."; e
- v. "Comitê de Investimento e de Risco da Sadia e CCV" – "Validação de estratégias e políticas de investimento financeiro. Participantes: Joel Rosa, Marcelo Canguçu, Ricardo Gattai, Adriano Ferreira e Álvaro Castro.".

26. Adriano Ferreira declarou que "participava como convidado dos Comitês de Finanças, de Auditoria e de Estratégia; que a nível de diretoria, era coordenador do Comitê Executivo da Corretora, do Comitê de Risco da Sadia, além de fazer parte do Comitê de Investimento da Corretora, cujas reuniões funcionavam juntamente com as do Comitê Executivo da Corretora; que havia um outro Comitê da Sadia, descrito na política financeira, que não se recorda ao certo o nome preciso, algo como Comitê de Investimentos e Finanças, comitê esse que nunca existiu na prática".

27. Álvaro Ballejo, declarou não fazer parte de nenhum dos comitês, apesar de constar como membro do "Comitê Financeiro e Investimentos da Diretoria de Finanças", do "Comitê de Risco – Gerência Financeira e Risco, CCV" e do "Comitê de Investimento e de Risco da Sadia e CCV". Bruno Tsuji, por sua vez, informou que o "Comitê de Risco – Gerência Financeira e Risco" não existia.

28. Segundo o relatório da BDO Trevisan, não há registro documentando de deliberações realizadas em reuniões dos comitês da Sadia.

II.2.b. Política de stop-loss

29. De acordo com a Política Financeira, "o controle, monitoramento e execução deve ser feito através do desvio-padrão anualizado de 05 dias, 30 dias, 180 dias e 360 dias dos preços dos ativos individualmente"⁴. Porém, para situações que fugissem do "desvio-padrão", não havia previsão sobre quem seria o responsável por adotar os procedimentos de stop loss (aqui entendidos como parâmetros que visassem a limitação de perdas com as operações financeiras realizadas).

30. Conforme a acusação, as declarações prestadas apresentaram uma diversidade de respostas sobre

quem deveria acompanhar as operações para aplicação de medidas de stop loss, tendo sido mencionados, alternadamente: o CA, seu Presidente, o Comitê Financeiro, o Diretor Financeiro, o Comitê de Risco da Diretoria Financeira e o Gerente de Risco.

31. Bruno Tsuji, Gerente de Risco da Sadia, afirmou que o "acompanhamento não era feito, pois, embora constassem da Política Financeira medidas de stop loss, na realidade nunca foram implementadas, principalmente pela dificuldade de marcação a mercado de determinados ativos". Declarou ainda que, para "moedas, o stop loss está implícito quando feito o reenquadramento da posição" – de acordo com a acusação, não era isso o que determinava a Política Financeira.
32. Sobre a detecção de situações que configurassem o desenquadramento das previsões contidas na Política Financeira, apurou-se que alguns funcionários da área financeira da Sadia – Bruno Tsuji, Álvaro Ballejo e Daniel Azevedo – se comunicaram por e-mail, em 19/08/08, da seguinte maneira:

De: Bruno Tsuji

Para: Álvaro Ballejo e Daniel Azevedo

"Estamos bastante desenquadrados com relação a exposição de USD/BRL para 12 meses dado a subida da curva e da Vol da última semana. Conforme a Política, podemos ter como exposição até 50% da Geração Operacional Líquida (que hoje está em aprox USD 720MM). Estamos com quase USD 1,2 bi. A preocupação é do dólar continuar subindo junto com a vol, ..dado que as probabilidades de dobrar as posições aumentam e as chances de KO se postergam,..aumentando ainda mais o desenquadramento."

De: Álvaro Ballejo

Para: Bruno Tsuji e Daniel Azevedo

"Ok, mas a Cia diz que vai dobrar o faturamento (o que não consta no PO). Temos ver que este cenário pode ser passageiro e que a curva já andou mais de dois desvios em relação ao fechamento do mes passado. Eh hora de ter calma e não desfazer nada (talvez aumentar!!). Nway...Daniel veja como estão as calls."

De: Bruno Tsuji

Para: Álvaro Ballejo e Daniel Azevedo

"Ok e concordo. fico só preocupado com relação ao desenquadramento, uma vez que é apresentado ao Comitê/Conselho."

De: Álvaro Ballejo

Para: Bruno Tsuji

"Eu falo c/ o Adriano (comitê sem. q. vem cancelado...só em setembro)."

33. Sobre as mensagens acima, Adriano Ferreira declarou que só veio a perceber a existência de problemas de desenquadramento em 03/09/08, quando notou que estavam sendo necessários recursos excessivos para atender às chamadas de margem necessárias à cobertura de posições com derivativos.

II.2.c. Controle de Alçadas

34. Para operações de hedge de câmbio, a Política Financeira definia as seguintes alçadas:

Gerência de Risco	até US\$ 50 Milhões
Gerência Financeira	até US\$ 100 Milhões
Diretoria Executiva	até US\$ 200 Milhões
Comitê Financeiro do CA	acima de US\$ 200 Milhões

35. De acordo com a acusação, "a Política Financeira da Sadia não estabelecia se esses limites de alçada eram por contrato, por Banco ou por dia". Assim, os membros da área financeira da Sadia foram indagados sobre os detalhes dos níveis de alçada, tendo afirmado que:

i. Adriano Ferreira:

- "seu limite era de US\$200 milhões por dia, pois os limites de alçada estabelecidos eram sempre por dia, considerados todos os bancos";
- quando o valor da operação excedesse sua alçada, "deveria ser pedida autorização ao Comitê de Finanças, mas que, na prática, bastava autorização do Presidente do Conselho, que colocava sua senha no sistema autorizando a operação";
- quem acompanhava se as operações contratadas estavam dentro da alçada do responsável era o Gerente de Risco.

i. Álvaro Ballejo:

- se o valor de alguma operação superasse sua alçada, era consultada a alçada superior;
- a aprovação das operações pela alçada competente era realizada ao final de cada dia, com a inserção de senha no sistema de risk control; dessa forma, aprovação era feita a posteriori;
- quem acompanhava se as operações contratadas estavam dentro da alçada do responsável "era o Gerente de Risco, o qual se valia do software de risk control".

i. Daniel Azevedo:

- "todos da área financeira entendiam que o limite era só por contrato";
- se houvesse a necessidade da realização de um contrato de hedge que superasse sua alçada, "era buscada aprovação nas alçadas superiores, sendo que era responsabilidade da área de risco a coleta das assinaturas";
- a Gerência de Risco era responsável pela observação dos níveis de alçada, para as operações contratadas.

i. Bruno Tsuji:

- sua alçada era exclusivamente para inclusão de operações no sistema denominado risk control, não para realizar as operações;
- era, assim, o responsável por verificar se as operações contratadas estavam dentro da alçada do responsável; essa verificação era feita posteriormente à execução da operação;
- como as "2x1" eram decompostas, para serem "lançadas no risk control", a maioria dessas operações ficavam dentro de sua alçada de registro, bem como dos limites estabelecidos para o Gerente de Tesouraria e Gerente Financeiro;
- quando as alçadas eram superadas, obtinha-se a autorização de quem as tivesse;
- caso a operação superasse determinado valor, que não se recorda ao certo, deveria ter a aprovação do Conselho de Administração.

36. Já os Conselheiros do CA, conforme a acusação, apresentaram respostas desencontradas sobre os responsáveis pelo acompanhamento dos controles de alçada. Para ilustrar as diferentes declarações prestadas, foi elaborado o quadro abaixo reproduzido:



37. Conforme a acusação, não havia canais de comunicação entre a Gerência de Risco e o Comitê Financeiro, pois aquela Gerência reportava-se diretamente ao Diretor Financeiro. Dessa forma, a acusação indica que "a informação era gerada no âmbito da Diretoria Financeira e nela permanecia, não havendo instrumento de controle externo, embora a maioria dos Conselheiros assim o entendesse".
38. As investigações levaram a acusação a concluir que o sistema de controle de risco da Sadia – risk control – não estava preparado para o registro adequado das operações "2x1" e, conseqüentemente, não controlava efetivamente as alçadas nem os riscos das operações. Nesse sentido, verificou-se que diversas operações foram realizadas com valores superiores à alçada da Diretoria Executiva, conforme descrição do relatório da BDO Trevisan, que levou em consideração apenas valores por operação (e não a soma dos contratos por banco no mesmo dia ou a soma de todos os contratos realizados no dia com todos os bancos).
39. A tabela abaixo, reproduzida no relatório da acusação, demonstra operações em que houve falha de controle:

Operação "2x1" realizada em 26.06.08

Característica	Venda 1x2 Extendible FWD
Contraparte	Barclays

Quantidade de fluxos	09
Notional	
- Contratado	USD (270.000.000)
- Mês Original	USD (30.000.000)
- Potencial	USD (540.000.000)
- Mês Potencial	USD (60.000.000)

Operação "2x1" realizada em 07.08.08

Característica	Pivot torko 2x1
Contraparte	Deutsche Bank
Quantidade de fluxos	12
Notional	
- Contratado	USD 240.000.000
- Mês Original	USD 20.000.000
- Potencial	USD (480.000.000)
- Mês Potencial	USD (40.000.000)

Operação "2x1" realizada em 10.09.08

Característica	Compra 1x2 Extendible FWD
Contraparte	Deutsche Bank
Quantidade de fluxos	12
Notional	
- Contratado	USD 240.000.000
- Mês Original	USD 20.000.000
- Potencial	USD 480.000.000
- Mês Potencial	USD 40.000.000

Operação "2x1" realizada em 26.06.08

--

Característica	Venda 1x2 Extendible FWD
Contraparte	Barclays
Quantidade de fluxos	11
Notional	
- Contratado	USD (330.000.000)
- Mês Original	USD (30.000.000)
- Potencial	USD (660.000.000)
- Mês Potencial	USD (60.000.000)

Operação "2x1" realizada em 15.08.08

Característica	Pivot farko 2x1
Contraparte	Deutsche Bank
Quantidade de fluxos	12
Notional	
- Contratado	USD 240.000.000
- Mês Original	USD 20.000.000
- Potencial	USD (480.000.000)
- Mês Potencial	USD (40.000.000)

Operação "2x1" realizada em 12.09.08

Característica	Compra 1x2 Extendible FWD
Contraparte	Barclays
Quantidade de fluxos	12
Notional	
- Contratado	USD 720.000.000
- Mês Original	USD 60.000.000
- Potencial	USD 1.440.000.000
- Mês Potencial	USD 120.000.000

40. Conclui a acusação que "em pelo menos seis ocasiões, durante o ano de 2008, foram realizadas operações '2x1' para hedge com valores contratados que, pela Política Financeira, necessitariam da aprovação do Comitê de Finanças. Além disso, considerado o valor potencial das operações, as ocasiões em que ocorreram negócios com valores superiores à alçada estabelecida para a Diretoria Financeira seriam ainda mais numerosas."

II.2.d. Política de hedge e stress test

41. A Política Financeira continha o seguinte, sobre a política de hedge:
- i. Objetivo – "Estabelecer diretrizes gerais para a gestão do risco financeiro dos ativos e passivos e dos preços dos insumos e produtos sujeitos a exposições, mediante identificação e sistematização dos fatores de risco de mercado, de crédito e de liquidez. Esta gestão deverá ser dinâmica e não estática, ou seja, deverá haver otimização e monitoramento visando maior eficiência";
 - ii. Controle de Risco de Mercado – "O risco de mercado é controlado com base nos limites de VaR ⁵ e Stress Test⁶. O valor em risco não deve ultrapassar o limite estipulado". Estabelece, também, para operações de hedge referentes à exposição em moedas que:
 - "deve ser respeitada a exposição cambial máxima de 03 meses de exportação";
 - o controle será feito por "VaR para 21 dias úteis e com 95% de intervalo de confiança e de Stress Test"; e
 - o limite será de "até 20% do Patrimônio da Sadia".
 - i. "na hipótese dos limites serem ultrapassados, o Comitê de Investimento e de Risco devem ser imediatamente comunicados, para que possa definir a velocidade do ajuste deste excesso";
42. Com relação ao stress test, a Política Financeira indicava que os cenários de stress "deverão ser aprovados pelo Comitê de Finanças. Sua atualização será semestral com monitoramento mensal da curva de tendência de cada fator de risco". Os cenários propostos para os seis meses subseqüentes a janeiro de 2008 foram de taxa de câmbio de "R\$/USD 3,50 na máxima e 1,40 na mínima".
43. De acordo com a acusação, sobre a posição de hedge permitida pela Política Financeira, os funcionários e administradores da Sadia apresentaram declarações contraditórias acerca das definições contidas na Política.
44. Da mesma forma, com relação ao stress test, a acusação apurou que os membros da área financeira e do CA apresentaram "declarações desconstruídas acerca de quem os realizava e quem deveria ser informado de seus resultados. Todavia, conforme conclusão dos próprios Auditores Externos da Sadia, não foram encontradas evidências de sua realização, em descumprimento à Política Financeira".
45. Ainda sobre o stress test, o relatório especial preparado pela KPMG, em outubro de 2008, concluiu o seguinte: "não encontramos evidências consistentes de aplicação e reporte dos efeitos de cenários de stress, embora a Política Financeira faça referência a sua utilização, no mínimo, em base semestrais".

II.3. ATUAÇÃO DOS ADMINISTRADORES DA SADIA

II.3.a Data de conhecimento das operações

46. Conforme cronograma apresentado pela Sadia, seus funcionários e administradores teriam tomado conhecimento da exposição da Sadia em valores superiores àqueles estabelecidos pela Política Financeira conforme a tabela abaixo:

Conhecimento da exposição da Sadia nas operações com derivativos			
Data	Forma do conhecimento	Nome	Cargo/função
19.08.2008	Acompanhamento das operações	Bruno Tsuji	Gerente de Risco

19.08.2008	Acompanhamento das operações	Álvaro Ballejo Fiúza de Castro	Gerente Financeiro
19.08.2008	Acompanhamento das operações	Daniel Antunes Azevedo	Gerente da Tesouraria
05.09.2008	Acompanhamento das operações	Adriano Lima Ferreira	Diretor de Finanças e Desenvolvimento corporativo
12.09.2008	Reunião do Comitê de Finanças	Cássio Casseb Lima	Conselheiro, Membro do Comitê de Finanças e RI
12.09.2008	Reunião do Comitê de Finanças	Eduardo Fontana d'Ávila	Vice-Presidente do CA
12.09.2008	Reunião do Comitê de Finanças	Everaldo Nigro dos Santos	Conselheiro, Membro do Comitê de Finanças e RI
12.09.2008	Reunião do Comitê de Finanças	Gilberto Tomazoni	Diretor Presidente
12.09.2008	Reunião do Comitê de Finanças	João Ayres Rabello Filho	Diretor-Presidente da concórdia Holding Financeira AS
12.09.2008	Reunião do Comitê de Finanças	José Antonio Gragnani	Diretor financeiro da Concórdia Banco AS
12.09.2008	Reunião do Comitê de Finanças	Roberto Faldini	Conselheiro
12.09.2008	Reunião do Comitê de Finanças	Walter Fontana Filho	Presidente do CA e do Comitê de Finanças e RI
12.09.2008	Reunião do Comitê de Finanças	Welson Teixeira Junior	Diretor de Controladoria RI e TI
16.09.2008	Reunião do CA	José M. Konder Comparato	Conselheiro, membro do Comitê de Auditoria
16.09.2008	Reunião do CA	Luiza H. Trajano I. Rodrigues	Conselheira
16.09.2008	Reunião do CA	Norberto Fatio	Conselheiro
16.09.2008	Reunião do CA	Vicente Falconi	Conselheiro
22.09.2008	Reunião do Comitê de Auditoria	Diva Helena Furlan	Conselheira

22.09.2008	Reunião do Comitê de Auditoria	Francisco S. Morales Cespede	Conselheiro, membro do Comitê de Auditoria
------------	--------------------------------	------------------------------	--

II.3.b. Atuação do Diretor Financeiro

47. Conforme a Política Financeira da Sadia, o responsável pelo seu cumprimento seria o "Diretor de Administração, Finanças e Relações com Investidores", cargo que não existia no período analisado. No caso, Adriano Ferreira, na qualidade de Diretor Financeiro à época, declarou ser o responsável pelo acompanhamento da execução da Política Financeira da Sadia, "juntamente com o Comitê de Finanças e o Comitê de Auditoria", sendo que teria a função de supervisionar a execução da Política por sua equipe.
48. De acordo com a acusação, as afirmações de Adriano Ferreira são incontroversas, quando em confronto com o que restou apurado nos autos.
49. Das declarações prestadas por Adriano Ferreira, em conjunto com as de Álvaro Ballejo e Bruno Tsuji, a acusação apurou que, com exceção do Comitê Financeiro do CA, não há qualquer evidência da atuação dos demais comitês em 2008. Por essa razão, como cabia aos Comitês da Sadia, entre outras atribuições, a identificação, gestão e monitoramento das fontes de risco e resultados, a acusação conclui que a falta de atuação dos Comitês foi um dos fatores que criou condições para que ocorressem as perdas com derivativos.
50. Com relação ao acompanhamento e à avaliação dos riscos das operações "2x1", especificamente, apurou-se que Bruno Tsuji, em e-mail encaminhado a Adriano Ferreira, em 07.07.08, teria sugerido alterações na política financeira, para estabelecer novas diretrizes, capazes de verificar o desenquadramento das referidas operações 2x1 à Política Financeira⁷. No entanto, conforme a acusação, não há evidências de que a proposta de Bruno Tsuji tenha sido levada ao Comitê Financeiro por Adriano Ferreira.
51. Sobre as medidas de stop loss, Adriano Ferreira, conforme as declarações prestadas, era o responsável pela sua execução, na forma prevista pela Política Financeira. No entanto, de acordo com a acusação, constatou-se que tais medidas não eram, de fato, aplicadas.
52. Com relação aos controles e acompanhamento das operações de hedge, foi apurado que, Bruno Tsuji, em 07/07/08, encaminhou e-mail a Adriano Ferreira, relatando o desenquadramento em "USD – 3 meses" de cerca de US\$ 78 milhões, valor esse que, considerando o delta notional, representaria de US\$ 208 milhões (fls. 113 e 114). Ao ser indagado sobre as medidas com o recebimento deste e-mail, Adriano Ferreira declarou que "podem ter sido feitas operações para o enquadramento ou mesmo sem qualquer ação o próprio cenário do mercado pode ter provocado o reenquadramento das operações". Adicionalmente, afirmou que "a Política Financeira previa uma tolerância correspondente a 10 dias do valor de exportação para o enquadramento ser feito ou não; que, em 31/07, quando ocorreu o fechamento mensal, a posição estava enquadrada, inclusive pela ferramenta delta notional".
53. Além disso, em 15/07/08, Bruno Tsuji encaminhou outro e-mail a Adriano Ferreira, em que menciona risco de desenquadramento dos limites globais de VaR, em razão da "venda pesada de USD/BRL no final de junho" (fl. 115). Sobre esta comunicação, Adriano Ferreira declarou que "as posições de hedge foram enquadradas".
54. Após, consta o já mencionado relato de Bruno Tsuji a Álvaro Ballejo e Daniel Azevedo, em e-mail de 19/08/08, alertando sobre o desenquadramento das operações 2x1. Nesse caso, não há indícios de que o desenquadramento tenha sido informado diretamente a Adriano Ferreira – que declarou ter tomado conhecimento da ocorrência apenas em 03/09/08.
55. Para a acusação, Adriano Ferreira não tomou as providências determinadas pela Política Financeira, quando do recebimento dos dois e-mails de Bruno Tsuji, de julho de 2008. Observou-se, para tais operações, uma margem de tolerância para as operações não prevista na Política Financeira. No entanto, na ocasião, não foram apurados prejuízos relevantes, pois as posições acabaram por se ajustar "por si só", conforme a declaração de Adriano Ferreira.
56. Além disso, a acusação destacou que, conforme as informações contidas no relatório preparado pela BDO Trevisan, durante o ano de 2008 foram realizadas operações "2x1", em pelo menos seis ocasiões, com

valores que necessitavam da aprovação do Comitê Financeiro, conforme previsão da Política Financeira. Não foram encontrados, entretanto, registros de que tais aprovações tivessem sido solicitadas.

57. Desse conjunto decorre a conclusão da acusação de que "as práticas adotadas pela área financeira burlavam as regras estabelecidas na Política Financeira da Sadia, cujo cumprimento era de responsabilidade direta do Diretor Financeiro".

II.3.c. Atuação do Presidente do Conselho de Administração

58. Walter Fontana Filho, na qualidade de Presidente do CA da Sadia, possuía as seguintes competências, conforme o Estatuto Social:

- i. Cumprir e fazer cumprir o Estatuto, o Regimento Interno do CA, o código de conduta da Sociedade, as deliberações da Assembléia Geral e do CA e tomar conhecimento das operações sociais; e
- ii. Orientar a Diretoria Executiva em função das deliberações do CA.

59. Por outro lado, de acordo com o Regimento Interno do CA, cabia ao Presidente do Conselho a função de "zelar pela adoção de boas práticas de governança corporativa pela Sociedade, incentivando a discussão sobre seus temas durante as reuniões do Conselho de Administração".

60. De acordo com a acusação, as declarações prestadas indicam que a atuação da Diretoria Financeira era acompanhada diretamente pelo Presidente do CA, Walter Fontana. Constatou-se, nesse sentido, que a Diretoria Financeira e as respectivas Gerências funcionavam no mesmo prédio onde o Presidente do CA comparecia diariamente, o que facilitaria o acompanhamento e a supervisão das atividades da Diretoria Financeira.

61. Apenas o próprio Walter Fontana, em suas declarações, afirmou "Adriano se reportava ao Conselho" e que não tinha reporte direto com ele. Declarou, assim, que a sua relação com Adriano se dava através dos Comitês do CA.

62. Com base nesses depoimentos, a acusação aponta que "enquanto o Conselho acreditava na supervisão direta de Walter Fontana em relação à área financeira, este não a fazia ou, alternativamente, a fazia de modo incompleto, dado o seu alegado desconhecimento das operações daquela área".

63. Disso decorre a conclusão de que, "de acordo com todos os elementos coligidos nestes autos, depreende-se que o entendimento dominante na Sadia era o de que Walter Fontana fazia o acompanhamento direto da atuação de Adriano Ferreira, fato inclusive confirmado por este. O Comitê Financeiro, cuja própria denominação indicaria uma supervisão do trabalho da área, para fins de aconselhamento do CA, reconhece expressamente tal fato nas declarações de seus integrantes, exceto nas de Walter Fontana."

II.3.d. Atuação do Comitê Financeiro

64. Conforme o Regimento Interno do Comitê Financeiro, aprovado em 24/08/04, não há descrição das suas competências. Consta apenas que a sua missão seria auxiliar em caráter permanente o CA, propondo:

- i. política de operações financeiras ativas e passivas da Sadia;
- ii. a política financeira quando relacionada ao mercado de capitais; e
- iii. a estrutura de capitais mais adequada para a Sadia.

65. A composição do Comitê Financeiro sofreu alterações na sua coordenação, em 28/05/08, conforme quadros abaixo:

Membros do Comitê Financeiro, no período de 25/05/07 a 28/05/08

Alcides Lopes Tápias	Coordenador
Everaldo Nigro dos Santos	Membro
Walter Fontana Filho	Membro

Marcelo Fontana	Membro
-----------------	--------

Membros do Comitê Financeiro, após 28/05/08

Cássio Casseb Lima	Coordenador
Everaldo Nigro dos Santos	Membro
Walter Fontana Filho	Membro
Roberto Faldini	Membro

66. Com relação à substituição de Alcides Lopes Tápias ("Alcides Tápias") por Cássio Casseb Lima ("Cássio Casseb"), em 28/05/08, para o cargo de coordenador do Comitê Financeiro, a acusação afirma que, "de fato, não há registro de que Alcides Tápias tenha participado de qualquer reunião do CA no ano de 2008, embora, até a AGO de 17/04/08, que elegeu os novos componentes do CA, fosse, de direito, um membro do CA. Além do mais, o nome de Alcides Tápias consta das atas (não assinadas) das reuniões do Comitê Financeiro, realizadas nos meses de janeiro e fevereiro de 2008, na condição de coordenador".
67. Por outro lado, na ata (não assinada) da reunião do Comitê Financeiro, realizada em 29/04/08, já constava o nome de Cássio Casseb como coordenador desse Comitê.
68. Das afirmativas de membros do Comitê Financeiro (Alcides Tápias, Cássio Casseb e Everaldo Nigro) e de alguns conselheiros que dele não faziam parte (Eduardo d'Ávila e Norberto Fatio), indicava-se que a atuação da Diretoria Financeira seria acompanhada pela Controladoria. Nesse ponto, a acusação destacou a declaração de Welson Teixeira, "Diretor de Administração, Controladoria, TI e de Relações com Investidores" à época, no sentido de que a participação da Diretoria de Controladoria no controle e acompanhamento da Política Financeira da Sadia em 2007 e 2008 era "nenhuma, já que a Diretoria Financeira se reportava diretamente ao Conselho de Administração, enquanto que a Diretoria de Controladoria estava sob as ordens da Presidência Executiva".
69. Das declarações prestadas, consta, também, o apontamento da Gerência de Risco como responsável pelo acompanhamento das operações financeiras. No entanto, conforme observa a acusação, essa Gerência de Risco era diretamente subordinada à Diretoria Financeira, razão pela qual suas considerações não chegavam ao alcance do CA, "com o qual a Gerência de Risco não tinha ligação direta".
70. Sobre a periodicidade das reuniões do Comitê Financeiro, não houve questionamento acerca do fato de o Comitê Financeiro não se reunir durante um terço do mandato, apesar de a Política Financeira prever sua atuação mensal no monitoramento da curva de tendência de cada fator de risco. A acusação indica, nesse sentido, que não foram relatadas quaisquer outras formas de atuação do Comitê Financeiro, com o objetivo de "desincumbir-se do mister para o qual foi criado".
71. Havia, assim, uma expectativa de "monitoramento" da área financeira pelo Comitê Financeiro, tal como declarado nas manifestações dos membros do CA, especialmente no que tange a aplicação das medidas de stop loss, limites de alçada ou para aplicação de stress test sobre a posição contratada. No entanto, de acordo com a acusação, o Comitê de Finanças não realizava o monitoramento mensal exigido pela Política Financeira⁸, o que se denota, especialmente, das declarações dos membros do Comitê Financeiro e das Atas de suas reuniões.

II.3.e. Atuação do Comitê de Auditoria

72. De acordo com o artigo 20 do Estatuto Social da Sadia, as atribuições do Comitê de Auditoria eram as seguintes:
- i. verificação quanto à manutenção de sistemas contábeis e de controles internos eficazes, promovendo o seu permanente monitoramento;
 - ii. monitorar os sistemas de gerenciamento de riscos do ambiente de controles internos da Sociedade;
 - iii. estabelecer procedimentos para apuração e encaminhamento de atos de desvio de conduta bem como

para o trato quanto ao recebimento, processamento e resposta de denúncias relativas às práticas contábeis, controles internos de emissão de relatórios financeiros e Auditoria Interna; e

iv. supervisionar os trabalhos e avaliar formalmente o desempenho da Auditoria Interna.

73. Além disso, o Regimento Interno do Comitê de Auditoria lhe atribuía competência para analisar os procedimentos e processos financeiros internos da companhia.

74. A composição do Comitê de Auditoria também sofreu alterações na sua coordenação em 28/05/08, conforme quadros abaixo:

Membros do Comitê de Auditoria, no período de 25/05/07 a 28/05/08

Francisco Céspedes	Coordenador
Alcides Lopes Tápias	Membro
José Marcos Konder Comparato	Membro

Membros do Comitê de Auditoria, após 28/05/08

Francisco Céspedes	Coordenador
Roberto Faldini	Membro
José Marcos Konder Comparato	Membro

75. Nos questionamentos da CVM acerca da participação do Comitê de Auditoria no controle e acompanhamento da Política Financeira, os membros desse Comitê responderam que:

- i. Francisco Céspedes – "era feito com base nas demonstrações financeiras trimestrais e anual e respectivas notas explicativas, juntamente com a análise do relatório da auditoria independente";
- ii. Alcides Tápias – "verificava a conformidade do que estava sendo executado em relação às políticas da Companhia, por meio das apresentações feitas pelo Diretor de Auditoria, que mostrava os resultados do trabalho de campo de sua área, apontando desvios e irregularidades constatadas; que, quanto à supervisão da área Financeira pela Auditoria Interna era feita de forma complementar à supervisão feita pela Controladoria e pela Auditoria Externa";
- iii. José Comparato – "o Comitê de Auditoria obedecia estritamente o que determinava o Estatuto, em seu artigo 20; que não estava previsto tal controle e acompanhamento e que tais atividades não eram competência do Comitê e sim dos Auditores Externos e do Conselho Fiscal (sic)"; e
- iv. Roberto Faldini – o objetivo do Comitê de Auditoria era "verificar se tudo estava regularmente contabilizado e se as regras estavam sendo obedecidas por todas as Diretorias".

76. Para a acusação, tais declarações possibilitaram a constatação de que a atuação do Comitê de Auditoria, em relação ao acompanhamento dos processos financeiros e ao monitoramento dos sistemas de gerenciamento de riscos, não estava em conformidade ao preconizado no Estatuto Social e no Regimento Interno do próprio Comitê.

77. Especificamente sobre as operações 2x1, a acusação destaca a reunião do Comitê de Auditoria realizada em 25.03.08, da qual participaram, além dos membros do Comitê à época, alguns convidados, entre eles Giovanni Lipari, especialista em controladoria, e Roberto Ciardella, como secretário. Conforme a ata da referida reunião, o item 3, que tratava de hedge operacional, constava a informação de que "o Sr. Giovanni enviou previamente o material que foi analisado pelo Coordenador do Comitê. Foi solicitada a inclusão do referido material na apresentação das Demonstrações Financeiras mensais ao Comitê, num formato mais resumido".

78. Apurou-se que o material mencionado na ata teria sido preparado por Giovanni Lipari e, posteriormente, encaminhado por Roberto Ciardella a Francisco Céspedes (então coordenador do Comitê de Auditoria), via e-

mail, em 18/03/08. No e-mail citado, além de encaminhar o "material básico" para a reunião do Comitê de Auditoria, Roberto Ciardella menciona que todo o material seria encaminhado "aos membros do Comitê, via malote".

79. Entre os itens do material apresentado, havia um sobre hedge operacional, em que são apresentadas quatro operações, dentre elas dois tipos de operações "2x1"⁹. Sobre esse tocante, Francisco Céspedes afirmou que "o material anexado ao e-mail decorreu de uma indagação feita à Controladoria pelo Comitê de Auditoria, com objetivos puramente contábeis, visando esclarecer quais normas de contabilização estavam sendo observadas com relação ao USGAAP e ao BRGAAP, uma vez que a demonstração de resultados indicava a inclusão de resultado de operações de hedge no lucro operacional". Afirmou ainda que "a descrição das operações "2x1" contida nos anexos não foi objeto de análise, pois o foco da questão formulada era o lançamento contábil das operações", confirmando, porém, que "todos os membros do Comitê de Auditoria tiveram acesso ao material".
80. Giovanni Lipari, por sua vez, declarou ter preparado o material para realizar "uma demonstração sobre a contabilização dos instrumentos de hedge". No entanto, "na reunião do Comitê de Auditoria em que faria sua apresentação, não houve tempo para tal, embora o assunto constasse da agenda; devido a isso, foi definido que a apresentação seria feita em uma reunião futura, o que nunca ocorreu".
81. Para a acusação, estaria comprovado nos autos o recebimento, pelo coordenador do Comitê de Auditoria, Francisco Céspedes, do material em que constava a descrição de dois tipos de operação "2x1" realizadas. O mesmo vale para José Comparato, que também recebeu o material citado. Já com relação a Alcides Tápias, a acusação afirma não haver "certeza se ele tomou conhecimento desse material, em razão de não haver registro se, de fato, exercia alguma atividade na Sadia nesse período, embora Francisco Céspedes tenha asseverado que os outros membros do Comitê de Auditoria receberam o mesmo material".

II.3.f. Atuação do Conselho de Administração

82. De acordo com o Estatuto Social da Sadia, em seu artigo 17, as competências do CA são:
- i. Fixar e monitorar todas as normas de operação e administração da sociedade, especialmente relativa aos controles, auditoria, contabilidade e estatística;
 - ii. Aprovar qualquer operação que exceda a alçada da Diretoria Executiva ou que deixe de observar as políticas, normas e orçamentos aprovados pelo CA; e
 - iii. Acompanhar a gestão e o desempenho da Diretoria Executiva.
83. Complementarmente, o Regimento Interno do CA estabelece a obrigação de todo Conselheiro em "comparecer às reuniões do Conselho de Administração, preparando-se previamente com a leitura dos documentos postos à disposição e delas participando ativa e diligentemente, sendo admitidas, no máximo, 2 (duas) ausências às reuniões ordinárias, excetuadas aquelas por motivo de força maior devidamente comunicada ao Presidente do Conselho".
84. Sobre a competência do CA, Walter Fontana teria encaminhado correspondência aos "Diretores, Gestores, Chefes de Departamento, Supervisores e demais Colaboradores", em 04/03/05, informando que, a partir daquela data, a Diretoria Financeira deixaria de se reportar à Presidência Executiva para responder diretamente ao CA, "pela sua relevância estratégica".
85. O CA sobre modificação no seu quadro em 17/04/08, conforme tabelas abaixo:

Composição do CA, no período de 19/04/07 a 17/04/08

Walter Fontana Filho	Presidente
Eduardo Fontana d'Ávila	Vice-Presidente
Alcides Lopes Tápias	Membro
Diva Helena Furlan	Membro

Everaldo Nigro dos Santos	Membro
Francisco Silvério Morales Céspedes	Membro
José Marcos Konder Comparato	Membro
Marcelo Fontana	Membro
Norberto Fatio	Membro
Vicente Falconi Campos	Membro
Luiza Helena Trajano Inácio Rodrigues	Membro

Composição do CA, após 17/04/08

Walter Fontana Filho	Presidente
Eduardo Fontana d'Ávila	Vice-Presidente
Roberto Faldini	Membro
Diva Helena Furlan	Membro
Everaldo Nigro dos Santos	Membro
Francisco Silvério Morales Céspedes	Membro
José Marcos Konder Comparato	Membro
Cássio Casseb Lima	Membro
Norberto Fatio	Membro
Vicente Falconi Campos	Membro
Luiza Helena Trajano Inácio Rodrigues	Membro

86. Não foram encontrados registros de discussão sobre a Política Financeira, operações de hedge ou assuntos ligados ao controle das operações financeiras nas atas de reunião do CA, no período de julho a dezembro de 2007. Apenas na ata da reunião de 30/01/08 registrou-se a revalidação das Políticas Financeira, de Crédito e de Câmbio¹⁰.
87. De acordo com a acusação, as declarações dos Conselheiros do CA indicam que, embora a Diretoria Financeira tivesse uma relação direta com o CA, inclusive em razão da alegada "relevância estratégica" de seus trabalhos, "o fato é que tal sistemática de reporte supostamente diferenciada acabou por se converter em instrumento que, na verdade, permitiu à Diretoria Financeira ficar submetida a controles bem menos efetivos do que as demais Diretorias".
88. Por outro lado, a acusação concluiu que a maioria dos membros do CA esperava que a atuação da Diretoria Financeira fosse acompanhada diretamente pelo Presidente daquele órgão societário. Sobre esse ponto, o Presidente do CA, Walter Fontana, não reconheceu a atribuição específica de acompanhar a Diretoria Financeira. Adriano Ferreira, por sua vez, declarou que se reportava "para o Presidente do Conselho, Walter Fontana".
89. Para a acusação, foi constatada fragilidade no controle sobre a atuação da Diretoria Financeira, pois, conforme declaração do Diretor responsável pela controladoria, Welson Teixeira, nunca foi feito "nenhum tipo de teste na área financeira", de forma que não era de sua alçada o controle da execução da Política Financeira.

90. Em conclusão, a acusação aponta que "a Diretoria Financeira, que deveria merecer atenção especial, dada "sua relevância estratégica", encontrava-se muito menos fiscalizada do que as outras Diretorias", pois o seu acompanhamento "era feito exclusivamente por meio das apresentações esporádicas que Adriano Ferreira fazia ao Comitê Financeiro e ao CA". Isso evidencia "o frágil controle ao qual a Diretoria Financeira estava submetida, assim como o demonstrado desconhecimento dos membros do CA a respeito dos aspectos mais relevantes da Política Financeira, permitiram que suas determinações fossem reiteradamente descumpridas, por meio de: desrespeito às alçadas, não adoção de medidas de stop loss, não realização de testes de stress, não funcionamento de comitês estabelecidos na Política, inobservância dos limites para contratação de hedge, que, conforme visto, eram desconhecidos pelos membros do CA, e contratação de operações com a pretensa finalidade de proteção cambial que, por suas características, em determinadas circunstâncias dobravam de valor e expunham a Sadia a significativos riscos, os quais acabaram sendo concretizados."

III. CONCLUSÃO DA ACUSAÇÃO

91. Em decorrência das apurações realizadas, a acusação conclui que os prejuízos sofridos pela Sadia, relacionados às operações financeiras em análise, tiveram por causa: (i) a inobservância dos limites para contratação de operações de hedge; (ii) a não adoção de medidas de stop loss; (iii) a não realização de testes de stress; (iv) o não funcionamento de Comitês estabelecidos na Política Financeira; (v) o desconhecimento e postura alheia aos aspectos mais relevantes da Política Financeira, por parte dos membros do CA.
92. A acusação aponta "uma sucessão de falhas na administração que acabou por permitir a adoção, por parte da Diretoria Financeira, de práticas contrárias à Política Financeira da Sadia, o que só ocorreu pela total falta de monitoramento e supervisão, devidamente demonstrada nestes autos, sobre as atividades desta Diretoria".
93. Na avaliação da responsabilidade dos envolvidos, a acusação aponta:
- i. a atuação do Diretor Financeiro, Adriano Ferreira, que tomou a iniciativa para a execução das operações "2x1", cabendo a ele, precipuamente, o acompanhamento da aplicação da Política Financeira – acompanhamento esse que se mostrou falho;
 - ii. a falta de diligência dos membros do CA, que desconheciam a própria estrutura da Sadia, o que se denota das declarações colhidas, as quais não abordaram "os aspectos mais relevantes da Política Financeira por eles mesmos estabelecida"; os documentos e declarações prestadas revelou, portanto, o desconhecimento dos Conselheiros das regras da Política Financeira da Sadia, que estabeleciam a relação direta e o acompanhamento do CA com relação aos atos praticados pelo Diretor Financeiro;
 - iii. a falta de monitoramento do Comitê Financeiro, que, conforme a Política Financeira, deveria averiguar mensalmente os aspectos das operações financeiras; na verdade, as reuniões desse comitê, no ano de 2008, foram interrompidas por cerca de quatro meses, entre o fim de abril e o começo de setembro, período longo se comparado com o prazo de duração dos mandatos dos Conselheiros, que era de um ano;
 - iv. a falta de monitoramento do Comitê de Auditoria, que, de acordo com o Estatuto Social, deveria averiguar os sistemas de gerenciamento de riscos do ambiente de controles internos, bem como analisar os procedimentos e processos financeiros internos.
94. Nesse sentido, a acusação entende ter havido "violação ao dever de se informar, tanto por parte dos membros do Comitê Financeiro, tanto em relação àqueles pertencentes ao Comitê de Auditoria", pois não obtiveram, no exercício de seu mandato, as informações necessárias para exercerem suas atribuições de maneira adequada. Nesse sentido, o "dever de os administradores exercerem suas funções de modo informado e esclarecido é insito ao próprio dever de diligência que, segundo a melhor doutrina, exige que os administradores se informem adequadamente acerca da situação da Companhia, da forma pela qual ela está sendo conduzida, bem como seus produtos e principais serviços". No caso de órgãos técnicos ou consultivos criados para integrar a estrutura societária da Companhia, se aplica o disposto no artigo 160 da Lei nº 6.404/76, que lhes impõe o cumprimento do dever de diligência.
95. Com relação aos Conselheiros que não faziam parte dos Comitês Financeiro ou de Auditoria, quais sejam Eduardo d'Ávila, Diva Furlan, Luiza Trajano, Norberto Fatio e Vicente Falconi, destaca-se, conforme a acusação, o "parco conhecimento que tinham a respeito de pontos relevantes da Política Financeira por eles aprovada", conforme as declarações colhidas na instrução deste processo. O acompanhamento das atividades da Diretoria Financeira, que era atribuição exclusiva do CA, não foi feito com a diligência mínima requerida.

Assim, na atuação desses Conselheiros caracterizada está a falta de diligência no acompanhamento da atuação da Diretoria Financeira, "pois, sendo o Conselho a única instância hierárquica à qual tal Diretoria se reportava, ao CA cabia certificar o cumprimento da Política Financeira, a qual era aprovada por ele próprio".

96. Ao final, a acusação aponta as responsabilidades de cada um dos acusados:

- i. Adriano Ferreira, Diretor Financeiro da Sadia, por não empregar a diligência requerida para o exercício de suas funções, ao desprezeitar o determinado pela Política Financeira da Sadia, descumprindo, assim, o art. 153 da Lei nº 6.404/76;
- ii. Walter Fontana, Presidente do CA e membro do Comitê Financeiro da Sadia, por não empregar a diligência requerida para o exercício de suas funções, ao não acompanhar a execução da Política Financeira da Sadia e não fiscalizar a atuação da Diretoria Financeira, descumprindo, assim, o art. 153 combinado com o art. 160 da Lei nº 6.404/76;
- iii. Alcides Tápias, coordenador do Comitê Financeiro e membro do Comitê de Auditoria da Sadia, no período de abril de 2007 a abril de 2008, por não empregar a diligência requerida para o exercício de suas funções, ao não acompanhar a execução da Política Financeira da Sadia e não fiscalizar a atuação da Diretoria Financeira, descumprindo, assim, o art. 153 combinado com o art. 160 da Lei nº 6.404/76;
- iv. Cássio Casseb, coordenador do Comitê Financeiro da Sadia, no período iniciado em abril de 2008, por não empregar a diligência requerida para o exercício de suas funções, ao não acompanhar a execução da Política Financeira da Sadia e não fiscalizar a atuação da Diretoria Financeira, descumprindo, assim, o art. 153 combinado com o art. 160 da Lei nº 6.404/76;
- v. Everaldo Nigro, membro do Comitê Financeiro da Sadia, por não empregar a diligência requerida para o exercício de suas funções, ao não acompanhar a execução da Política Financeira da Sadia e não fiscalizar a atuação da Diretoria Financeira, descumprindo, assim, o art. 153 combinado com o art. 160 da Lei nº 6.404/76;
- vi. Marcelo Fontana, membro do Comitê Financeiro da Sadia, no período de abril de 2007 a abril de 2008, por não empregar a diligência requerida para o exercício de suas funções, ao não acompanhar a execução da Política Financeira da Sadia e não fiscalizar a atuação da Diretoria Financeira, descumprindo, assim, o art. 153 combinado com o art. 160 da Lei nº 6.404/76;
- vii. Roberto Faldini, membro dos Comitês Financeiro e de Auditoria da Sadia, no período iniciado em abril de 2008, por não empregar a diligência requerida para o exercício de suas funções, ao não acompanhar a execução da Política Financeira da Sadia e não fiscalizar a atuação da Diretoria Financeira, descumprindo, assim, o art. 153 combinado com o art. 160 da Lei nº 6.404/76;
- viii. Francisco Céspedes, coordenador do Comitê de Auditoria da Sadia, por não empregar a diligência requerida para o exercício de suas funções, ao não acompanhar a execução da Política Financeira da Sadia e não fiscalizar a atuação da Diretoria Financeira, descumprindo, assim, o art. 153 combinado com o art. 160 da Lei nº 6.404/76;
- ix. José Comparato, membro do Comitê de Auditoria da Sadia, por não empregar a diligência requerida para o exercício de suas funções, ao não acompanhar a execução da Política Financeira da Sadia e não fiscalizar a atuação da Diretoria Financeira, descumprindo, assim, o art. 153 combinado com o art. 160 da Lei nº 6.404/76;
- x. Eduardo Fontana, Vice-Presidente do CA da Sadia, por não empregar a diligência requerida para o exercício de suas funções, ao demonstrar desconhecimento e adotar postura alheia aos aspectos mais relevantes da Política Financeira da Sadia, descumprindo, assim, o art. 153 da Lei nº 6.404/76;
- xi. Diva Furlan, membro do CA da Sadia, por não empregar a diligência requerida para o exercício de suas funções, ao demonstrar desconhecimento e adotar postura alheia aos aspectos mais relevantes da Política Financeira da Sadia, descumprindo, assim, o art. 153 da Lei nº 6.404/76;
- xii. Luiza Helena, membro do CA da Sadia, por não empregar a diligência requerida para o exercício de suas funções, ao demonstrar desconhecimento e adotar postura alheia aos aspectos mais relevantes da Política Financeira da Sadia, descumprindo, assim, o art. 153 da Lei nº 6.404/76;
- xiii. Norberto Fatio, membro do CA da Sadia, por não empregar a diligência requerida para o exercício de

suas funções, ao demonstrar desconhecimento e adotar postura alheia aos aspectos mais relevantes da Política Financeira da Sadia, descumprindo, assim, o art. 153 da Lei nº 6.404/76; e

- xiv. Vicente Falconi, membro do CA da Sadia, por não empregar a diligência requerida para o exercício de suas funções, ao demonstrar desconhecimento e adotar postura alheia aos aspectos mais relevantes da Política Financeira da Sadia, descumprindo, assim, o art. 153 da Lei nº 6.404/76.

IV. DEFESAS

IV.a. Alcides Tápias, Diva Furlan, Eduardo Fontana, Everaldo Nigro, Francisco Céspedes, Luiza Helena, Marcelo Fontana, Norberto Fatio, Roberto Faldini e Vicente Falconi

97. Alcides Tápias, Diva Furlan, Eduardo Fontana, Everaldo Nigro, Francisco Céspedes, Luiza Helena, Marcelo Fontana, Norberto Fatio, Roberto Faldini e Vicente Falconi apresentaram defesa conjunta, na qual alegam o seguinte:
98. Os acusados atuaram de forma correta, com o cuidado e a diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração de seus próprios negócios, em estrita observância ao disposto no artigo 153 da Lei nº 6.404/76.
99. Competia ao CA, como órgão colegiado, a fixação das diretrizes e estratégias gerais da Companhia, bem como aprovar deliberações relevantes que, em princípio, caberiam à Assembleia Geral. A Diretoria Executiva, por sua vez, não tinha características de órgão colegiado, cabendo o desempenho de determinadas atividades, no âmbito de suas atribuições. Além disso, a Sadia criou alguns Comitês, órgãos com funções técnicas que prestavam assessoria aos administradores em questões que transcendam a gestão originária de seus negócios, tais como finanças, auditoria e economia.
100. No caso da Sadia, foi criado pelo Estatuto o Comitê de Auditoria, que tinha como função típica o acompanhamento e foco voltado a matérias contábeis, incluindo a elaboração de demonstrações financeiras e atividades de auditoria.
101. Por outro lado, o Comitê de Finanças, que não era previsto pelo Estatuto Social, foi criado como órgão complementar ao modelo de governança no contexto de Finanças, para auxiliar permanentemente o CA. Na prática, o Comitê de Finanças exercia funções meramente de suporte e aconselhamento ao CA, realizando o acompanhamento dos resultados financeiros por meio dos relatórios e apresentações do Diretor Financeiro. Assim, o Comitê de Finanças dependia integralmente da Diretoria Financeira para tomar conhecimento dos fatos afetos à Companhia.
102. Com relação à Política Financeira, era o Diretor Financeiro o responsável por zelar pelo seu cumprimento e acompanhar as operações de hedge que estavam sendo contratadas pela Companhia. Caso verificasse que os limites estavam sendo ultrapassados, deveria, ainda, implementar o stop loss. Na hipótese de desenquadramento em relação a qualquer destes parâmetros, o comitê ou "grupo de trabalho" de investimento e risco, formado pelo Diretor Financeiro, pelo Gerente Financeiro, e por outros funcionários ligados à área financeira, deveria ser imediatamente comunicado pela Gerência de Risco, a fim de que seus membros pudessem adotar as medidas cabíveis. Se o risco passasse da alçada própria, o Comitê de Finanças deveria ser informado da situação.
103. A Política Financeira também estabelecia o controle das operações por meio do mecanismo de stress test, cujos cenários de stress deveriam ser aprovados pelo Comitê de Finanças e atualizados semestralmente, com monitoramento mensal da curva de tendência de cada fator de risco. No entanto, o monitoramento mensal deveria ser realizado pelo Diretor Financeiro, pois, para tanto, era necessário o conhecimento direto e efetivo das operações financeiras.
104. Dessa forma, conforme a defesa, caso o Diretor Financeiro tivesse observado, implementado e acompanhado diariamente a Política Financeira, no que tange os parâmetros, limites e controles adequados para as operações financeiras da Companhia, ter-se-ia evitado a ocorrência dos prejuízos de que tratam o presente processo.
105. De acordo com o relatório preparado pela BDO Trevisan, foram realizadas seis operações "2x1" que apresentaram exposição superior ao valor da alçada estabelecida na Política Financeira para a Diretoria Financeira, razão pela qual precisavam da aprovação do Comitê de Finanças. No entanto, o Diretor Financeiro não convocou o Comitê de Finanças para noticiar os riscos e descumprimento da Política Financeira, não

tendo havido nenhum reporte ao Comitê de Finanças relacionado às operações com derivativos "2x1". Nesse sentido, na reunião do Comitê de Finanças do mês de julho de 2008, "comentou-se sobre enquadramentos e eventuais desenquadramentos com relação à Política Financeira da Sadia, tendo sido afirmado por Adriano [Diretor Financeiro] que nada havia a reportar a respeito".

106. O relatório preparado pela KPMG apontou que nos meses de junho e julho de 2008, a realização de operações "2x1" e os desenquadramentos por elas provocados começaram a ocorrer de forma mais freqüente, sendo que, durante esse período, foram disponibilizados relatórios da Gerência de Risco da Sadia à Diretoria Financeira, além de ter havido trocas de e-mails entre a Gerência de Risco, a Gerência de Tesouraria, a Gerência Financeira e a Diretoria Financeira, nos quais se alertava para essas exposições e para a deficiência do sistema utilizado para acompanhamento dos riscos das operações financeiras. Ao final, a KPMG relatou não haver qualquer indício de que os membros do Conselho de Administração e do Comitê de Finanças tenham tomado conhecimento dos alertas enviados pela Gerência de Risco ao Diretor Financeiro.
107. Com relação de controle de risco (risk control), adotado pela Sadia, este não estaria proporcionando o adequado acompanhamento das operações com derivativos "2x1" realizadas, conforme apontou a Gerência de Risco à Diretoria Financeira. Sobre esse fato, os membros do Conselho de Administração não tiveram conhecimento.
108. Assim, os conselheiros teriam acreditado, de boa-fé, nas apresentações realizadas pelo Diretor Financeiro, que apontavam a consonância das operações realizadas com a Política Financeira, não podendo, por essa razão, ser responsabilizados pelos fatos que deram origem ao presente processo. Os membros do CA somente poderiam ser responsabilizados pelos negócios jurídicos sobre os quais tenham deliberado ou sobre atos de administração levados ao seu conhecimento, não sendo possível, legalmente, que assuntos, decisões ou operações que não foram sequer discutidos ou submetidos à apreciação daquele órgão sejam atribuídos à esfera de responsabilidade de seus membros.
109. Sobre o assunto, o artigo 142 da Lei nº 6.404/76, que trata da obrigação de fiscalizar a gestão dos gestores, já foi bastante discutido na CVM, tendo prevalecido o entendimento de que tal atribuição deve ser interpretada com moderação, uma vez que não seria razoável exigir-se que os membros do Conselho de Administração, que não estão presentes no dia a dia da companhia, fiscalizassem todos os atos de gestão ordinária praticados pelos diretores.
110. Com relação ao dever de diligência, previsto no artigo 153 da Lei nº 6.404/76, este só seria violado quando o administrador não adota, em uma determinada situação concreta, a conduta que, razoavelmente, se poderia esperar de outro administrador competente que estivesse ocupando seu cargo. Assim, o dever de diligência do administrador de uma companhia parte da análise concreta do cumprimento de determinados deveres específicos que, em conjunto, a saber:
- i. o dever de se qualificar para o exercício do cargo, pelo qual o conselheiro deve se familiarizar com a atividade principal desenvolvida pela companhia, que está consignada no seu objeto social;
 - ii. o dever de bem administrar, que implica a atuação do conselheiro de maneira diligente, objetivando alcançar o melhor resultado possível para a companhia, muito embora ele não tenha a obrigação de efetivamente obter tal resultado, tendo em vista os riscos inerentes à qualquer atividade empresarial;
 - iii. o dever de se informar, que se relaciona com as informações que estejam razoavelmente disponíveis ao administrador, conforme as circunstâncias concretas;
 - iv. o dever de investigar, pelo qual os conselheiros, ao receberem um sinal de alerta, que afete a sua confiança com relação às informações que lhes são fornecidas por diretores, auditores e outros profissionais, devem investigar a informação que lhes foi encaminhada.
 - v. o dever de vigiar, que consiste na obrigação dos conselheiros fiscalizarem o desenvolvimento das atividades da sociedade, sendo que tal vigilância deve ser exercida de forma sintética e não analítica, conforme entende a própria CVM.
111. No caso, as condutas adotada por cada um dos acusados teria atendido aos aspectos do dever de diligência, tendo em vista que:
- i. os acusados participavam assiduamente das reuniões do CA, sendo as reuniões eram realizadas mensalmente, em uma periodicidade menor do que a prevista no Estatuto, que exigia a realização de

reuniões trimestrais;

- ii. o CA promoveu investigações adicionais quando julgou necessário para tomar determinadas decisões, sendo que, ao menos em três ocasiões, não aprovou de imediato as matérias que lhe foram submetidas. Isso demonstra que os acusados se informavam exatamente do modo como era esperado e proposto para o exercício do cargo de membro do CA;
 - iii. todos os acusados eram profissionais da mais alta qualificação, sendo aptos a desempenharem suas funções como membros do CA;
 - iv. a contribuição dada pelos acusados, com a formação que detêm, era de grande utilidade para o desenvolvimento dos negócios da Companhia. Nesse ponto, é preciso considerar que a Sadia não era um banco, nem uma instituição financeira, razão pela qual os seus conselheiros não precisavam deter conhecimento específico sobre tais assuntos, em especial, sobre operações de derivativos com a sofisticação e a complexidade apresentadas nas chamadas operações "2x1". Com relação à Política Financeira, não é preciso que os acusados conhecessem "de cor" para mostrar que estavam informados a respeito dos negócios da Companhia;
 - v. o dever de investigar somente surge se as circunstâncias indicarem aos conselheiros a necessidade de investigar algum ato ou fato (via as chamadas "red flags"). Não há como presumir que os acusados tivessem conhecimento das operações objeto deste processo – e não há qualquer prova nesse sentido. E as operações "2x1", para serem identificadas, dependiam de um profundo estudo, que se fosse feito pelos membros do CA "engessaria" a gestão da companhia. Aos membros do CA cabe a tomada de decisões gerais sobre os negócios sociais da Companhia. Assim, sendo o CA um órgão receptivo, somente poderá haver controle quando não houver sonegação de informações. Não é possível, legalmente, que assuntos, operações que não foram sequer discutidas ou submetidas à apreciação do CA, como foi o caso das operações com derivativos realizadas pela Sadia, sejam atribuídas à esfera de responsabilidade de seus membros, sobretudo se não integram também a Diretoria. No caso, não se poderia exigir desconfiança em relação aos atos praticados pela Diretoria Financeira, que gozava de excelente reputação; que prestava as informações no sentido de que "as operações estavam enquadradas na Política Financeira"; e que realizava operações submetidas a testes de stress e ao sistema de risk control;
 - vi. a supervisão exercida nos atos dos diretores não os torna os Conselheiros garantidores de que não há irregularidade nos atos dos administradores da Companhia. Assim, o fato de os acusados não terem identificado as operações irregulares realizadas pela Diretoria Financeira não implica violação do dever de vigiar.
112. Todos os acusados, então, teriam cumprido o dever de diligência, tendo exercido as suas funções de acordo com a sua "expertise" e auxiliado a Companhia de acordo nas atividades ligadas à sua área de atuação. Em relação a todos os acusados, conta a favor de sua inocência o passado ilibado, a história profissional de sucesso, a diligência nas ações praticadas nas mais diversas posições de destaque que ocuparam.
113. Com relação ao Comitê de Finanças, os acusados Alcides Tápias e Marcelo Fontana não poderiam ser responsabilizados, uma vez que desligaram-se do CA em dezembro de 2007 e abril de 2008, respectivamente, ou seja, antes das operações irregulares realizadas com derivativos.
114. Quanto aos demais membros do Comitê de Finanças, as acusações seriam improcedentes, uma vez que sempre agiram em conformidade com os padrões de diligência exigidos para o cargo e não tinham como saber das operações em desacordo com a Política Financeira que lhes foram omitidas. Cabia ao Comitê de Finanças propor a Política financeira, não lhe cabendo a sua execução ou fiscalização de seu cumprimento – o monitoramento dos cenários de stress era obrigação conferida ao Diretor Financeiro e não ao Comitê de Finanças.
115. Os membros do Comitê de Finanças sempre questionavam sobre a observância da Política Financeira, quando recebiam do Diretor Financeiro a informação de que a Companhia estava atendendo integralmente a política. Por outro lado, o cancelamento das reuniões previstas para o Comitê de Finanças não conduz à conclusão de que os seus membros tenham agido de forma não diligente. E ainda que tais reuniões tivessem sido realizadas, isso não permitiria o conhecimento das operações com derivativos "2x1", que estavam sendo omitidas pelo Diretor Financeiro.

116. Com relação ao Comitê de Auditoria, mais uma vez, Alcides Tápias não poderia ser penalizado, porque se desligou da Companhia no fim do ano de 2007.
117. Sobre a atuação do Comitê de Auditoria, o Estatuto Social e o Regimento Interno do Comitê de Auditoria prevêem que as suas funções são de assessoramento do CA na análise de questões contábeis e no processo de revisão da elaboração e auditoria das Demonstrações Financeiras. O monitoramento do risco envolvendo as operações de hedge era realizado a partir da verificação da observância dos limites estabelecidos na Política Financeira, os quais deveriam ser reportados pela Diretoria Financeira, auditados pela KPMG e incluídos nos ITR's enviados aos órgãos reguladores, demonstrando a posição vendida e comprada em moeda estrangeira – no entanto, em nenhum momento foi reportado o desenquadramento sobre os limites estabelecidos na Política, nem pelo Diretor Financeiro, que participava de todas as reuniões do Comitê de Auditoria.
118. A cerca do documento encaminhado em 25/03/08 ao Comitê de Auditoria, contendo relatório elaborado por Giovanni Lipari em que eram apresentadas duas operações "2x1", o objetivo do material era permitir uma análise puramente contábil da aplicação dos critérios BRGAPP ou USGAPP. Ou seja, estava sendo discutida exclusivamente a forma de contabilização das receitas das operações de hedge.
119. Ainda que se entenda que os membros do Comitê de Auditoria tomaram conhecimento das operações "2x1" com os referidos documentos, isso não implica falta de diligência, pois tais operações poderiam ser eventualmente compatíveis com a Política Financeira. A mera descrição das modalidades de operação "2x1" não conferia aos membros do Comitê condições de saber o montante total das operações da espécie que vinham sendo realizadas pela Diretoria Financeira, nem as características particulares de cada operação.
120. Ao final, os acusados requerem a absolvidos da acusação formulada.

IV.b. Walter Fontana Filho

121. Walter Fontana Filho, em sua defesa, alega, resumidamente, o seguinte:
122. Ao avaliar-se a história de sucesso da Sadia, denota-se a contribuição do acusado, que foi responsável pela implementação de um modelo de governança que atendesse às necessidades globais da Companhia, fundado nos princípios de transparência, estabilidade e profissionalismo.
123. Após implantada da Política Financeira, o acompanhamento da sua execução era de responsabilidade do Diretor de Finanças, que apresentava os resultados ao Comitê de Finanças. As apresentações do Diretor de Finanças, por sua vez, indicavam que as operações financeiras estavam enquadradas nos limites previstos na Política Financeira. Somente em 12/09/08 que o acusado soube do desenquadramento das operações financeiras, da própria existência das operações denominadas "2x1" e do seu grau de sofisticação. Ato contínuo, foram tomadas todas as providências para a mitigação dos prejuízos, sendo que a maior das operações financeiras, no valor de USD 1,4 bilhão, foi revertida a um custo de R\$ 200 milhões.
124. De acordo com o relatório da BDO Trevisan, o desenquadramento já era de conhecimento do Diretor Financeiro, que omitiu esse fato ao Comitê de Finanças. Foi, então, proposta ação de responsabilidade em face da pessoa do Diretor Financeiro, pelos prejuízos causados à companhia.
125. As operações de hedge não eram apresentadas individualmente, aparecendo sempre no contexto geral do endividamento. Os resultados positivos eram, segundo a percepção do acusado, decorrentes da valorização do Real frente a moeda americana. Assim, o acusado desconhecia as operações "2x1" realizadas no período.
126. Tanto eram desconhecidas as operações que, em 11/09/08, um dia antes da comunicação sobre o desenquadramento das operações, o CA submeteu ao Grupo Doux proposta de aquisição dos ativos desse grupo por mais de 1 bilhão de reais. Se houvesse conhecimento das operações financeiras, que implicaram perdas sofridas pela Companhia, jamais teria sido feita a referida proposta.
127. Da mesma forma, somente após as perdas mencionadas é que o acusado veio a ter conhecimento que o risk control não permitia o acompanhamento adequado da exposição das operações "2x1". O acusado não tinha conhecimento, também, da existência do currency book, ou seja, da planilha de Excel utilizada pela Diretoria de Finanças para o acompanhamento das citadas operações "2x1".
128. A Diretoria Financeira realizava operações sem a aprovação do Comitê de Finanças e em valores acima da sua alçada, sonhando tais informações aos membros do CA. Não havia como o acusado ter conhecimento do descumprimento das regras previstas na Política Financeira se os responsáveis pela realização das operações não prestavam as informações devidas. No caso, os fatos demonstram a responsabilidade única e

exclusiva do Diretor de Finanças, Adriano Ferreira, bem como dos gerentes a ele subordinados. Por isso, imputar ao acusado a responsabilidade por ato praticado à sua revelia seria injusto e até mesmo antijurídico.

129. Quanto à imputação de descumprimento do dever de diligência, a lei requer do administrador um padrão de conduta diligente à semelhança dos homens de negócios ativos e probos, seguindo um padrão de conduta pautado pela atuação profissional e competente. Esse padrão se desenvolve segundo uma regra extremamente flexível e abrangente do direito norte-americano, conhecida como "business judgement rule", pelo qual o administrador deve gerir a companhia segundo o seu julgamento de conveniência e oportunidade, para a prática dos atos que melhor atendam ao interesse social.
130. Na medida em que o dever de diligência versa sobre um padrão de comportamento, a infração a esse dever somente pode ser aferida mediante o exame do caso concreto e da análise do cumprimento das obrigações do administrador (i) de se qualificar para o desempenho de suas funções; (ii) de bem administrar; (iii) de se informar; (iv) de investigar; e (v) de vigiar.
131. É descabida a alegação da acusação, de que o acusado não empregou a diligência requerida "ao não acompanhar a execução da Política Financeira da Companhia e não fiscalizar a atuação da Diretoria Financeira". O fato de os Conselheiros, nos depoimentos, não terem repetido exatamente o que constava da Política Financeira se justifica porque: (i) os Conselheiros tinham diversos outros compromissos profissionais e não exerciam somente o cargo de conselheiros da Companhia; (ii) não se pode esperar que o acusado se lembrasse de forma detalhada e exata todos os aspectos da estrutura administrativa e das previsões da Política Financeira, após quase um ano de seu desligamento da Companhia; e (iii) não há provas nos autos que evidencie que o acusado não tivesse conhecimento da estrutura administrativa e dos aspectos relevantes da Política Financeira enquanto membro dos órgãos da administração da Companhia.
132. A própria diversidade nas respostas apresentadas pelos Conselheiros demonstram que estavam de boa-fé, não tendo o acusado ensaiado o seu depoimento.
133. É incontestado que o acusado possuía qualificação para o cargo que exercia. Por outro lado, a posição da Sadia e os resultados obtidos nos 64 anos de história confirmam o cumprimento do dever de administrar.
134. O acusado, como presidente do CA e membro do Comitê de Finanças, participou da elaboração de uma Política Financeira conservadora e avessa a riscos. Sobre esse tocante, o acusado depositava inteira confiança nos profissionais responsáveis pelo cumprimento da Política Financeira, quais sejam a Diretoria de Finanças e as gerências a ela subordinadas. Os administradores devem confiar nas informações que lhes são fornecidas pelos demais membros da administração, subordinados, auditores e outros profissionais especializados, já que seria impossível exigir-se que o administrador da companhia aberta, por mais diligente que seja, conferisse pessoalmente a exatidão das informações prestadas.
135. Não é possível, legalmente, que assuntos, decisões ou operações que não foram sequer discutidas ou submetidas à apreciação do CA sejam atribuídas à esfera de responsabilidade de seus membros, sobretudo se não integram também a Diretoria da sociedade. No caso, as premissas levam inexoravelmente a uma conclusão: não havia do que suspeitar, já que (i) as informações referentes às informações financeiras da Companhia levavam a crer que estavam em total consonância com a Política Financeira; e (ii) os resultados da Companhia demonstravam que, em 2008, foi obtida a maior receita anual da sua história, R\$ 12,2 bilhões, tendo o volume total comercializado aumentado 8,3%, o mercado interno crescido 12,2% e o mercado externo 5,0%.
136. Não prospera, também, a alegação da suposta falta de "monitoramento e supervisão" sobre as atividades da Diretoria, pois uma vigilância e fiscalização detalhada à época dos fatos não se mostrava necessária, até mesmo porque a obrigação de vigiar, inerente ao dever de diligência não se refere a atos específicos, mas ao andamento geral dos negócios e a execução das deliberações e decisões tomadas. Não havia razão para desconfiar das informações prestadas pelo Diretor de Finanças, pois tal pessoa possuía a expertise necessária para o exercício das funções inerentes ao cargo para o qual foi designado.
137. Nesse ponto, sobre o alegado reporte direto do Diretor de Finanças ao acusado, na qualidade de Presidente do CA, não havia qualquer previsão, no Estatuto ou no regimento interno do CA e dos Comitês da Companhia, acerca de tal reporte. Isso justifica os diferentes entendimentos dos membros do Conselho de Administração quanto a quem o Diretor de Finanças deveria se reportar. No caso, a relação do Diretor de Finanças com o acusado se dava, tão somente, através dos Comitês do CA, dos quais o referido diretor participava como secretário. Ou seja, o Diretor de Finanças se reportava ao CA.

138. E ainda que houvesse um reporte direto do Diretor Financeiro para o acusado, as perdas sofridas pela Companhia não seriam minimizadas, uma vez que as informações acerca do desenquadramento das operações financeiras não eram prestadas ao acusado, tanto na qualidade de Presidente do CA, quanto como membro do Comitê de Finanças.
139. Ademais, como não havia um "sinal vermelho", não cabia ao acusado o dever de investigar ou pesquisar mais profundamente as informações disponibilizadas. Não havia razão para melhor se informar.
140. Por fim, ainda que pudesse se admitir que houve falha no acompanhamento da Política Financeira da Companhia e na fiscalização da Diretoria Financeira, o acusado jamais pretendeu descumprir as normas vigentes. Não havia qualquer circunstância que o levasse a crer que a Companhia estivesse enfrentando algum tipo de risco, até porque o Comitê de Finanças vinha sendo informado de que "a Companhia encontrava-se enquadrada em todos os índices estabelecidos na política". Sobre o assunto, os precedentes da CVM apontam o elemento intencional como indispensável para a aplicação de penalidades. Para se imputar a responsabilidade se faz necessário configurar o liame de causalidade entre o agente e o fato, o que, no caso em questão, não houve.

IV.c. Cássio Casseb

141. Cássio Casseb, em sua defesa, expõe que a acusação é "surpreendentemente genérica", já que, após identificar o Diretor Financeiro da Sadia como o responsável pela celebração das operações "2x1", foi estendida a todos os membros do CA e dos Comitês Financeiro e Auditoria da Sadia, com base em supostas falhas de controles internos. Com isso, a acusação teria incorrido em dois equívocos:
- i. Atribuir a falhas de controles internos uma conduta que, na verdade, foi praticada conscientemente, e conscientemente ocultada dos órgãos de controle. Não haveria, assim, relação de causa e efeito entre qualquer suposta omissão do CA ou do Comitê financeiro e a celebração das operações "2x1". Com isso, a acusação exige dos administradores um padrão de conduta muito superior ao imposto no artigo 153 da Lei nº 6.404/76, o que seria ilegal e inconstitucional;
 - ii. Não apontar as condutas individualizadas dos acusados, que autorizassem qualquer acusação concreta contra cada um deles. A acusação genérica do acusado, como membro do Conselho Financeiro e do Conselho de Administração – mas não como membro do Comitê de Auditoria, o único estatutário – exige o cumprimento de uma função que, pelo estatuto, era atribuída a outros administradores.
142. Sobre a Política Financeira, não existem dúvidas de que o Diretor de Finanças era o responsável pela sua execução. Segundo a acusação, trata-se de fato incontroverso dos autos.
143. A diretoria, por sua vez, é o órgão de representação da Companhia, tendo, portanto, responsabilidade direta por seus atos e pelos seus subordinados. Os membros do CA e de Comitês não têm poderes de representação da companhia. Os membros de órgãos auxiliares, por sua vez, atuam apenas assessorando o CA, dentro da esfera da competência que lhes é fixada pelo estatuto ou pelos regimentos internos. Em relação ao Comitê Financeiro, que não foi criado pelo estatuto, competia, apenas, a sugestão ao Conselho para "validação de estratégias e políticas para operações descritas neste documento e acompanhamento de resultados".
144. Assim, a Diretoria Financeira, como as demais, está subordinada ao CA, mas tem ampla liberdade de atuação dentro dos parâmetros ou linhas gerais estabelecidos, não se podendo exigir dos membros do Comitê Financeiro e do CA que supervisionassem diretamente as atividades desenvolvidas pelos funcionários subordinados à Diretoria Financeira, competindo a esta tal supervisão.
145. O acompanhamento dos resultados e políticas sugeridas pelo CA era realizado através de reuniões do Comitê Financeiro, para as quais o Diretor Financeiro era convocado e nas quais tinha a oportunidade de apresentar o resumo das operações financeiras da companhia. Nessas apresentações do Diretor Financeiro, Adriano Ferreira confirmou que as posições financeiras da Companhia estavam enquadradas na Política Financeira. Seria, nesse sentido, fato incontroverso nos autos que o desenquadramento das operações só foi notificado aos membros do Comitê Financeiro na reunião realizada em 12/09/08.
146. A própria acusação reconhece que Adriano Ferreira não tomou as providências determinadas pela Política Financeira, dentre as quais levar o assunto ao conhecimento do Comitê Financeiro e do CA.
147. Não se sabe ao certo se Adriano Ferreira tinha ciência do desenquadramento ou das práticas de

verificação dos limites de alçada, que eram realizadas pelo Gerente de Risco, Bruno Tsuji, sem a supervisão de terceiros. Porém, é indiscutível que qualquer falha cometida por um funcionário não estatutário é de responsabilidade da diretoria estatutária à qual está subordinado, incumbindo, no caso, ao Diretor Financeiro supervisionar os lançamentos feitos pelo Gerente de Risco e, havendo problema no controle das operações, comunicar o fato diretamente ao Comitê Financeiro e ao CA, o que jamais aconteceu.

148. Como foram conscientemente burlados os mecanismos de verificação da qualidade das informações prestadas aos administradores e ao mercado, os membros do CA e do Comitê Financeiro não podem ser responsabilizados por qualquer omissão. A confiança nas informações que lhes são transmitidas pelos demais administradores, em especial pelos diretores executivos, é um aspecto fundamental para que os conselheiros da Sadia pudessem exercer regularmente as suas atividades. Não fosse assim, os conselheiros teriam que refazer, por completo, o trabalho do Diretor Financeiro. O dever de diligência não possui essa amplitude, pois não se pode exigir dos conselheiros e dos membros de comitê que tivessem intuído ou adivinhado que um administrador violava as regras internas da companhia, pois esse não é o grau de desconfiança que corresponde ao cuidado e à diligência exigida na lei.
149. Nas operações realizadas, não se verificou a existência de red flags, o sinal de alerta que deve motivar a necessidade de investigação pelo administrador ativo e probo. A própria Política Financeira da Sadia continha previsão expressa sobre a contratação de operações de hedge, o que denota a habitualidade desses negócios e, conseqüentemente, a mais absoluta impossibilidade de serem considerados sinais de alerta. Não se pode, por isso, imputar responsabilidade ao acusado pelo desenquadramento das operações "2x1", pois, diante da inexistência de indícios, adotou o princípio da confiança, partindo da premissa – à época inquestionável – de que o Diretor Financeiro exercia adequadamente as suas funções e de que as operações da empresa estavam sob controle.
150. O controle das atividades desenvolvidas pela Política Financeira era exercido nas reuniões do CA, conforme afirmaram todos os conselheiros, bem como o próprio Adriano Ferreira, em todos os depoimentos colhidos. A acusação, no entanto, conclui que o CA não exercia qualquer tipo de fiscalização sobre as atividades da Diretoria Financeira. E se a própria acusação reconhece que o Diretor Financeiro não revelou ao CA e ao Comitê Financeiro a extrapolação dos limites e o desenquadramento, não pode extrair da omissão nas atas, de temas debatidos com a Diretoria Financeira, qualquer conclusão prejudicial aos conselheiros. Assim, inexistem dúvidas de que o CA da Sadia fiscalizava de perto a atuação do Diretor Financeiro, sem prejuízo do controle também exercido pelo Presidente do Conselho, Walter Fontana (essa dupla fiscalização era de todo recomendável, diante da importância da Diretoria Financeira).
151. Quanto ao monitoramento mensal dos cenários de teste de stress, esta era uma atribuição da Diretoria Financeira, através da sua área de risco, já que os membros do Comitê Financeiro não possuíam as ferramentas, tampouco o treinamento necessário para a realização dos testes previstos no currency book da companhia. Não há qualquer previsão na Política Financeira que atribua, direta ou indiretamente, tal obrigação ao Comitê Financeiro.
152. O cancelamento e adiamento de reuniões do Comitê Financeiro não tiveram qualquer repercussão sobre os fatos analisados, dada a reiterada afirmação do Diretor Financeiro quanto ao enquadramento das exposições da companhia quanto à inexistência de posições alavancadas. Não seria viável responsabilizar o acusado pela omissão genérica a ele imputada de "não acompanhar a execução da Política Financeira da Companhia e não fiscalizar a atuação da Diretoria Financeira".
153. Ao contrário do que afirma a acusação, o responsável pelo cumprimento da Política Financeira estava perfeitamente definido: era o Diretor Financeiro. E se havia falha na Política Financeira, com relação ao controle de alçada e das medidas de stop loss, o fato é que o acusado tomou posse em abril de 2008, quando já vigorava tal Política – a partir daí, dedicou os primeiros meses de suas atividades como coordenador do Comitê Financeiro exatamente à revisão da Política Financeira.
154. Sobre os depoimentos atinentes à descrição da Política Financeira, os administradores não podem ser acusados por não responderem adequadamente a qualquer pergunta em um depoimento, pois isso não é um ato de gestão. O acusado, por sua vez, como reconhece a própria acusação, conhecia bem a Política Financeira, tanto que soube reproduzir, no depoimento, o seu conteúdo, razão pela qual, se esta for uma omissão a ele imputada, tal imputação não pode prevalecer.
155. No que se refere aos controles internos, cabia ao Comitê de Auditoria sua manutenção eficaz, seu monitoramento e mesmo o monitoramento dos sistemas de gerenciamento de riscos, não se justificando a acusação genérica a todos os membros do CA e do Comitê Financeiro pela falha de tais controles.

156. Por fim, de todos os administradores que compunham o CA da Sadia à época dos fatos apurados no processo, apenas dois foram reeleitos pelos acionistas para o cargo que ocupavam, sendo um deles o acusado Cássio Casseb – isso demonstra o reconhecimento da sua atuação exemplar.

IV.d. José Comparato

157. José Comparato apresentou defesa contendo, resumidamente, os seguintes argumentos:
158. Não há nexo de causalidade entre a prática do ilícito e a conduta do acusado, razão pela qual não há possibilidade de condenação. No caso, a imputação de responsabilidade pelas operações envolvendo derivativos é incompatível com as atribuições estatutárias e regimentais do acusado como membro do CA e do Comitê de auditoria, especialmente ao levar-se em conta a interpretação e conseqüente aplicação prática e habitual desses regimentos internos pela Companhia. E ainda que se pudesse atribuir eventual inobservância de padrões de conduta, essa omissão em nada concorreria para a verificação do ilícito, considerando que as funções do acusado na Companhia se situavam no plano do monitoramento dos sistemas de controle – sua existência e funcionalidade – e não na análise direta do fluxo corrente das operações. De acordo com a ata da reunião do Comitê de Finanças de 01/09/08, o Diretor Financeiro declarou que as posições financeiras da Companhia estavam enquadradas na Política Financeira, sem apresentar os relatórios consolidados de tais posições.
159. A definição e conhecimento da estrutura da companhia comprovam a exoneração de responsabilidade do acusado pelas operações tratadas no presente processo. A segregação de especializações da Diretoria da Companhia visava a preservar as especificidades de cada área, através das quais se desenvolviam seus objetos sociais. No caso, era o Diretor Financeiro o encarregado de colocar em prática e verificar o cumprimento da Política Financeira, cuja sugestão de redação e aprovação era de responsabilidade do Comitê de Finanças – a quem não cabia, entretanto, a execução da Política ou a fiscalização diária de seu cumprimento. Havia, ainda, órgãos formados por integrantes da área financeira, que estavam diretamente subordinados à Diretoria Financeira, que eram incumbidos de auxiliar na execução e acompanhamento das operações financeiras da Companhia.
160. O Comitê de Auditoria – do qual o acusado fazia parte – não tinha atribuições de acompanhar a execução da política financeira da companhia e fiscalizar a atuação da Diretoria Financeira. Tais atribuições competiam ao Comitê de Finanças. Tanto que o Presidente de CA, ao tomar conhecimento das operações no mercado em limite fora da política de risco, convocou, em 12/09/08, reunião extraordinária do Comitê de Finanças – e não do Comitê de Auditoria. Portanto, os fatos comprovam que todas as providências para minorar os efeitos da crise eram unicamente de responsabilidade do Comitê de Finanças.
161. A atuação do Comitê de Auditoria se exaure em funções típicas de auditoria, que não poderiam extravasar para outros campos de atuação. E ainda que se realizasse uma interpretação extensiva de suas atribuições, não seria a partir de tal leitura que se fundaria a acusação, pois a conduta pró-ativa, exigida para a ciência das operações que não chegaram ao conhecimento do Comitê de Auditoria, implicaria invasão injustificada das atribuições de outro órgão: o Comitê de Finanças.
162. A acusação, no entanto, não leva em consideração a Política Financeira da Companhia, que contém instâncias hierárquicas de supervisão e de controle dos procedimentos financeiros, representadas por Comitês específicos, instituídos para o acompanhamento e gestão de riscos. Tais comitês eram responsáveis pela elaboração de trabalhos especiais para aprimoramento de controles de avaliação de riscos, os quais não apontaram qualquer anormalidade nas operações com derivativos até setembro de 2008.
163. Para se analisar as imputações feitas ao acusado, é necessário verificar se restou configurada infringência do artigo 153 da Lei nº 6.404/76, que trata das obrigações que abrangem o dever de diligência. O dever de agir profissionalmente, ou de se qualificar, consiste em que o administrador possua ou adquira conhecimentos gerais a respeito dos negócios desenvolvidos pela Companhia e tenha capacidade para tomar decisões de maneira refletida e responsável e supervisionar os negócios sociais – não sendo exigível, contudo que o administrador disponha de conhecimento técnico específico sobre cada um deles, salvo nas hipóteses em que seja contratado para exercer cargo especializado em determinada área da Companhia.
164. Com relação ao dever de se informar, o administrador pode e deve amparar-se nas informações que lhe são fornecidas por profissionais confiáveis e somente deve investigá-las caso haja algum sinal de alerta que o faça desconfiar da veracidade das informações disponibilizadas (red flag doctrine). Seria impossível exigir-se que o administrador de companhia aberta, por mais diligente que seja, conferisse pessoalmente a exatidão de todas as informações que lhe são fornecidas, especialmente quando essas informações técnicas são prestadas

– como no caso concreto – por executivos da área financeira e experts da mais alta qualificação.

165. Não é plausível afirmar-se que um membro de Comitê de Auditoria deveria ter por obrigação a fiscalização de todos os atos da Companhia; ao contrário, somente na ocorrência de um fato que suscite alerta que sua atuação deverá passar a ser pró-ativa, em vez de confiar nas informações que lhe são fornecidas por conselheiros, diretores e profissionais contratados pela Companhia. Não havia, no caso, sinais de alerta que fizessem o acusado desconfiar de que as operações com derivativos estavam desenquadradas.
166. Por outro lado, o Comitê de Auditoria desempenhou regularmente as suas funções ao longo de 2008, tendo o acusado comparecido a quase todas as reuniões.
167. O conjunto de informações disponibilizadas publicamente pela companhia, em meados de maio de 2008, expôs as operações com instrumentos financeiros, para a data-base de 31/03/08, em situação de total normalidade. Da mesma forma ocorreu: (i) na publicação do ITR relativo a 30/06/08, divulgado em meados de agosto de 2008, que indicaram a situação de normalidade; (ii) na auditoria realizada pela KPMG, para revisar as informações referentes ao trimestre findo em 30/06/08, pela qual não foi detectada nenhuma "modificação relevante" nas informações contábeis; (iii) no relatório F-20, de 29/06/09, arquivado na SEC, que contém o exame feito pela KPMG dos controles internos sobre as informações financeiras da Companhia em 31/12/08, em que não verificou "nenhuma fraqueza relevante e eficácia operacional dos controles internos".
168. Não caberia ao Comitê de Auditoria desprezar essas informações de profissionais especializados para proceder à nova revisão, por absoluta ausência de qualquer red flag que assim recomendasse.
169. Não é razoável pretender-se que, em não havendo sinais de alerta do descumprimento da Política Financeira por parte do Comitê Financeiro, da Gerência de Risco, da Tesouraria da Sadia e do Comitê de Risco, os membros do CA e do Comitê de Auditoria – que desconheciam as operações "2x1" – tivessem por obrigação, na ausência de sinais de alerta, fiscalizar minuciosamente as informações a respeito das operações financeiras.
170. As irregularidades só chegaram a conhecimento público e do acusado em setembro de 2008, menos de um mês após a divulgação do ITR de 30/06/08. Assim, na acusação formulada, não se leva em consideração a conduta individual do acusado ao tomar conhecimento do desenquadramento das operações no dia 14 de setembro, comprovada através de documentos anexados ao processo.
171. A CVM, com base em material sobre hedge operacional entregue ao Comitê de Auditoria, inferiu que havia ciência das operações "2x1". Essa conclusão é descabida e precipitada, pois o material referido tinha o propósito de permitir ao Comitê de Auditoria um melhor esclarecimento quanto à metodologia de contabilização utilizada pela Companhia para instrumentos financeiros.
172. No material referido, havia informação sobre operações com "derivativos exóticos". No entanto, isso não representa evidência clara de que se estava praticando as alegadas operações "2x1", o que dependeria de uma análise detalhada dos termos e condições pactuadas nos contratos, que não foram objeto de exame por parte dos membros do Comitê de Auditoria, diante da ausência de sinais que indicassem que a Política Financeira da Companhia estivesse sendo descumprida. Ademais, é equivocado o entendimento de que aquele material fazia a "perfeita descrição de dois tipos de operações '2x1'", "visto que a expressão notional é implícita ao valor de face do ativo que está sendo negociado, não representando, necessariamente, que na liquidação da operação haverá um ganho máximo (limitado a uma vez) e uma perda máxima (limitada a duas vezes, que é uma das características da chamada operação '2x1')".
173. A CVM não levou em conta, ainda, os documentos que foram apresentados pelo acusado, ao ser inquirido sobre os fatos (fls. 1812 a 1231). Tais documentos comprovam a diligência do acusado com relação às irregularidades praticadas na Companhia:
- i. Após ter ciência do ocorrido, em 14/09/08, o acusado entregou ao Presidente do CA correspondência requerendo a imediata convocação do CA da Companhia, a fim de exigir que a Diretoria Executiva desse instruções aos auditores independentes para examinarem todos os negócios e operações que provocaram os prejuízos financeiros. Os auditores deveriam averiguar (1) se tais negócios e operações estavam compreendidas no objeto social definido no artigo 4º do Estatuto Social; quais diretores que representaram a Companhia nos referidos negócios e operações e quais diretores que autorizaram a sua execução; qual o montante apurado do prejuízo financeiro e qual a probabilidade de se elevarem no futuro próximo". Essa correspondência foi enviada por Cartório de Títulos e Documentos, em 30/09/08;

- ii. Na reunião extraordinária de 06/10/08, o CA, após a manifestação do acusado, deliberou fosse convocada Assembléia Geral da Companhia para "deliberar sobre a responsabilização dos administradores envolvidos na realização das operações mencionadas, bem como tomar as decisões que julgar devidas";
- iii. Na ata da Assembléia Geral realizada em 03/11/08, restou consignado, em separado, o voto do acusado, nos seguintes termos: "Requeiro que fique constando da ata dessa assembléia que ao saber das operações cambiais que provocaram prejuízo à companhia e foram levadas ao conhecimento da CVM como fato relevante, pedi ao Conselho de Administração que mandasse apurar os fatos, e convocasse Assembléia Geral para decidir sobre a eventual propositura da ação de responsabilidade civil, nos termos do artigo 159 da lei de Sociedade por Ações.";

174. Assim, considerando que o administrador não é responsável por atos ilícitos de outros administradores, conforme dispõe o artigo 158, parágrafo 1º, da Lei nº 6.404/76, o acusado não pode ser responsabilizado, conforme propõe o relatório.
175. Por fim, as operações realizadas no ano de 2008, ao contrário de "red flags", consistiram uma verdadeira "hidden flag", pois o Diretor Financeiro reportava-se diretamente ao presidente do CA. Foi a partir de maio de 2008 que os desenquadramentos das operações "2x1" passaram a se dar de forma mais freqüente, fato descrito no relatório de risco elaborado pela Gerência de Riscos, disponibilizado à Diretoria Financeira (de acordo com a KPMG). Esses desenquadramentos, assim, embora de conhecimento dos integrantes da Diretoria Financeira, nunca foram reportados ao CA, ao Comitê de Finanças ou ao Comitê de Auditoria, razão pela qual o acusado não poderia ter conhecimento que as operações com derivativos estavam sendo utilizadas sem a devida observância dos parâmetros estabelecidos na Política Financeira.
176. Ademais, apurou-se que o sistema risk control, adotado pela Companhia para controlar as referidas operações, apresentava insuficiências para identificação do desenquadramento das operações "2x1", pois não permitia o correto cadastramento das operações com derivativos exóticos, nem o controle do VaR. os testes de stress sobre a posição contratada eram feitos por meio da ferramenta do currency book, disponível apenas para as Gerências de Risco, de Tesouraria e Financeira e para o Diretor Financeiro.
177. Ao final, o acusado requer sejam julgadas improcedentes todas as imputações que lhe foram feitas.

IV.e. Adriano Ferreira

178. Adriano Ferreira apresentou sua defesa alegando, em síntese, que:
179. A Sadia já atuava fortemente nos mercados financeiros mesmo antes de constituir, em 1986, a Concórdia Corretora. Em 2004, a intensidade de suas incursões nos mercados financeiros já havia atingido tal dimensão que decidiu iniciar estudos para a criação de um banco e de uma administradora de recursos financeiros, o que veio a ser formalmente aprovado pelo Conselho de Administração em 2007. A relevância das operações financeiras da Sadia assumiu tal importância que em 2004, após a companhia ter sofrido um prejuízo de cerca de R\$180 milhões, foi adotada uma estrutura organizacional totalmente diversa do usual e considerada por muitos uma aberração corporativa: a subordinação da Diretoria de Finanças à supervisão direta do Presidente do Conselho de Administração, a quem devia se reportar, e do Comitê de Finanças e Relação de Investidores.
180. A estranha estrutura organizacional foi criada para manter as rédeas da área financeira da empresa sob o comando e vigilância dos acionistas controladores – através do Presidente do Conselho de Administração e ex-CEO da Sadia, Sr Walter Fontana. Isso revela a ingerência direta do Conselho de Administração na Diretoria de Finanças, mas também, e muito especialmente, que a política e estratégia financeira da companhia eram, na verdade, delineadas pelo alto comando da empresa, cumprindo à Diretoria de Finanças implementá-las.
181. A importância da Sadia nos mercados financeiros é fato notório e está evidenciada em suas demonstrações financeiras: nos seis anos que antecederam a crise financeira, seus ganhos financeiros totalizaram cerca de R\$ 1,6 bilhão, representando 47% do resultado da Sadia no período.
182. Até a eclosão da crise internacional, a Sadia apurou, sistematicamente, crescentes e significativos ganhos financeiros com as operações de hedge que realizou para proteger os negócios da companhia, em estrito cumprimento à Política Financeira. Não fosse a crise, o quadro permaneceria o mesmo.
183. Todavia, alta do dólar, que começou a ser delineada no início de setembro de 2008, assumiu proporção inegavelmente surpreendente após a divulgação ao mercado do enorme prejuízo apurado pelo Lehman

Brothers, ensejou chamadas de margens significativas e acarretou imediato desenquadramento das operações de hedge em relação aos limites impostos pela Política Financeira aprovada pelo CA em 31.01.2008, obrigando a Diretoria de Finanças a adotar medidas urgentes para, cumprindo o determinado na Política Financeira, reduzir prejuízos e sanear o inesperado desenquadramento, além de administrar o fluxo de caixa da companhia.

184. O acusado, ao tomar conhecimento, entre os dias 03 e 05/09/08, das perdas que ensejavam as chamadas de margem, apurou a ocorrência de desenquadramentos das operações aos limites fixados na Política Financeira, levantou os dados, analisou-os com os demais membros do Comitê de Risco e adotou imediatamente medidas para reverter a situação, como prescrito na Política Financeira, determinando a realização de operações necessárias ao reenquadramento dos negócios. Foram, para tal fim, concluídos negócios capazes de neutralizar os efeitos das operações, não só com o fim de reenquadrá-las e também reduzir as perdas que poderiam vir a causar à empresa.
185. Inconformada com a situação que a obrigou a realizar prejuízos decorrentes da adoção de sua própria Política Financeira (operações realizadas para reenquadrar os negócios aos limites fixados), a Sadia resolveu demitir o acusado e um de seus gerentes, imputando-lhes, falsamente, a responsabilidade por terem realizado operações com derivativos financeiros sem observância das regras e princípios inseridos em sua Política Financeira.
186. O acusado foi transformado em "bode expiatório" com o fim de proteger a alta administração da Sadia, seus acionistas controladores, as pessoas responsáveis por outras áreas e órgãos administrativos, todos plenamente cientes das operações realizadas, incluindo seus auditores externos.
187. Sobre a atuação do acusado, a peça acusatória não passa de um encadeamento "disse me disse", na medida em que consiste, quase que integralmente, em transcrições de partes dos depoimentos prestados por pessoas suspeitas de terem infringido seus deveres de administradores da companhia – por isso mesmo que a acusação aponta as declarações como imprecisas, inconsistentes e contraditórias.
188. Além dos depoimentos, a investigação aceitou, sem qualquer questionamento, os relatórios preparados pela KPMG e BDO Trevisan, tendo ignorado a falta de isenção (i) da KPMG que, na qualidade de auditor externo da Sadia no período de janeiro a dezembro de 2008, não podia desconhecer os sistemas de controles da companhia, sobre os quais emitia vários pareceres favoráveis; e (ii) da BDO Trevisan, que preparou um relatório destinado a instruir uma ação judicial contra o acusado. A acusação também não levou em conta as ressalvas feitas nos referidos relatórios, que indicavam a impossibilidade de atestar a validade dos documentos analisados e, no caso da BDO Trevisan, a elaboração dos trabalhos no interesse da Companhia.
189. A acusação ignorou a análise de 61 negócios que não foram avaliados pela BDO Trevisan, descritos nos 111 contratos anexados aos autos e que demonstram o cumprimento da Política Financeira no período mais crítico referente ao objeto do processo.
190. Quanto às operações "2x1" apontadas, não está em causa a decisão de realizar as referidas operações, que se sujeita à aplicação da "regra de decisão negocial" (business judgement rule), acolhida mais de uma vez pelo Colegiado da CVM.
191. Os riscos das operações "2x1" eram monitorados diariamente, por sofisticado sistema informatizado, implantado sob a liderança do acusado. O único cenário realmente não cogitado foi a eclosão da crise internacional, fato que não pode imputar responsabilidade apenas aos administradores da Sadia. Nesse sentido, ninguém se beneficiou indevidamente das operações, nem com elas visou a beneficiar terceiros, tendo o acusado agido de boa-fé, buscando o melhor interesse da companhia.
192. Assim, o acusado é pessoa qualificada para analisar, compreender e aplicar com eficiência o monitoramento adequado dos riscos inerentes a sofisticados instrumentos financeiros – só não está preparado para antever a crise da dimensão da que eclodiu em 2008, como também não estavam todas as autoridades financeiras e reguladores do mercado de todos os países do mundo. Por essa razão que os próprios acionistas, controladores e minoritários, deram a todos administradores da Sadia, incluindo o acusado, a quitação, ao aprovarem, nos termos do artigo 134 da Lei nº 6.404/76, as demonstrações financeiras de 2008.
193. Para que se possa acusar o administrador de falta de diligência, é preciso descrever com precisão e objetividade os fatos concretos que foram identificados. A procedência das acusações só pode ser reconhecida se houver nos autos provas inequívocas do descumprimento, pela Diretoria de Finanças, de cada um dos itens da Política Financeira apontados no relatório da acusação. Cabia à acusação, assim, apurar a verdade material

dos fatos, produzindo ela mesma provas indispensáveis para caracterizar o ilícito atribuído ao acusado – o que não foi feito.

194. Por essas razões, as investigações feitas representam inquestionável cerceamento ao direito de defesa do acusado. Seria inadmissível exigir do acusado provas de que agiu diligentemente no exercício de suas atribuições como Diretor de Finanças. E ainda que isso fosse possível, encontra-se ele em situação de total incapacidade de produzi-las, pois está afastado da Sadia, além de ter-lhe sido confiscado o seu notebook pela Sadia e recusado o pedido de cópia de backup. Nem os e-mails contidos no CD enviado à CVM, contendo e-mails trocados, serviram para o acusado produzir evidências, pois a Sadia realizou uma profunda censura, para (i) não constar as mensagens recebidas e enviadas em 2007; e (ii) constar apenas alguns de 2008, compreendendo o período posterior à eclosão da crise internacional (08/09/08 a 25/09/08). Essa censura foi feita nos e-mails dos subordinados do acusados, com a omissão de questões de alta relevância tratadas ao longo dos anos 2006 a 2008.
195. Nesse sentido, consta dos autos expressa determinação do CA da Sadia, constante da ata da reunião extraordinária realizada em 25/09/08, para que "todas as correspondências eletrônicas e escritas expedidas ou recebidas, relacionadas às responsabilidades dos Srs. Adriano Lima Ferreira, Álvaro Ballejo Fiúza de Castro, Daniel Antunes de Azevedo e Bruno Tsuji fossem recuperadas e preservadas em relação aos últimos seis meses". Por outro lado, e-mails impressos anexados aos autos não constam do CD referido.
196. Com isso, a Sadia teria sonegado informações relevantes para avaliar a atuação do acusado, fato que não poderia ser ignorado pela CVM. Sobre o assunto, a Sadia "insinuou que os e-mails teriam sido apagados ou não teriam sido detectados pelo uso indevido do servidor da Bloomberg nas correspondências eletrônicas do acusado e seus subordinados". Porém, essa insinuação não se sustenta, pois todos e-mails recebidos ou enviados pelo acusado que foram anexados aos autos revelam que ele só usava o e-mail corporativo, o que corrobora o que declarou em seu depoimento.
197. Portanto, estaria caracterizado o cerceamento do direito de defesa, razão pela qual o acusado requer, preliminarmente, a realização de diligências suficientes destinadas a assegurar-lhe o pleno exercício de seu direito a ampla defesa.
198. Com relação à política financeira e os sistemas de controle da Sadia, foi o acusado quem liderou, ainda na qualidade de gerente e muito antes de assumir a Diretoria de Finanças, em 26/10/06, o processo para a adoção de uma política financeira e de câmbio, bem como a implantação de sistemas de controle de riscos adequados, que até então inexistiam. Foi também responsável pela criação de uma área específica para controle do risco das operações, em 2003, e pela proposta de alteração das atribuições da gerência de risco, que passaria a ser denominada Gerência de Risco e de Produtos Financeiros. Isso demonstra a importância que o acusado atribuía à Política Financeira.
199. Como toda política, não eram tratados na Política Financeira detalhes operacionais. Por isso, na área financeira foi implantado o sistema risk control, com base em projeto elaborado pela Accenture e aprovado, em todas as suas configurações, em agosto de 2004. Por meio desse sistema, tinham acesso irrestrito, através do uso de senha pessoal, o Presidente do CA, o Diretor de Finanças, a Gerência de Controladoria, a Gerência Financeira de Risco e a Auditoria Interna. Ao longo de 2006 e 2007, todos os sistemas de controle da Sadia foram submetidos a uma profunda análise da Deloitte e da KPMG, com vista ao cumprimento do estabelecido na Lei Sarbanes Oxley (SOX), trabalhos esses que foram desenvolvidos sob a coordenação do Comitê de Auditoria.
200. As medidas tomadas pelo acusado, no exercício de suas atribuições, visaram a tornar o mais eficiente possível o controle das atividades da área financeira. Seria, assim, inadmissível a ideia de que os sistemas de controle da Sadia eram ineficientes, possibilitando, só por isso, a imputação de falta de diligência a qualquer um de seus administradores.
201. Nesse sentido, a acusação não apurou com total isenção a verdade material dos fatos, produzindo, ela mesma, as provas indispensáveis para caracterizar o ilícito atribuído ao acusado.
202. Conforme depoimento prestado, o acusado esclareceu que se houvesse a necessidade da realização de um contrato de hedge que superasse a sua alçada, deveria, de acordo com a Política Financeira, pedir autorização ao Comitê de Finanças, mas, na prática, bastava a autorização do Presidente do CA, que detinha a senha necessária para validar e liberar a operação. Essa forma utilizada possibilitava um rápido e eficiente procedimento operacional para liberar operações que ultrapassassem os limites de alçada.

203. A acusação, no entanto, não averiguou os sistemas de controle da Sadia e baseou-se, para suas conclusões, no relatório da BDO Trevisan, o qual, para as operações realizadas no período de 02/01/08 a 10/09/08, utilizou o conceito de "notional potencial" e não o de "notional original", aplicado em outras operações relacionadas naquele mesmo relatório. Sobre esse tocante, nota-se que a Política Financeira e a própria Sadia, nas informações constantes de suas notas explicativas e demonstrações financeiras divulgadas até o 3º trimestre de 2008, não adotavam o conceito de notional potencial. Essa diferenciação altera substancialmente a análise dos limites de alçada.
204. Todas as operações registradas no risk control foram regularmente contabilizadas e seus valores foram contemplados nas informações publicamente divulgadas pela Sadia, no Brasil e nos Estados Unidos, tendo tais informações sido auditadas pela KPMG, sem a emissão de qualquer ressalva.
205. Disso se conclui que as operações objeto da acusação foram autorizadas pelo Comitê de Finanças, através da validação e liberação das mesmas para contabilização pelo Presidente do CA, que detinha a senha do tipo "master" para tal fim – senha essa de seu exclusivo conhecimento.
206. A ausência de registro em atas não é suficiente para provar que o Comitê não tomou conhecimento das operações. O mesmo se diz com relação ao fato de não haver registro da solicitação para aprovação das operações – isso decorre do fato, não investigado, de as operações terem sido validadas e liberadas com a senha do Presidente do CA.
207. A alegada falta de diligência no controle dos limites de alçada, com a adoção na Diretoria de Finanças de práticas que burlavam as regras de alçada estabelecidas na Política Financeira, não se justifica, pois a autonomia com relação às áreas operacionais, em especial financeira e tesouraria, é regra fundamental para qualquer empresa. Daí porque cabia ao Gerente de Risco, "sem a supervisão de quem quer que seja", alertar as pessoas competentes com relação aos limites de alçada. E embora a Gerência de Risco integrasse a estrutura organizacional da Diretoria de Finanças, nas atribuições de monitoramento de riscos e alçada ela atuava de forma independente – essa estrutura teria sido avaliada pela Accenture, Deloitte, KPMG, Boston Consulting e auditoria interna sem qualquer questionamento.
208. Com relação à decomposição das operações para a inserção no risk control, essa era prática necessária para permitir um controle de risco mais eficiente. O cadastramento das operações no sistema risk control, ainda que feito com a decomposição do negócio, não poderia desobrigar a observância dos limites de alçada – o que não poderia ser ingorido pela controladoria, que registravam os contratos e as respectivas confirmations, com acesso irrestrito ao sistema risk control.
209. No caso, embora fosse de responsabilidade do acusado cumprir a Política Financeira, não fazia parte de suas atribuições a fiscalização e monitoramento dos limites de alçada, tendo em vista a indispensável necessidade de segregação das atribuições de controle de riscos e alçada de execução de operações financeiras para assegurar a eficiência do sistema de controle. Por isso mesmo não se aplica, nem por hipótese, a responsabilidade por culpa in vigilando.
210. Com relação às duas últimas operações realizadas, observa-se o seguinte:
- A operação do dia 10/09/08 foi realizada pelo acusado, que, ao tomar conhecimento do desenquadramento das operações de hedge, determinou a realização de operações inversas "1x2" (e não venda "2x1"), para promover o reenquadramento e reduzir os prejuízos da Companhia. Essa medida, assim, demonstra a diligência do acusado;
 - A operação do dia 12/09/08 foi expressamente determinada, contra a opinião do acusado, pelo Presidente do CA, conforme decisão tomada na reunião do Comitê de Finanças, na manhã do dia 12/09/08 XXX (ver doc. 24 da defesa). Isso demonstraria a falta de provas para legitimar a acusação, que se baseou na simples indicação dos valores constantes nos contratos examinados.
211. A acusação não fez análise independente sobre os momentos que os limites das operações de hedge teriam sido desrespeitados, fundando suas conclusões (i) em interpretações sobre as declarações dos acusados; (ii) nas afirmações contidas nos "suspeitos relatórios" da KPMG e BDO Trevisan; e (iii) na leitura "simplória" da Política Financeira.
212. As declarações nada provam com relação à inobservância dos limites descritos na Política Financeira, pois, para tanto, seria necessário identificar, com a mais absoluta precisão, em que meses e em que montantes as operações de hedge ultrapassaram os limites e, depois, demonstrar que as condutas adotadas pelos

acusados para lidar com a situação foram inadequadas.

213. Por outro lado, está errada a afirmação da KPMG, adotada pela acusação, no sentido de que a Diretoria Financeira teria descumprido os limites fixados para as operações de hedge na Política Financeira. Isso porque a KPMG "maliciosamente" desconsiderou a existência da Política de Operações de Câmbio, que completava a Política Financeira, que permitira concluir que os parâmetros utilizados nos relatórios de risco estavam em perfeita conformidade com a Política Financeira e de Câmbio da Sadia. Sobre o assunto, o acusado acrescenta que:
- i. com relação ao desenquadramento de maio de 2008: a acusação ignorou o disposto na Política de Operações de Câmbio a respeito dos cálculos dos limites de operações de hedge. Além disso, não foi anexado aos autos o inteiro teor do Relatório de Risco de maio de 2008, nem foram apuradas quais as medidas tomadas pela Diretoria de Finanças para reenquadrar as operações, em que prazo e condições foi feito o enquadramento ou se havia determinações superiores para que não se tomasse medida alguma para reenquadrar as operações (o que, não raro, ocorria);
 - ii. com relação ao desenquadramento de junho de 2008: o e-mail de 15/07/08 de Bruno Tsuji, na verdade, não tratava do desenquadramento das operações de hedge, não sendo claro a quais fatos se referia na mensagem. Não houve uma investigação precisa do que ocorreu no mês de junho de 2008, as circunstâncias, o contexto do ocorrido e a apuração das medidas tomadas na Diretoria de Finanças;
 - iii. com relação ao desenquadramento de julho de 2008: o e-mail de 07/07/08, de Bruno Tsuji – em que aponta um desenquadramento em "USD – 3 meses" de cerca de US\$ 78 milhões que, se considerado o delta notional, seria de US\$ 208 milhões – nada revela sobre as decisões tomadas na Diretoria de Finanças naquele mês de julho. O certo é que ao final de julho as operações estavam devidamente enquadradas. Sem uma investigação precisa do que ocorreu no mês de julho de 2008, as conclusões da acusação são vazias de conteúdo.
214. Ao contrário do que se afirma na peça acusatória, a Diretoria de Finanças tinha pleno controle das operações, sendo que os desenquadramentos não decorriam de operações concluídas ou fora dos limites, mas de alterações nos negócios da companhia ou da volatilidade dos mercados. Por isso, em relação aos citados desenquadramentos, não se pode concluir por infração aos deveres de diligência.
215. No que tange o desenquadramento mais relevante indicado nos autos, de 19/08/08, observa-se que as ponderações do Gerente Financeiro, Bruno Tsuji, em e-mails trocados com Álvaro Ballejo e Daniel Azevedo em 19/08/08, eram absolutamente razoáveis, pois não se poderia desconsiderar a hipótese de o reenquadramento ocorrer de forma automática. Naquele dia, não havia indicação alguma de que, pouco tempo depois, estaria a Sadia sofrendo os efeitos de uma crise internacional. E o acusado não foi informado das preocupações de Bruno porque, a rigor, naquela data, não se tinha verificado desenquadramento para os fins previstos na Política Financeira: o cálculo feito por Bruno estava baseado no critério delta notional, ainda em teste, não no oficial (VaR e stress test) adotado na política e configurado no sistema risk control.
216. O Gerente Financeiro, por sua vez, não ignorou o alerta e, no período de 20/08/08 a 04/09/08, concluiu com o ABN a reversão de uma operação "2x1" e, com outros bancos, cinco operações "Pivot Tarko" (como a BDO Trevisan não relacionou todos os negócios, a acusação também os ignorou, embora dois contratos tipo "Pivot Tarko" estejam anexados aos autos). Contudo, essas operações vieram a causar prejuízos à Sadia, após a eclosão da crise internacional, devido à surpreendente alta do dólar. Mas isso ocorreu após a demissão do acusado, não sendo possível explicar como as operações foram monitoradas pela Sadia a partir do dia 12/09/08. No caso, o gerente de risco tinha a obrigação de, diariamente, monitorar o risco das operações e, ao final de cada mês, enviar o Relatório de Risco ao Diretor de Finanças. Não havia impedimento para o gerente financeiro realizar no curso do mês e por decisão própria, sem a consulta do diretor de finanças, operações com vistas a reduzir riscos e exposições – foi exatamente o que ocorreu.
217. A Política Financeira não obrigava a imediata adoção de medidas para o reenquadramento das operações, já que essas medidas poderiam ser contrárias aos interesses da companhia. Tanto que, em 2006, a Companhia teria ficado 7 meses desenquadrada, por decisões do Comitê de Finanças.
218. O acusado, quando verificou o movimento de chamada de margens acima do normal para a garantia das operações, entre os dias 03/09/08 e 05/09/08, foi investigar o que ocorria, tendo reunido a sua equipe, apurado os fatos, avaliado os riscos e tomado as medidas corretivas cabíveis, com a reversão de algumas operações. Daí em diante, passou a acompanhar diariamente as operações financeiras. No período de 04/09/08 a 10/09/08, de acordo com o relatório da BDO Trevisan, foram realizadas três reversões de operações "2x1" e

concluída mais uma "Pivot Tarko".

219. Sobre o tema, o acusado aponta a falta de isenção da BDO Trevisan e da acusação, ao deixar de considerar nas análises 58 contratos firmados nos dias 10 e 11 de setembro de 2008, anexos aos autos, que tinham a finalidade de reduzir as perdas e reenquadrar posições de hedge aos limites fixados na Política Financeira.
220. Antes mesmo da eclosão da crise, em 15/09/08, o acusado, na manhã de 12/09/08, relatou ao Presidente do CA o aumento súbito do dólar nos últimos dias, que imediatamente convocou a reunião extraordinária do Comitê de Finanças. A partir dessa data, o acusado não mais realizou operação alguma, sem prévia autorização e ou determinação de seus superiores, razão pela qual não se pode atribuir-lhe responsabilidade pela operação 2x1 com o Barclays, em 12/09/08, que teve por finalidade específica anular a operação de reversão "1x2" concluída no dia 10/09/08 (exatamente para reenquadrar os negócios aos limites fixados na política financeira). Mesmo assim, recomendou aos seus superiores, sem sucesso, que continuassem a reverter as operações, como forma de reduzir as perdas.
221. Por fim, o acusado alega:
- i. Com relação às medidas de stop loss: que as previsões da Política Financeira e de Câmbio, sobre tais medidas, não se aplicam às operações de hedge investigadas neste processo, mas às operações de alavancagem tratadas no item 7 da Política Financeira. Para as operações de hedge, os efeitos desejados em uma medida de stop loss eram obtidos com operação capaz de "travar" as perdas, ou seja, neutralizar a exposição. Nesse aspecto, a acusação não cuidou de apurar se, no período em que o acusado ocupou cargo de Diretor de Finanças, ocorreu alguma hipótese que exigisse medidas de stop loss previstas no item 7 da Política Financeira. Ademais, a adoção de medidas de stop loss era de competência da Gerência de Risco da Sadia;
 - ii. Sobre a realização de stress test: há evidências de que a Diretoria de Finanças observavam os critérios impostos, com a atuação diligente na aplicação de testes de stress. O relatório especial da KPMG, a que se refere a acusação, não pode ser considerado prova de não realização dos testes de stress, considerando as ressalvas que a KPMG fez constar do referido relatório. Cumpria à acusação ter apurado diretamente junto à Sadia se os testes foram ou não realizados e em que condições. Da mesma forma, os depoimentos tomados não provam que houve descumprimento da Política Financeira, conforme critérios impostos pelo Comitê de Finanças – na verdade, todos os que prestaram depoimento afirmaram que os testes de stress foram realizados e a acusação não conseguiu produzir um único documento que desmentisse essas declarações. Além disso, os testes de stress eram realizados pela área de controle de riscos, pois esses testes objetivam justamente controlar os riscos de operações financeiras;
 - iii. Com relação aos comitês previstos nas políticas financeiras e suas reuniões: o único comitê previsto na Política Financeira era o Comitê de Finanças. Os demais funcionavam informalmente, sem convocação por escrito, preparação prévia de agenda e registro em atas de deliberações. E a ausência de atas não constitui prova de descumprimento da Política Financeira.
222. Do exposto, o acusado requer (i) preliminarmente, a realização das diligências que o Colegiado entender necessárias para sanear a nulidade da acusação, tendo em vista o evidente cerceamento de sua defesa ou, caso não sejam realizadas as diligências, o arquivamento do processo e a absolvição de suas acusações; e (ii) no mérito, o reconhecimento da improcedência da acusação.

V. MANIFESTAÇÕES POSTERIORES

223. Em petição de 09/11/10, Walter Fontana apresentou documentos obtidos da Ação de Responsabilidade Civil que tramitou perante a 9ª Vara Cível da Comarca de São Paulo, a saber: (i) e-mail de Adriano Ferreira confirmando que a operação realizada em 12/09/08 destinava-se à liquidação antecipada de posição com derivativos "2x1" por ele mesmo realizada; (ii) e-mail de Bruno Tsuji, de 07/07/08, que sugere a adoção da metodologia delta notional para o controle das operações; (iii) troca de mensagens através da conta de e-mail Bloomberg, acerca das operações "2x1"; (iv) opinião legal, assinada pelos subordinados do ex-Diretor Financeiro, Álvaro Ballejo e Daniel Antunes, acerca das operações com derivativos; e (v) documento que comprova a participação do acusado na 2ª Reunião do Comitê Consultivo do Banco Real, realizada na mesma data da reunião do Comitê de Auditoria de 25/03/08.
224. Em 06/12/10, Francisco Céspedes e Roberto Faltini, apresentaram esclarecimentos acerca do papel do

Comitê de Auditoria no sistema de controles internos da Sadia, visando à minimização de riscos da Companhia.

É o relatório.

Conforme o fato relevante de 25/09/08:

"A Diretoria Financeira realizou operações no mercado financeiro relacionadas à variação do dólar dos Estados Unidos em relação ao Real em valores superiores à finalidade de proteção das atividades da Sadia expostas à variação cambial.

Diante da severidade da crise internacional agravada na última semana e da alta volatilidade da cotação da moeda norte-americana, que ocorreu muito rapidamente, o Conselho de Administração, tomando conhecimento da realização de referidas operações, determinou o reenquadramento da exposição aos padrões de riscos e limites estabelecidos no âmbito das políticas financeira e de câmbio da Sadia."

Neste sentido, a Sadia decidiu liquidar antecipadamente determinadas operações financeiras, o que ocasionou perdas de cerca de R\$760.000.000,00.

O fato ocorrido limitou-se à operação financeira da Sadia, em nada afetando suas atividades industriais e comerciais, as quais continuam em expansão."

2 Conforme o fato relevante de 26/09/08:

"A fim de apurar detalhadamente as operações realizadas, a Sadia, em atuação conjunta do seu Comitê de Auditoria e seu Comitê de Finanças, está conduzindo auditoria interna e externa com a assessoria de profissionais especializados, contratados para essa finalidade, inclusive para avaliar a adequação de referidas operações às políticas da Sadia.

As liquidações de mencionadas operações financeiras ocorreram com caixa próprio da Sadia, sendo que já foram obtidas linhas de crédito que garantem a normalidade de suas operações. Nesta data, o caixa da Sadia é de R\$ 1,6 Bilhão.

O Conselho de Administração deliberou destituir o Diretor Financeiro da Sadia, passando o Sr. Welson Teixeira Junior, atual Diretor de Controladoria e Relações com Investidores, a acumular interinamente a função de Diretor Financeiro".

3 De acordo com o relatório da BDO Trevisan, foram contratados pela Sadia os seguintes derivativos "2x1": extendible forward (fls. 1342/3); extendible forward autocall (fls. 1343/4); target profit forward (fls. 1344/5); snowball forward (fl. 1346); target profit snowball forward (fl. 1347); callable (fl. 1347); TP (fl. 1347); extendible range forward (fl. 1348); e pivot target Knock-out (tarko) (fl. 1348).

4 Conforme a Política Financeira, definia-se a atualização do "desvio-padrão" da seguinte maneira:

"05 dias – quando o desvio ultrapassar em 1,00 vez o desvio médio, zeragem de 30%.

30 dias – quando o desvio ultrapassar em 1,25 vezes o desvio médio, zeragem de 60%.

180 dias – quando o desvio ultrapassar em 1,50 vezes o desvio médio, zeragem de 100%.

360 dias – quando o desvio ultrapassar em 1,75 vezes o desvio médio, zeragem de 100%."

5 *VaR* é abreviação da expressão, em língua inglesa, "Value at Risk". Em tradução livre, pode-se considerar o "Valor em risco", como um valor representante da máxima perda esperável para uma operação ou posição de investimentos, dentro de determinado período de tempo.

De acordo com a Política de Investimentos da Sadia, com relação aos *VaR*'s calculados, "deverá ser respeitado o menor valor entre risco financeiro – *VaR*@95% 01 ano para Sadia Consolidado de até 10% do Patrimônio Líquido ou Risco Financeiro – *VaR*@95% 01 ano para Sadia Consolidado de até 30% sobre EBTIDA dos últimos 12 meses".

6 *Stress test* ou, em tradução livre, "teste de estresse", é um teste realizado para apurar a estabilidade de um sistema e os seus limites operacionais.

7 No e-mail mencionado, Bruno Tsuji afirma o seguinte:

"Com a crescente sofisticação da nossa posição em moedas *noncurrency book*, dado que as opções (2x1 e *vanilla*) já representam mais de 90% do livro, acredito que seja imprescindível passar a controlá-las por meio de uma metodologia *delta notional*". A seguir, na mesma mensagem, Bruno Tsuji explica que, utilizando a metodologia *delta notional*, seria possível capturar "a sensibilidade da posição *in* dobrando ao longo do tempo, podendo ajustar o livro parcialmente antes de bater o *strike*".

8 A Política Financeira válida para 2008 determinava que "... os cenários de *Stress Test* deverão ser aprovados pelo Comitê de Finanças. Sua atualização será semestral com monitoramento mensal da curva de tendência de cada fator de risco" (fls. 1526/39).

9 As operações "2x1" são assim descritas:

i) Operações *Non Deliverable Forward* – NDF – com *strike* fixo: "Venda de Forward de USD 2.500.000 em cada mês respeitando as seguintes condições: Caso o USD na data do *fixing* estiver abaixo do *Strike*, Wellux vende 1x Nacional ao preço do *Strike*. Se o USD estiver acima do *Strike*, Wellux vende 2x Nacional ao preço do *Strike*. Nesta operação há *Knock out*. Há um limitador de ganho, quando o acumulado da diferença entre o *fixing rate* e o *strike* dos vencimentos já ocorridos superar R\$5,00, a operação deixa de existir, limitando o ganho a R\$5,00 (R. 1149).

ii) Operações *Non Deliverable Forward* – NDF – com *strike* máximo e mínimo (*Cap and Floor*): "Venda de Forward de USD 5.000.000 em cada mês respeitando as seguintes condições: Caso o USD na data do *fixing* estiver acima do *Floor* e abaixo do *Cap*, Wellux vende 1x Nacional no *Cap*. Se o USD estiver acima do *Cap*, Wellux vende 2x Nacional ao preço do *Cap*. Se o USD estiver abaixo do *Floor*, Wellux compra 1x Nacional ao preço do *Floor*. Há um limitador de ganho, quando a diferença entre o *fixing rate* e o *strike* dos vencimentos já ocorridos superar R\$5,00, a operação deixa de existir, limitando o ganho a R\$5,00 (R. 1175).

10 Na reunião de 30/01/08, constata-se por um período de 30 minutos serem discutidas a Renovação das Políticas Financeira, Operacional de Câmbio e Crédito Mercado Externo, com apresentação de Adilson Tapes (fls. 977/8).

Nas atas posteriores, destaca-se o seguinte: 28/05/08 – havia previsão de discussão sobre a alteração das Políticas Financeira, operacional de câmbio e crédito mercado externo, com apresentação de 30 minutos de Cassio Cassadi (fls. 993/1000); 30/07/08 – havia previsão de apresentação de Adriano Ferreira por 30 minutos sobre o desempenho financeiro da Sadia no segundo trimestre de 2008.

Rio de Janeiro, 14 de dezembro de 2010.

Alexsandro Broedel Lopes
Diretor-relator

V o t o

I. PRELIMINARES

1. Cumpre, inicialmente, apreciar a alegação de Adriano Ferreira de que teria havido cerceamento de defesa, em razão (i) da suposta ausência de provas inequívocas que comprovem a alegada falta de diligência

na sua atuação; e (ii) da impossibilidade, para o acusado, de produzir eventuais provas, relativas ao período em que exerceu as funções de Diretor Financeiro da Sadia, em razão do seu afastamento da companhia.

2. Sobre a necessidade de prova inequívoca, para que se possa proceder à acusação em sede de processo administrativo, observo que o argumento do acusado não encontra qualquer respaldo jurídico. Com efeito, esse tipo de prova só é exigida na legislação nacional em três situações pontuais (e extremas), a saber: (i) para a concessão de tutela antecipada no processo civil¹; (ii) para comprovação da citação postal de parte residente ou domiciliada no Brasil, para os fins de homologação de sentença arbitral estrangeira²; (iii) para que se considere ilidida a presunção de certeza e liquidez da dívida ativa regularmente inscrita³.
3. Como se sabe, é possível que se processe e julgue um processo administrativo sancionador mediante provas de naturezas distintas. Sobre o assunto, repito passagem de voto do Diretor Eli Loria, que já citei em outra oportunidade, no qual se pondera que o sistema brasileiro não estabelece uma hierarquia das provas, sendo atribuídas a todas o mesmo valor. "O que importa é que elas sejam fortes, convergentes, suficientes a sustentar uma condenação"⁴.
4. Sobre a dificuldade encontrada pelo acusado para produzir provas em sua defesa, isso não se confunde com o alegado cerceamento de defesa. Cerceamento ocorreria, no presente processo administrativo, caso a CVM limitasse ou impusesse obstáculos para que o acusado produzisse provas no processo. Não foi, absolutamente, o que ocorreu, pois o acusado teve a plena oportunidade de se manifestar aos autos.
5. Na verdade, o acusado requer, ao final de sua defesa, a realização de novas diligências, a fim de sanar o suposto cerceamento de defesa. Ainda que o acusado não especifique as diligências que entenda necessárias, entendo que o processo foi devidamente instruído, não havendo qualquer irregularidade a ser sanada.
6. Ademais, verifico que, no presente caso, é possível avaliar a atuação do acusado, no período em que exerceu o cargo de Diretor Financeiro da Sadia, sem quaisquer provas adicionais, sendo suficiente, para tanto, a análise de fatos públicos e/ou incontroversos, em sintonia com o que foi afirmado nas próprias defesas apresentadas. É exatamente o que se fará a seguir.
7. Passo, então, à análise do mérito.

II. MÉRITO

8. Conforme relatado, trata, o presente processo, de supostas infrações ao disposto nos artigos 153 e 160 da Lei 6.404/76. Especificamente, a acusação alega que os defendentes não cumpriram com o dever de diligência esperado dos administradores de uma companhia aberta, a Sadia. Entre os acusados estão os membros do Conselho de Administração da Companhia e seu Diretor Financeiro à época dos fatos.
9. A questão do dever de diligência dos administradores de companhias abertas é tema que desperta bastante interesse na literatura de direito societário e governança corporativa, devido à necessidade de se estabelecer contornos acerca das responsabilidades dos administradores e conselheiros das companhias, que agem em nome dos acionistas. Essa relação é permeada pelo que a literatura econômica chamou de conflito de agência. A governança corporativa se ocupa em grande parte de investigar e propor soluções para problemas dessa natureza, entre outros.
10. Apesar de ampla, a literatura acerca do dever de diligência traz, na maior parte das contribuições, a sua caracterização como um dever amplo, aberto, que deve ser avaliado levando-se em conta o caso concreto, específico. Ou seja, não há o que se falar em um comportamento diligente genérico, para todos os casos. Apesar de existirem diversos procedimentos comuns e boas práticas, empresas distintas demandam soluções diferentes. Desse modo, o padrão da diligência (standard) deve ser avaliado nesses termos.
11. A literatura também é pacífica ao afirmar que o dever de diligência deve ser avaliado em relação às atividades nas quais a empresa está de fato envolvida. Ou seja, deve-se avaliar pragmaticamente, em relação ao que existe no mundo dos fatos, se o dever de diligência está ou não sendo cumprido.
12. Dentro desses pressupostos, este voto não pretende fazer uma digressão ampla sobre o tema do dever de diligência – a literatura acadêmica já o fez. Procurarei neste voto, inicialmente, verificar a adequação do comportamento da administração da Sadia à realidade operacional e financeira da companhia, conforme os autos do presente processo demonstram.
13. A acusação presente neste processo refere-se a supostas falhas no dever de diligência aplicado a

operações com instrumentos financeiros derivativos realizadas no ano de 2008, que geraram perdas importantes para a companhia vindo, inclusive, a comprometer sua continuidade. Tais perdas se originaram de operações conhecidas como sell target forward (entre outras) que se constituem de contratos de venda da moeda norte-americana com payoff assimétrico. São contratos assimétricos porque os pagamentos não são os mesmos quando a moeda norte-americana se valoriza e se desvaloriza. Basicamente, tais contratos geram ganhos limitados à companhia com a valorização do real frente ao dólar e perdas ilimitadas quando o dólar se fortalece. As perdas são calculadas com base em cláusulas de alavancagem (sendo muito comuns as do tipo "2x1"), que acabam por resultar em um valor nocional das operações bastante superior ao que se observaria em operações plain vanilla, além de verificações mensais, que também aumentam o nocional real das transações.

14. No caso concreto, a Sadia realizou tais operações em volume e condições que acarretaram, ao final do ano de 2008, perdas na ordem de R\$ 2,5 bilhões, tendo sido realizados R\$ 705,9 milhões (efeito caixa), segundo as próprias demonstrações financeiras⁵. O montante das perdas e as condições dentro das quais elas ocorreram geraram risco de descontinuidade para a companhia. Dado o importante impacto das referidas operações na continuidade do negócio surgiu o questionamento supramencionado feito pela acusação.

II.a. Considerações Iniciais

15. Para que se possa entender a questão da diligência neste caso concreto é necessário que façamos uma análise mais cuidadosa das operações que geraram o questionamento e dos sistemas de controle envolvidos. Infelizmente, tais questionamentos acerca de perdas vultosas com operações com derivativos não são novas. Eu mesmo em trabalho publicado em 1999 levantei o questionamento acerca das razões pelas quais prejuízos dessa mesma natureza ocorrem:

"Entre as hipóteses, surge naturalmente a dúvida a respeito da propriedade e da eficiência dos sistemas de controle gerencial que monitoram as operações causadoras desses problemas. Será que os executivos dessas organizações conheciam todos os riscos envolvidos nas operações realizadas? Se eles os conheciam, por que a aparente negligência? Estamos diante de um problema tecnológico de dificuldade de identificação e controle de riscos envolvidos ou o problema é de modelo de gestão e de estrutura organizacional apropriada para o controle?"⁶

16. Ou seja, problemas com as características que se apresentam neste caso têm desafiado o mundo empresarial desde longa data.
17. O dever de diligência engloba o dever de monitoração (ou "dever de vigiar", na forma mencionada nas defesas). Essa monitoração, obviamente, deve levar em consideração as características operacionais da companhia em questão e os riscos mais relevantes enfrentados. As boas práticas de gestão orientam no seguinte sentido: se a realização de operações com derivativos pode levar à descontinuidade da companhia, tais operações, conseqüentemente, merecem atenção especial nos sistemas de monitoração. Essa monitoração, embutida no dever de diligência, não pode ser considerada fiscalização direta, mas ela, naturalmente, se consolida em outros mecanismos, inclusive de controles internos.
18. Esclareça-se que não está se falando do julgamento negocial dos administradores acerca do nível adequado de risco e retorno que a companhia deve se expor. Essa é uma decisão gerencial que não deve ser questionada por esta autarquia.
19. Nesse ponto, abro um parêntese para debater, desde já, o argumento de defesa que levantou a utilização do chamado "business judgement rule", pelo qual os atos realizados pelo administrador na regular gestão da companhia, segundo o seu julgamento de conveniência e oportunidade, não podem ser atacados se os seus efeitos se mostraram danosos. Esse argumento de defesa está correto. Porém, não se aplica ao presente caso, tendo em vista que: (i) não está em discussão a decisão da Sadia em realizar operações complexas, com derivativos; (ii) não estão em discussão, tampouco, os prejuízos gerados por essas operações. Como se desenvolverá no decorrer desse voto, estamos discutindo, tão somente, a diligência dos seus administradores na adoção e monitoração dos sistemas de controles, que serviam para a verificação do cumprimento das políticas internas implantadas na própria Sadia.
20. Fechando o parêntese, é preciso questionar, na avaliação do dever de diligência e do dever de monitoração correspondente, qual o desafio apresentado pelas operações com derivativos aos sistemas de controles internos das companhias. Mais especificamente, quais características dos derivativos desafiam os sistemas de controles? Três particularidades das operações derivativos são especialmente relevantes: (i)

velocidade das operações, (ii) grau de alavancagem e (iii) complexidade. Naturalmente, cabe a cada companhia definir as políticas e limites de exposição aos supracitados instrumentos.

21. Sendo assim, devemos analisar o caso concreto à luz dos sistemas de gestão de risco e monitoramento existentes para a companhia e a sua adequação às políticas de risco implantadas. Naturalmente, os conselheiros não são responsáveis pela operação da área financeira e muito menos da área de gestão de riscos. Essa é uma função executiva, que cabe à diretoria. No entanto, os conselheiros devem sim ser prudentes e observar para que sistemas de controle e gestão de riscos estejam eficazmente em operação dentro das políticas estabelecidas pela própria companhia. Ou seja, faz parte do dever de diligência em uma companhia aberta que opera com derivativos a monitoração da eficácia dos sistemas de gestão de risco utilizados e da adequação às políticas gerais – e tal situação fica ainda realçada quando se considera que, na Sadia, a Diretoria Financeira reportava-se diretamente ao Conselho de Administração. Mais uma vez, vale ressaltar que não estamos entrando no mérito do nível de risco tomado pelas companhias. Somente estamos discutindo a adequação dos sistemas de monitoração e controle às políticas estabelecidas pela própria companhia (sendo que aqui, quando me refiro aos atos praticados pela companhia, estou tratando, obviamente, dos atos praticados por seus administradores - CA e diretoria).
22. Nesse voto analisaremos somente a adequação dos administradores da Sadia às políticas de risco aprovadas pela própria companhia. Não entraremos no mérito das operações realizadas, nem ao risco adequado ou não para a companhia. Avaliaremos, somente, a relação entre o especificado na política e o que foi realmente realizado. Não é, a meu ver, papel desta autarquia discutirmos os níveis de risco assumidos pelas empresas, mas somente verificar a diligência dos administradores em cumprir aquilo que fora estabelecido nas suas deliberações internas.

II.b. Cumprimento da Política Financeira da Sadia

23. No caso concreto, podemos observar que a Sadia possuía uma política de riscos relativamente clara em relação às operações de hedge com moeda estrangeira (fl.821) conforme quadro abaixo:

Exposição a moedas	Controle	Limite
"Deve ser respeitada a exposição cambial máxima de 03 meses de exportação"	"VaR para 21 dias úteis e com 95% de intervalo de confiança e de stress test"	"Até 20% do Patrimônio da Sadia"

24. Como se vê, o controle das operações era realizado com a verificação do "VaR para 21 dias úteis e com 95% de intervalo de confiança e de stress test". Esses controles estabelecem limites probabilísticos (VaR), bem como determinísticos máximos de perda (stress). A análise de tais controles deveria servir para, objetivamente, controlar o limite de risco para as operações de hedge. Vale dizer, o uso de ambas as metodologias (VaR e stress test) denota a preocupação contida na Política Financeira em se proteger não só em situações normais, corriqueiras e esperadas, mas também em casos extremos, tendo sido estabelecido o limite de 20% do patrimônio líquido da companhia para a perda máxima esperada, em situações inesperadas, de stress.
25. Traduzindo em números, considerando o patrimônio líquido da Companhia em 31/12/07, de R\$ 3.190.533.000,00, tal limite, para as operações realizadas em 2008, materializava-se em R\$ 638.106.600,00. É em função desse limite que devemos analisar a conduta dos administradores da companhia durante o ano de 2008, em relação às operações realizadas. Foi ultrapassado o limite estabelecido na política criada pelos próprios administradores?
26. Sobre esse ponto, a Política Financeira da Sadia estabelecia um cenário de stress para o dólar ao valor de R\$ 3,50. Tal cenário era muito pior do que de fato aconteceu no ano de 2008. Ou seja, em tese, pelo menos de acordo com sua política, a companhia estava preparada para cenários piores do que os de fato realizados. E ainda que a acusação tenha ressaltado a falta de "evidências da aplicação e reporte dos efeitos de cenários de stress", parece-me que a análise das demonstrações financeiras da Companhia, relativas ao ano de 2008, permitem conclusões mais contundentes.
27. Com efeito, a análise das demonstrações financeiras da companhia relativas ao ano de 2008 tem muito a esclarecer sobre o tema. Ao analisarmos as notas explicativas (nota 23 –Análise de Sensibilidade), podemos ver a simulação dos efeitos da variação do câmbio sobre as operações realizadas ao longo de 2008 pela companhia, em três cenários distintos, hipotéticos, conforme a tabela abaixo:

	US\$ mil		Valores em R\$ mil		
	Risco	Base para 12 meses	Cenário 1 Provável US\$/R\$ 2,30	Cenário 2 Possível US\$/R\$ 2,87	Cenário 3 Remoto US\$/R\$ 3,45
Contratos derivativos					
Contratos futuros de US\$, vendidos para 8 meses taxa média R\$/US\$1,85	alta do US\$	4.026.667	(1.812.000)	(4.107.200)	(6.442.667)
Contratos futuros de US\$, comprados para 8 meses taxa média R\$/US\$ 2,27	queda do US\$	3.539.344	106.180	2.123.606	4.176.426
Perdas estimadas			(1.705.820)	(1.983.594)	(2.266.241)

28. Neste quadro podemos ver que as operações "vendidas" com derivativos, realizadas ao longo de 2008 (agrupadas sob a rubrica de contratos futuros⁷) gerariam perdas de R\$ 6.642.667.000,00, caso o dólar viesse a ser cotado a R\$ 3,45. Dessa forma, mesmo com a cotação do câmbio a uma taxa inferior ao limite de stress (R\$ 3,50), a companhia sofreria perdas que corresponderiam a mais que 200% do seu patrimônio líquido.
29. Além do patrimônio líquido, pode-se dizer, a título de ilustração, que as perdas estimadas com as operações, no cenário de stress apontado, equivaleriam a cerca de 70% da receita total da companhia⁸, no ano de 2007, e a aproximadamente 80% do ativo total da companhia⁹.
30. Na realidade, mesmo a análise da sensibilidade para o cenário considerado "provável", com o dólar cotado a R\$ 2,30, as perdas com as operações, que causariam prejuízos na ordem de R\$ 1,8 bilhões, que já superavam, em muito, o limite de 20% do patrimônio líquido da companhia previsto na política (na ordem de R\$ 640 milhões, como visto).
31. Por outro lado, levando em consideração o aumento no preço do dólar no decorrer do ano de 2008, verifica-se das taxas médias praticadas para as operações "vendidas" (R\$1,85) e "compradas" (R\$2,27) uma referência ao lapso temporal decorrido entre tais operações. Fica evidente que as operações "compradas", em sua maioria, foram realizadas posteriormente, com o intuito de cobrir as perdas oriundas das operações "vendidas".
32. Portanto, os dados constantes das próprias demonstrações financeiras da companhia demonstram que ela descumpria, ao absurdo, o limite de risco estabelecido em sua Política Financeira, no patamar de 20% do seu patrimônio líquido. Com base nos números apontados, o prejuízo efetivamente sofrido pela companhia poderia ter sido ainda mais relevante, em valores comparáveis ao ativo total da companhia, caso o dólar alcançasse os patamares previstos para os testes de stress estabelecidos, com o dólar cotado a R\$ 3,50.
33. Dessa análise decore, logicamente, a conclusão de que não foram realizados os controles estabelecidos na Política Financeira – ou, se realizados, não atendiam ao seu escopo máximo, que seria impedir, na medida do possível, a realização de operações que colocassem em risco valores significativos do seu patrimônio líquido.
34. Portanto, tendo sido descumprida a Política Financeira, no que tange aos controles e limites estabelecidos para as operações, resta apurar a responsabilidade dos administradores por esse fato. Cabe ressaltar, novamente, que não estamos avaliando o mérito das operações realizadas, mas somente sua adequação às políticas financeiras estabelecidas pela própria companhia.

II.c. Atuação do membros do CA

35. Passando agora a análise da atuação do conselho de administração da Sadia, podemos observar que ele

possuía Comitês Financeiros e de Auditoria, formados exclusivamente por membros do CA. Podemos observar ainda que a empresa possuía software de gestão de riscos em operação e supervisionado pelos membros do Comitê de Auditoria, como seria de se esperar em uma companhia com o perfil da Sadia e com sua utilização de instrumentos financeiros – parcela importante do resultado da Sadia advinha de operações financeiras. Na realidade seus sistemas detectaram desenquadramentos em períodos bastante anteriores ao reportado ao restante do mercado. Sendo assim, qual o origem das perdas tão significativas? Por que os sistemas de controle que geravam relatórios apontando os desenquadramentos não se transformaram em decisões executivas visando corrigir a rota das atividades financeiras da empresa? Qual a responsabilidade dos conselheiros neste processo?

36. A razão de tal distorção refere-se a um elemento essencial de um modelo de gestão e monitoramento de riscos: sua posição organizacional. As pessoas envolvidas com o sistema de gerenciamento de riscos não podem estar unicamente subordinadas aos executivos responsáveis pelas operações. Executivos financeiros possuem interesses conflitantes com a gestão de riscos e devem ser monitorados de forma independente. É de pouca valia um sistema de monitoramento de riscos que esteja subordinado ao executivo responsável pela elaboração das operações.
37. Sobre esse assunto já tive oportunidade de me manifestar em obra supramencionada:
- "Outra problemática comum está relacionada ao grau de autonomia hierárquica que é conferido ao comitê de riscos ou ao gestor de riscos. Muitas organizações desenvolvem sistemas de gestão de riscos bastante sofisticados e com o completo entendimento da estrutura de riscos considerada, mas colocam o gestor de riscos em uma situação inferior hierarquicamente ao gestor da área operacional. Essa situação se mostra inviável na medida em que o gestor de riscos não conseguirá realizar suas atividades de forma completa, temendo possíveis represálias de seus superiores. Assim, verificamos a importância fundamental do comprometimento de toda a alta administração da organização com a gestão de riscos."¹⁰
38. Dessa forma, entendo que, no caso concreto, o sistema de monitoração e controle de riscos da Sadia, apesar de aparentemente funcional, não cumpriu sua função de proteger a continuidade da companhia. Este problema era intrínseco ao modelo implementado. Sendo assim creio que a empresa, de fato, não possuía um sistema de monitoramento adequado ao seu apetite financeiro e às operações que eram realizadas. Sua política de risco era conservadora e claramente não inspirava uma estrutura hierárquica como essa.
39. Com base no disposto acima, entendo que o acompanhamento de sistemas de monitoração de riscos, dentro das políticas estabelecidas pelas próprias empresas, se constitua em um dos deveres do conselho de administração. Este deve zelar para que sistemas apropriados estejam em operação em uma companhia, notadamente quando essa companhia, em sua atividade rotineira, realiza operações com instrumentos financeiros capazes de alterar parte significativa de seu resultado. Entendo, assim, que sistemas de monitoração e controle de riscos inoperantes ou ineficazes constituem violação ao dever de diligência, mais especificamente ao componente do dever de vigiar. Claramente, no caso concreto, o sistema em operação na Sadia não teria condições de cumprir suas funções, pois, conforme consignado na acusação, não havia canais de comunicação entre a Gerência de Risco e o Comitê Financeiro, pois aquela Gerência reportava-se diretamente ao Diretor Financeiro.
40. Novamente, ressalto que não estamos falando de julgar o mérito das políticas, mas somente de avaliar a adequação da companhia a estas, com a análise do dever de diligência. Ou seja, estamos avaliando os sistemas de controle da Sadia à luz de sua própria política financeira.
41. Feitas estas considerações, gostaria de visitar alguns argumentos levantados ao longo deste processo.
42. Inicialmente, vale lembrar que os deveres dos administradores não possuem unicamente natureza contratual. São deveres estabelecidos pela Lei e referem-se à natureza pública que uma companhia que capta recursos junto ao mercado em geral possui. Sendo assim, os administradores não podem delegar nem se furtar a atender os dispositivos expressos na legislação e regulamentação aplicáveis.
43. O padrão para o dever de diligência de administradores de companhias abertas não é o do pater familiae e sim o do administrador profissional competente, que visa à consecução do objeto social, com a obtenção de lucros para a companhia. Nesse ponto, o administrador pode tomar riscos, evidentemente. São decisões que afetam o dia a dia de qualquer companhia. Mas, por outro lado, deve atentar-se às regras que foram estabelecidas para a gestão dos negócios e, especialmente, para a tomada de riscos: no presente caso, é aqui que se verifica a necessidade de se observar o cumprimento da Política Financeira estabelecida pela própria companhia.

44. A partir dessa perspectiva, passo a rebater o principal argumento das defesas dos conselheiros: de que acreditavam nas apresentações realizadas pelo Diretor Financeiro, que indicavam o estrito cumprimento da Política Financeira com as operações realizadas – e não tinham razão alguma para duvidar de tais apresentações. Assumindo essas alegações como verdadeiras, até porque não existem provas em contrário, noto que os conselheiros, necessariamente, deixaram de cumprir uma importante faceta do dever de diligência, a saber, o "dever de se informar".
45. O dever de se informar compreende, justamente, obter as informações necessárias para o desenvolvimento do negócio social. No caso em análise, isso não significa que os conselheiros deviam saber detalhes sobre as operações realizadas, mas saber que a Diretoria Financeira desempenhava um papel extremamente sensível para a companhia. Deveriam saber, ainda, que a Política Financeira estabelecia os limites da atuação da área financeira. Mas como saber se a Política estava sendo cumprida? Apenas ouvindo as apresentações do Diretor? Evidentemente que não. Em atendimento ao dever de se informar, os conselheiros deveriam conhecer o fluxo de informações atrelado ao exercício do controle da Política Financeira. E, assim o fazendo, notariam que a Diretoria Financeira estava, na verdade, agindo ao livre arbítrio, pois, na prática, os controles de risco estabelecidos não previam um órgão independente para reportar adequadamente ao CA acerca da conduta da Diretoria Financeira – conduta essa que descumpria largamente a Política Financeira aprovada pela companhia.
46. Nesse ponto, as defesas apresentadas pelos Conselheiros não vêem problema no fato de que nunca foram ouvidos os alertas do Gerente de Risco, Bruno Tsuji, sobre os desenquadramentos e falhas ocorridas. Essa ocorrência seria, para as defesas, um excludente da responsabilidade dos conselheiros. No entanto, em minha opinião, é isso que demonstra que os conselheiros não foram diligentes, para se informar sobre o funcionamento dos seus controles de risco e, conseqüentemente, para conhecer da sua franca ineficácia.
47. Cai por terra, sob essa ótica, a alegada ausência de red flags, que permitissem que o CA tivesse ciência do risco que as operações apresentavam à companhia. Os conselheiros, antes disso, deveriam ter se informado sobre o fluxo dos seus sistemas de controle. Perceberiam, com isso, que os red flags, mesmo quando disparados, não chegariam ao seu conhecimento – como, de fato, ocorreu.
48. A corroborar essa idéia, destaco o seguinte ensinamento doutrinário:
- "De acordo com o dever de diligência, os administradores podem, a princípio, confiar nas informações que lhes são fornecidas por outros administradores, empregados ou consultores. No entanto, eles não podem confiar 'cega e passivamente' em tais informações."¹¹
49. Com efeito, aceitar que os conselheiros devem confiar cegamente no que é dito pelos diretores equivale a diminuir severamente o alcance do dever de diligência dos administradores. Não compartilho com esse entendimento e, por essa razão, rejeito o argumento das defesas de que os conselheiros não conheciam o funcionamento dos sistemas de controle de risco, tampouco o argumento de que os conselheiros, de boa-fé, partiram da premissa "inquestionável" de que o Diretor Financeiro exercia suas funções adequadamente e, por isso, as operações da empresa estavam sob controle. Não aceito esses argumentos porque, como visto, o controle, se funcional, era inócuo. Aliás, tais argumentos vão contra a própria lógica de ser dos sistemas de controle.
50. Ora, os sistemas de controle deveriam servir para que o CA pudesse acompanhar os atos da Diretoria Executiva. É fundamental, na estrutura organizacional, que os sistemas de controle funcionem de forma independente da operação. Trata-se de princípio básico de controle¹². Como isso não ocorreu, os conselheiros, na prática, acabaram por confiar ao Diretor Financeiro todo o controle sobre a área financeira da companhia. As próprias defesas induzem a essa conclusão e não há nada que indique o contrário. Nesse sentido, é muito importante o fato da Diretoria Financeira ser subordinada ao CA.
51. Sobre o assunto, traduzo lição da doutrina internacional, acerca da conduta esperada dos conselheiros com relação à identificação dos atos dos diretores, mediante uma conduta pró-ativa na implantação de controles eficientes:
- "A administração pode ser desonesta – passando por cima dos controles, ignorando ou ocultando comunicações dos subordinados e intencionalmente adulterando resultados para encobrir as pistas – mas um conselho forte e ativo irá identificar e corrigir esse tipo de situação. O conselho pode ser particularmente eficaz quando canais de comunicação sólidos e funções competentes de auditoria interna, legal e financeiras estiverem presentes."¹³

52. Desse modo, exigir que o conselheiro não fique passivo, frente às apresentações que são feitas, não é nada de absurdo. São inesgotáveis, na literatura, entendimentos no mesmo sentido:

"É claro que a diretoria tem que ser totalmente responsável pela gestão do negócio no dia a dia. Está bem estabelecido, entretanto, que as responsabilidades fiduciárias de um conselheiro, para que participe ativamente nos processos de revisão e aprovação da performance da administração, precisa estar baseada em um conhecimento presente e completo. Esse conhecimento deve ser obtido por ativas inquisições e discussões, e não com uma aceitação passiva da informação contida nas apresentações dos diretores."¹⁴

53. E para finalizar a discussão sobre a importância na atuação da alta administração na adoção de controles internos eficientes, transcrevo trecho de obra consagrada inclusive no Brasil, após sua tradução para a língua portuguesa:

"As histórias por trás das perdas enfatizam a questão (...) que os derivativos podem ser usados tanto para hedge como para especulação, ou seja, tanto para reduzir riscos como para tomar riscos. Muitas perdas ocorreram porque os derivativos foram usados de maneira inadequada. Empregados que tinham autorização implícita ou explícita para hedgear os riscos da companhia resolveram, em vez disso, especular.

A principal lição a ser aprendida a partir dessas perdas é a importância de controles internos. A alta administração da companhia deve anunciar, de forma clara e não ambígua, a política sobre como os derivativos podem ser usados e em que extensão é permitido aos funcionários tomar posições sobre movimentos futuros nas variáveis de mercado. A administração deve instituir controles para assegurar que a política está sendo respeitada. Dar aos indivíduos autoridade para negociar derivativos sem monitoramento rígido dos riscos que estão sendo tomados é uma receita para o desastre."¹⁵

54. Por fim, quanto ao argumento de que a companhia recebeu pareceres sem ressalvas dos seus auditores externos, é fundamental que se compreenda que tais pareceres não eximem a responsabilidade dos administradores – não os isenta dos deveres de monitorar e se informar. As eventuais irregularidades praticadas pelos auditores externos, se constatadas, devem ser avaliadas oportunamente.

55. Pelo exposto, concluo que os conselheiros descumpriram o dever de diligência, ao negligenciar com relação às falhas no desenho do sistema de controle, tendo, por isso, deixado observar aos deveres de se informar e monitorar os controles internos da Sadia e, conseqüentemente, os atos praticados pela Diretoria Financeira e as operações realizadas.

56. Quanto à especialização técnica dos conselheiros, entendo que essa deva ser considerada – como o farei, a seguir, ao discorrer sobre os Comitês de Auditoria e Financeiro. Mas, desde já, devo lembrar que os conselheiros têm responsabilidade colegiada, salvo quando consignarem discordância sobre os atos praticados¹⁶. Essa responsabilidade geral afeta, portanto, a todos os membros do Conselho, indistintamente.

II.d. Atuação do conselheiros que faziam parte dos Comitês Financeiro e de Auditoria

57. Como concluído acima, espera-se de todos os conselheiros um padrão de conduta que respeite os princípios de uma administração profissional. No entanto, para aqueles que possuem uma função específica dentro do conselho, que vise a contribuição dentro de uma área do conhecimento, o referido padrão de conduta é ainda mais elevado¹⁷.

58. Assim, se todos os membros do CA descumpriram algumas facetas dos deveres de diligência, tal como o dever de se informar e de monitorar, nota-se, no presente caso, que os membros do Comitê de Auditoria e de Finança descumpriram, também, o "dever de investigar".

59. O dever de investigar, como corolário do dever de diligência, impõe aos administradores o dever de analisar criticamente as informações que lhes são fornecidas e, mais do que isso, apurar se tais informações merecem ser complementadas.

60. Mais uma vez, vem à tona a discussão sobre a diferença entre os atos esperados pelo pater familiae e o administrador profissional competente. Ivo Waisberg, ao citar Mauro Bussani, explica "a necessidade de modelos diferenciados para a avaliação de conduta, pois o comparativo do homem médio não satisfaz em relação a pessoas débeis ou mais qualificadas que a média em determinadas situações. Assim, por exemplo, o atleta profissional tem aptidões físicas superiores à média e, em relação a atividades que envolvam essa superioridade, deve estar sujeito a um critério mais rigoroso de avaliação. Da mesma maneira, o profissional de certa área deve estar sujeito a um critério mais duro na análise de sua conduta envolvendo sua

II.d.1. Atuação dos membros do Comitê Financeiro

61. De acordo com a carta da Sadia à CVM, de 25/11/08, Comitê Financeiro ¹⁹ recebia informações e relatórios referentes às posições financeiras consolidadas realizadas pela Companhia por meio de reportes da Diretoria Financeira nas reuniões do órgão. No entanto, de acordo com a ata da reunião do referido comitê, realizada em 01/09/08, o Diretor Financeiro informou que as posições financeiras estavam enquadradas na Política Financeira, sem, porém, apresentar os relatórios consolidados de tais posições. Pergunto, dessa forma, como o Comitê Financeiro poderia ter avaliado as operações, se delas não tinha conhecimento detalhado? Da mesma forma, pergunto como o Comitê Financeiro verificava as alçadas, relativas às operações de hedge, se não visualizava um quadro das operações realizadas?
62. Quanto à questão da alçada, destaco os quadros "4" a "9"²⁰, expostos pela acusação, no qual são detalhadas seis operações nas quais o limite de alçada da Diretoria Financeira teria sido ultrapassado. E isso considerando-se o valor nocional das operações, e não potencial. Ou seja, mesmo que a Diretoria Financeira pretendesse "burlar" o desenquadramento das operações, essas seis operações poderiam ter sido constatadas objetivamente, com qualquer relatório que indicasse as principais (e não todas) posições da companhia nas operações de hedge.
63. Note-se que raciocínio acima assume como verdadeira a alegação das defesas dos membros do Comitê Financeiro, no sentido de que o Diretor Financeiro não lhes forneceu as informações detalhadas sobre o desenquadramento das operações. Isso não atrapalha a conclusão de que esses conselheiros descumpriram, em larga medida, o seu dever de investigar, pois, como conhecedores da área financeira, deveriam ter avaliado, com cuidado, a exposição ao risco a que estava sujeita a Sadia. Não se trata, aqui, de exigir que os membros do Comitê Financeiro conhecessem todos os detalhes, de todas as operações. Mas deveriam conhecer, necessariamente, um quadro geral, a posição total a que estava exposta a companhia. E deveriam obter essa informação de uma fonte fidedigna e inquestionável – e não confiar, apenas, nas apresentações feitas do Diretor Financeiro, que os próprios acusados qualificam como genéricas.
64. A situação se agrava na medida em que é observada, novamente, a análise de sensibilidade contida nas notas explicativas das demonstrações financeiras da Sadia, relativas ao ano de 2008, que já mencionei. Como se viu, a Companhia estava muitíssimo exposta aos riscos da variação do dólar, de forma que, em alguns cenários, as operações poderiam comprometer todo o ativo da Sadia, literalmente. Sob essa ótica, indago se não era possível conhecer desses riscos, mesmo diante de uma apresentação do Diretor Financeiro feita "de forma global".
65. De todo modo, é certo que os membros do Comitê Financeiro não cumpriram com o seu dever de analisar, com rigor, as informações prestadas pelo Diretor Financeiro. Se não receberam nenhuma informação, deveriam ter procurado por alguma. Se as informações eram insuficientes, deveriam ter buscado por mais. Estou certo de que se tivessem cumprido o seu dever de investigar, os membros do Comitê Financeiro teriam mais chance de obter informações sobre o descumprimento cabal da Política Financeira, por parte do Diretor Financeiro. Novamente, não estamos questionando as operações per se, mas sim o seu enquadramento às políticas de risco estabelecidas pela companhia.

II.d.2. Atuação dos membros do Comitê de Auditoria

66. A função do Comitê de Auditoria, conforme o Estatuto Social da Sadia, seria a de verificar a manutenção de sistemas "controles internos eficazes, promovendo o seu permanente monitoramento"; "monitorar os sistemas de gerenciamento de riscos do ambiente de controles internos da Sociedade"; "estabelecer procedimentos para apuração e encaminhamento de atos de desvio de conduta, bem como para o trato quanto ao recebimento, processamento e resposta de denúncias relativas às práticas contábeis, controles internos de emissão de relatórios financeiros e Auditoria Interna".
67. Como se vê, tudo que foi exposto com relação à generalidade dos conselheiros do CA, no que tange o dever de se informar sobre os controles internos e monitorá-los, agrava-se, e muito, com relação àqueles que eram membros do Comitê de Auditoria. A redação do Estatuto deixa claro que eles eram os responsáveis pela verificação dos controles internos, os quais, como visto, não eram aptos a informar sobre o descumprimento da Política Financeira.
68. Em desfavor da atuação dos membros do Comitê de Auditoria está, ainda, o fato de que eles receberam,

comprovadamente, material, em 18/03/08, contendo a descrição de duas operações "2x1" realizadas pela Diretoria Financeira. Em suas defesas, alegam que o material referido foi fornecido unicamente para apreciar questões contábeis, de normas de contabilização. Alegam, ainda, que a descrição das modalidades das operações "2x1" no material não conferia aos membros do Comitê condições de saber o montante e as características. Ainda que isso seja verdade, questiono como se realiza uma avaliação contábil sem se conhecer os detalhes das operações envolvidas?

69. De qualquer maneira, para evitar questionamentos futuros, quero deixar consignado que, no meu entendimento, a responsabilidade dos membros do Comitê de Auditoria, no presente caso, pode ser verificada ainda que o material citado nunca tivesse sido enviado. Antes de tudo, entendo que eles os membros do Comitê de Auditoria, em razão das suas atribuições expressas no Estatuto Social, são especialmente responsáveis pela ineficácia dos controles internos implantados na Companhia, que obstavam o monitoramento do cumprimento da Política Financeira.

70. Novamente, para ilustrar as conclusões acima, reporto-me à doutrina internacional, em trabalho específico sobre os Comitês de Auditoria, que se encaixa perfeitamente ao presente caso:

"Assim como uma organização não pode produzir serviços ou produtos confiáveis sem controles sobre a prestação de serviços ou processos de fabricação, ela não pode produzir consistentemente demonstrações financeiras confiáveis sem um bom controle interno sobre relatórios financeiros.

Administração deve ter uma base para saber se seus processos de elaboração de relatórios financeiros estão funcionando corretamente. Ter uma convicção geral, sem evidência persuasiva, é inadequado. 'Trabalhamos com boas pessoas e não tivemos problemas no passado' é uma frase repetida por diretorias e comitês de auditoria em quase todas as republicações de informações financeiras, se o resultado dessas republicações resultam de erros ou fraudes."²¹

71. Entendo, assim, que os membros do Comitê de Auditoria e Financeiro descumpriram, de maneira ainda mais significativa, o dever de diligência, devido às suas competências e atribuições, razão pela qual devem ser responsabilizados de maneira diferenciada, com relação aos conselheiros que não faziam parte de nenhum comitê técnico.

II.e. Atuação do Diretor Financeiro

72. Conforme acima exposto, não restam dúvidas de que a diretoria financeira da companhia realizou operações em muito superiores aos limites estabelecidos na própria política da empresa. E o principal responsável por essa conduta é, evidentemente, o Diretor Financeiro. Não é por outra razão que a defesa por ele apresentada contém um enfoque completamente diferente das demais. Não nega o conhecimento das operações, mas apenas procura relativizar o ocorrido, com uma série de argumentos improcedentes, conforme exporei a seguir.

73. De acordo com a defesa, os desenquadramentos ocorridos em maio, junho e julho de 2008 teriam sido corrigidos, de forma que, ao final de julho, todas as operações estavam devidamente enquadradas. Conforme a defesa, os desenquadramentos eram normais, razão pela qual havia um prazo para que as posições fossem reenquadradas. Alega-se, ainda, que os desenquadramentos não decorriam de operações concluídas fora dos limites, mas de alterações nos negócios da companhia ou da volatilidade dos mercados.

74. Com relação ao argumento de que tais desenquadramentos eram comuns, pois decorrentes de alterações nos negócios da companhia ou da volatilidade dos mercados, é preciso ter em mente que, para operações com derivativos, além da observância de limites estatísticos, como o caso do VaR, se faziam necessários os testes de stress. Esses testes visam examinar a situação da companhia na hipótese de que os piores cenários se materializem. Em outras palavras, os testes de stress visam a evitar que a companhia incorra em risco de continuidade.

75. Nesse aspecto, reporto-me, mais uma vez, à análise feita no início desse voto. O desenquadramento à Política Financeira salta aos olhos nas demonstrações financeiras do ano de 2008, especialmente no que se refere o cumprimento do limite de 20% do Patrimônio Líquido da Companhia, para a perda máxima esperada em situações de stress. Não é crível que, diante de dados públicos, o acusado pretenda argüir que as operações com derivativos realizadas pela Companhia no ano de 2008 respeitavam a sua Política Financeira.

76. Assim, o argumento lançado na defesa apresentada, de que eventuais desenquadramentos eram temporários, claramente não reconhece a magnitude dos reais problemas. Quando se verifica o ocorrido no

ano de 2008, não se pode falar em um problema pontual, mas sim de um massivo desenquadramento.

77. Aliás, a análise das demonstrações financeiras da Sadia, no ano de 2008, permitem, também, rejeitar uma série de argumentos do Diretor Financeiro em sua defesa (argumentos esses que, por sinal, relacionam-se com o pedido de diligências feito pelo acusado, para produção de novas provas). São eles:
- i. o argumento de que não há prova da inobservância dos limites descritos na Política Financeira – em minha opinião, não há prova melhor do descumprimento da Política do que as referidas demonstrações financeiras;
 - ii. o argumento do acusado de que os sistemas de controle da Sadia eram eficientes e os stress test eram adequadamente realizados – o que, como visto, certamente não era o que ocorria; e
 - iii. o argumento de que os relatórios preparados pela KPMG e BDO Trevisan eram "suspeitos" – pois não foi preciso analisar tais relatórios para concluir que houve descumprimento da Política Financeira.
78. Subsiste na defesa, outrossim, o argumento de que não se podia esperar "a eclosão da crise internacional". De acordo com a defesa, se não fosse a crise, o quadro permaneceria o mesmo. Por essa razão, não subsistiria a responsabilidade do Diretor Financeiro por fatos alheios à sua vontade.
79. Rejeito veementemente esse argumento. A própria CVM, na Nota Explicativa da Instrução 475, mostrou que o comportamento do dólar durante o ano de 2008 não tem nada de excepcional e, muito pelo contrário, tem ocorrido na economia brasileira com relativa frequência. Ou seja, não é razoável para alguém com conhecimentos rudimentares da economia brasileira imaginar – para fins de gestão de riscos – que não teríamos volatilidade.
80. Poder-se-ia argumentar, ainda, que muitos economistas previam câmbio estável para o final de 2008. Esse argumento não tem nada a ver com gestão de riscos e vilipendia qualquer noção básica de economia e finanças. Gerir riscos é justamente imaginar o que aconteceria em cenários diversos do esperado. Por isso existem testes de stress. Digo mais: é justamente porque há volatilidade que se faz hedge. Sem volatilidade, de que servem os derivativos? Só se fossem para especulação e, ainda assim, apenas se especularia por existir volatilidade.
81. A verdade é que o Diretor Financeiro, se tivesse observado sua Política Financeira e os seus principais parâmetros, não teria motivos para argumentar que não estava preparado para antever a crise da dimensão da que eclodiu em 2008.
82. Quanto ao argumento de que, com relação às alçadas, não era solicitada autorização ao Comitê Financeiro para a realização das operações perpetradas, porque, na prática, bastava a autorização do Presidente do CA, tenho a impressão que esse é mais um argumento de acusação do que de defesa, pois com ele o acusado assume descumprimento da Política Financeira. E ainda que, por absurdo, se considere válido tal argumento – em prol da alegada agilidade nos procedimentos operacionais – o fato é que essa dispensa da autorização do Comitê Financeiro não elimina a responsabilidade do Diretor Financeiro pelas operações em desacordo com a Política Financeira.
83. O mesmo pode-se dizer com relação aos argumentos de que (i) as operações foram contabilizadas e seus valores foram contemplados nas informações divulgadas pela Sadia; (ii) as alçadas estavam, supostamente, sendo cumpridas, com a anuência do Presidente do CA, que detinha a senha do tipo master para tal fim; e (iii) todos os membros do CA estavam plenamente cientes das operações realizadas, incluindo seus auditores externos. Nada disso afeta a responsabilidade do Diretor Financeiro, tendo em vista que foi ele e a sua equipe que realizaram as operações ora analisadas, fora dos parâmetros da Política Financeira.
84. Por fim, quanto à alegada conduta do acusado para, diligentemente, reverter as operações, reconheço que a defesa apresentou uma versão bastante verossímil do ocorrido. As chamadas de margens envolviam valores cada vez mais vultosos e, em determinado momento, foi preciso alertar o Presidente do CA sobre essas ocorrências (isso teria ocorrido na manhã de 12/09/08). A partir daí, o Comitê Financeiro foi reunido para decidir qual seria o próximo passo, para mitigar os prejuízos com as operações que estavam "em aberto". De acordo com a defesa, o Diretor Financeiro propôs que continuassem a realizar as reversões, o que, posteriormente, verificou-se que seria a medida mais adequada, que acabaria por diminuir de maneira relevante os prejuízos sofridos. Porém, a decisão tomada teria sido em sentido contrário, razão pela qual os prejuízos foram, ao final, agravados. Isso tudo demonstraria, de qualquer forma, que o Diretor Financeiro foi diligente, no exercício do seu cargo.

85. Ainda que essa versão dos fatos seja plausível, o próprio Diretor Financeiro reconhece que essa decisão, de manter ou reverter as posições, reveste-se do "business judgement rule", razão pela qual a CVM não poderia manifestar-se sobre o seu mérito. Concorde com esse argumento, como disse anteriormente. O que não concordo, contudo, que esses acontecimentos, relativos a fatos mais próximos da eclosão da crise internacional, demonstrem a diligência do Diretor Financeiro. O que demonstraria a sua diligência seria a utilização correta dos instrumentos de hedge, que servem justamente para criar uma proteção para companhia sobre eventos incertos. Isso pode soar óbvio. Porém, em situações com essa, nota-se que essa importante faceta dos derivativos, de realização de hedge para a companhia, é por vezes negligenciada por aqueles que mais precisam de proteção. Volto a afirmar que não estou avaliando a propriedade da realização de tais operações, mas somente sua adequação às políticas de risco estabelecidas pela própria companhia.
86. A conduta do Diretor Financeiro é, portanto, reprovável, pois ele deveria ser o primeiro a seguir estritamente a Política Financeira. E nenhuma das suas justificativas, como visto, é capaz de explicar a incrível extrapolação ao limite de 20% do patrimônio líquido da Sadia, estabelecido como a perda máxima esperada para as operações que foram realizadas sob seu comando.

III. CONCLUSÕES E PENALIDADES

87. Conforme exposto acima, procurou-se distinguir a conduta dos conselheiros de acordo com a sua participação, ou não, nos Comitês Financeiro e de Auditoria. Além disso, alguns conselheiros suscitaram, em suas defesas, as datas em que tomaram posse ou foram destituídos dos cargos que ocupavam na Sadia. Isso é um ponto relevante para a apuração das responsabilidades pelo ocorrido, de forma que analisarei cada uma das situações verificadas.
88. Com efeito, as alterações no quadro de conselheiros da Sadia ocorreram no mês de abril de 2008. Nas defesas dos conselheiros que se desligaram da companhia antes dessa data, quais sejam, Alcides Tápias e Marcelo Fontana, argüi-se que as operações com derivativos "2x1" tomaram relevância a partir dos meses de maio e, principalmente, junho de 2008, quando ocorreram os maiores desenquadramentos. Nesse período, tais conselheiros não mais faziam parte do CA. Embora esse argumento não enfrente a questão principal, atinente às falhas nos controles internos da Sadia, entendo que não há, nos autos, elementos que permitam a responsabilização de Alcides Tápias e Marcelo Fontana, notadamente porque não há uma descrição detalhada, na acusação, das épocas em que as operações "2x1" passaram a tomar as proporções que culminaram o que aqui se chamou de descumprimento cabal da Política Financeira da Sadia. Voto, dessa maneira, pela absolvição de Alcides Tápias e Marcelo Fontana.
89. Já com relação àqueles que assumiram o CA após abril de 2008, quais sejam, Cássio Casseb e Roberto Faldini, argüi-se que não haveria tempo hábil para que tivessem tomado eventuais providências necessárias, a fim de evitar os prejuízos apurados com as operações financeiras poucos meses depois, em setembro de 2008. Mais uma vez, na ausência de indicativos da atuação específica desses acusados, sou obrigado a considerar, na dúvida, que, de fato, não ocuparam suas funções de conselheiros por tempo razoável para que pudessem tomar as providências que se esperava de um administrador. Voto, portanto, pela absolvição de Cássio Casseb e Roberto Faldini.
90. Resta, assim, aplicar as penalidades pelo ocorrido aos demais membros do CA e, também, ao Diretor Financeiro, destacando, desde já, que estou levando em conta a primariedade de todos acusados, a gravidade das condutas apuradas, nos termos da Instrução CVM nº 131/90, bem como os termos específicos deste caso:
- i. Aos conselheiros da Sadia, Eduardo Fontana, Diva Furlan, Luiza Helena, Norberto Fatio e Vicente Falconi, que não faziam parte do Comitê Financeiro e de Auditoria, voto, com fundamento no artigo 11, inciso II, da Lei 6.385/76, pela aplicação de multa pecuniária individual no valor de R\$200.000,00, em razão do descumprimento do dever de diligência previsto no artigo 153 da Lei nº 6.404/76;
 - ii. Aos conselheiros da Sadia, Walter Fontana, Francisco Céspedes, Everaldo Nigro, José Comparato, que eram, também, membros do Comitê Financeiro ou do Comitê de Auditoria, voto, com fundamento no artigo 11, inciso II, da Lei 6.385/76, pela aplicação de multa pecuniária individual no valor de R\$400.000,00, em razão do descumprimento do dever de diligência previsto no artigo 153 da Lei nº 6.404/76;
 - iii. Ao ex-Diretor Financeiro da Sadia, Adriano Ferreira, voto, com fundamento no artigo 11, inciso IV, da Lei nº 6.385/76, pela aplicação de pena de inabilitação temporária de 3 anos para o exercício de cargo de administrador de companhia aberta, em razão do descumprimento do dever de diligência previsto no artigo 153 da Lei nº 6.404/76.

É como voto.

Rio de Janeiro, 14 de dezembro de 2010.

Alexsandro Broedel Lopes
Diretor-relator

Artigo 273 do Código de Processo Civil.

2 Parágrafo único do artigo 39 da Lei nº 9.307/96.

3 Parágrafo único do artigo 204 do Código tributário Nacional e parágrafo único do artigo 3º da Lei nº 6.830/80.

4 Processo Administrativo Sancionador nº 08/2001.

5 Informações obtidas do relatório da Sadia para as Demonstrações Financeiras Padronizadas (data base 31/12/08, p. 37).

6 LIMA, Iran Siqueira. LOPES, Alexandro Broedel. *Contabilidade e controle de operações com derivativos* São Paulo: Malheiros, 1999, p. 94.

7 Sobre essa definição, a própria companhia esclarece que "contratos futuros", naquele demonstrativo, significa as operações com derivativos parahedge, entre os quais inclui expressamente as modalidades de operações analisadas no presente processo.

*23. Gerenciamento de Riscos e Instrumentos Financeiros - continuação

a) Risco de taxas de câmbios e juros--continuação

A Companhia dentro de sua estratégia de hedge cambial utilizou contratos futuros de câmbio/Non deliverable forward, target forward opções, preponderantemente de dólar), como forma de mitigar os impactos das variações das taxas de câmbio sobre ativos e passivos reconhecidos e transações esperadas, nas rubricas do resultado financeiro e receita operacional bruta. A definição técnica destes contratos é sumarizada a seguir:

Non deliverable forward

Operações de balcão de venda e/ou compra de dólar com vencimento futuro, sem desembolso de caixa inicial, tendo como base um valor em dólar (notional) e uma taxa futura comprada ou vendida (strike). No vencimento da operação o resultado será a diferença entre a taxa contratada e a Ptax no vencimento, multiplicada pelo valor base (notional).

Target forward - Venda

Operações de balanço de venda de dólar com vencimentos futuros, sem desembolso de caixa inicial, com as seguintes condições: Caso a Ptax na data do vencimento (wing date) estiver abaixo do dólar contratado (strike), a Companhia receberá a diferença entre o dólar contratado e o Ptax, multiplicado pelo valor base original. Pode haver um limitador de ganho para a Companhia, quando a diferença entre a Ptax e o strike, ao longo dos vencimentos, atingir na média R\$0,50, cancelando os vencimentos subsequentes (hook out). Se o dólar estiver acima do strike, a Companhia pagará a diferença entre o dólar contratado e o Ptax, multiplicada pelo dobro do valor base.* (nota explicativa do balanço, p. 57 – grifou-se)

8 Demonstrações financeiras – data base 31/12/08 (fl. 07).

9 Demonstrações financeiras – data base 31/12/08 (R. 04).

11 *Parâmetros da decisão no caso Smith v. Van Dyke*, da Suprema Corte de Delaware, em 1979.

[illegible]

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº 18/08

Declaração de voto do Diretor Eli Loria na Sessão de Julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº 18/08 realizada no dia 14 de dezembro de 2010.

De início, acompanho o voto do diretor-relator no que tange às preliminares levantadas. Já o tema tratado neste processo administrativo sancionador, dever de diligência (art. 153¹ da Lei nº 6.404/76) esperado dos administradores de uma companhia aberta, foi objeto de análise em diversos processos no âmbito da CVM, com diversas orientações, dependendo do caso concreto e do convencimento do julgador.

Sabe-se que, pelo art.122 da lei societária, as funções privativas da Assembleia Geral são indelegáveis, exceto previsão legal, assim também as funções do Conselho Fiscal (art. 163, §7º²). Consoante o art. 139³ da lei societária, as funções do Conselho de Administração e da Diretoria também não podem ser delegadas e os órgãos criados pelo estatuto, por sua vez, somente podem ter funções técnicas ou de aconselhamento aos administradores, ao teor do art. 160⁴.

No caso em comento, os membros do comitê estatutário e do comitê não estatutário eram membros do conselho de administração, ainda que nem todos os membros do conselho de administração fossem membros de comitês consultivos. Por esta razão, a imputação para estes é de infração ao art. 153 da lei societária e para aqueles de infração ao mesmo artigo combinado com o art. 160 da mesma lei, sendo certo que os Comitês de Auditoria e outros mais, mesmo quando criados estatutariamente, não podem servir de proteção ou anteparo aos administradores que continuam responsáveis por suas atribuições legais que, como afirmei, são indelegáveis. De qualquer forma, o papel do conselheiro de administração não se confunde com o papel de um consultor em áreas específicas da administração de uma companhia.

Para os administradores, diversos deveres estão descritos na lei societária, destacando-se o dever de vigilância do art. 158, § 1º, do qual quero grifar o trecho que trata da responsabilidade do administrador quando negligenciar em descobrir os atos ilícitos de outros administradores, configurando erro passível de punição.

É evidente que a atuação colegiada do Conselho de Administração não representa a responsabilização objetiva de seus membros e um membro não pode ser responsabilizado por ato de terceiros, podendo ser imputado, entretanto, por ação ou omissão.

Como dito pelo diretor-relator, o referencial do administrador como bonus pater familias é claramente insuficiente e a profissionalização dos administradores das companhias é cada vez mais exigida, devendo o administrador possuir

competência profissional, o que está implícito no teor do art. 152⁶ da lei societária, não se admitindo a alegação de desconhecimento ou de inexperiência como justificativa para que o administrador não responda por seus atos. Assim, integram o dever de se informar a conferência, a investigação e a supervisão das fontes, sob pena de ter-se um atuar sem o cuidado e a diligência devidos.

Quanto à citação pelas defesas, dentre outros, do PAS CVM Nº 32/99, julgado em 05/12/01, do PAS CVM Nº RJ2002/2273, julgado em 02/10/03, e do PAS CVM Nº RJ2005/1443, julgado em 10/05/06, lembro que a CVM em seu Parecer de Orientação nº 35, de 01/09/08, que trata dos deveres fiduciários dos administradores nas operações de fusão, incorporação e incorporação de ações envolvendo a sociedade controladora e suas controladas ou sociedades sob controle comum, esclareceu que "a Lei nº 6.404, de 1976, estabeleceu os deveres fiduciários dos administradores de forma abstrata, fixando padrões gerais de conduta que precisam ser especificados diante de situações concretas."

Claro que o dever de vigilância não incide sobre atos singulares da diretoria mas sim abrange uma vigilância geral sobre a atuação da diretoria, sem prejudicar o andamento dos trabalhos rotineiros. No entanto, o administrador diligente poderá solicitar a apresentação de documentos e deverá solicitar informações à diretoria, em especial no caso em comento em que a supervisão da diretoria financeira competia ao Conselho de Administração.

Assim, o membro do conselho de administração pode ser responsabilizado por deixar de cumprir o dever legal de fiscalizar a gestão da diretoria e, como já esclareci em 12/12/07 no julgamento do PAS CVM Nº 08/2005. Concorde com o diretor-relator que o administrador tem o dever de se informar e não pode confiar de forma irrestrita nos relatórios que recebe e a omissão na busca de informações configura erro, caracterizando falta de diligência, sendo, portanto, passível de punição.

No caso concreto, entendo ter restado configurada a atuação omissiva por parte de seus membros, em especial de seu presidente e dos integrantes dos comitês de auditoria e de finanças, e, principalmente, uma atuação não diligente por parte do diretor financeiro, envolvendo operações contratadas não consentâneas com a política de investimento da companhia.

Dessa forma, concordo com as considerações do diretor-relator, no entanto, discordo da dosimetria das penas.

Assim, considerando que, nos termos da Instrução CVM nº 131/90⁷, a infração ao art. 153 da lei societária é infração grave e enseja a aplicação das penalidades previstas nos incisos III e VIII do artigo 11 da Lei nº 6.385/76, consoante seu §3º⁸, o fato de que as operações chamadas "STF 2 por 1" envolvendo a possibilidade de perdas ilimitadas tiveram início em meados de 2007, a estrutura de supervisão da diretoria financeira, a primariedade de todos os acusados⁹, a participação individual dos mesmos nos fatos narrados, o tempo no cargo e a atuação nos comitês financeiro e de auditoria, Voto no seguinte sentido:

1. Alcides Lopes Tápias, coordenador do Comitê Financeiro e membro do Comitê de Auditoria da Sadia, no período de abril de 2007 a abril de 2008, por descumprimento do art. 153, combinado com o art. 160, da Lei nº 6.404/76, inabilitação temporária por um ano para o exercício do cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, nos termos do art. 11, inciso IV, da Lei nº 6.385/76;
2. Adriano Lima Ferreira, Diretor Financeiro, por descumprimento ao art. 153 da Lei nº 6.404/76, inabilitação temporária por cinco anos para o exercício do cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, nos termos do art. 11, inciso IV, da Lei nº 6.385/76;
3. Walter Fontana Filho, Presidente do Conselho de Administração e membro do Comitê Financeiro, por descumprimento do art. 153, combinado com o art. 160, da Lei nº 6.404/76, inabilitação temporária por três anos para o exercício do cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, nos termos do art. 11, inciso IV, da Lei nº 6.385/76;
4. Cássio Casseb Lima, coordenador do Comitê Financeiro, no período iniciado em abril de 2008, por descumprimento do art. 153, combinado com o art. 160, da Lei nº 6.404/76, inabilitação temporária por um ano para o exercício do cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, nos termos do art. 11, inciso IV, da Lei nº 6.385/76;
5. Everaldo Nigro dos Santos, membro do Comitê Financeiro, por descumprimento do art. 153, combinado com o art. 160, da Lei nº 6.404/76, inabilitação temporária por dois anos para o exercício do cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, nos termos do art. 11, inciso IV, da Lei nº 6.385/76;
6. Marcelo Fontana membro do Comitê Financeiro, no período de abril de 2007 a abril de 2008, por descumprimento do art. 153, combinado com o art. 160, da Lei nº 6.404/76, inabilitação temporária por um ano

para o exercício do cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, nos termos do art. 11, inciso IV, da Lei nº 6.385/76;

7. Roberto Faldini, membro dos Comitês Financeiro e de Auditoria, no período iniciado em abril de 2008, por descumprimento do art. 153, combinado com o art. 160, da Lei nº 6.404/76, inabilitação temporária por um ano para o exercício do cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, nos termos do art. 11, inciso IV, da Lei nº 6.385/76;
8. Francisco Silvério Morales Céspedes, coordenador do Comitê de Auditoria, por descumprimento do art. 153, combinado com o art. 160, da Lei nº 6.404/76, inabilitação temporária por dois anos para o exercício do cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, nos termos do art. 11, inciso IV, da Lei nº 6.385/76;
9. José Marcos Konder Comparato, membro do Comitê de Auditoria, por descumprimento do art. 153, combinado com o art. 160, da Lei nº 6.404/76, inabilitação temporária por dois anos para o exercício do cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, nos termos do art. 11, inciso IV, da Lei nº 6.385/76;
10. Eduardo Fontana d'Ávila, Vice-Presidente do Conselho de Administração, por descumprimento do art. 153 da Lei nº 6.404/76, inabilitação temporária por um ano para o exercício do cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, nos termos do art. 11, inciso IV, da Lei nº 6.385/76;
11. Diva Helena Furlan, membro do Conselho de Administração, por descumprimento do art. 153 da Lei nº 6.404/76, inabilitação temporária por um ano para o exercício do cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, nos termos do art. 11, inciso IV, da Lei nº 6.385/76;
12. Luiza Helena Trajano Inácio Rodrigues, membro do Conselho de Administração, por descumprimento do art. 153 da Lei nº 6.404/76, inabilitação temporária por um ano para o exercício do cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, nos termos do art. 11, inciso IV, da lei nº 6.385/76;
13. Norberto Fatio, membro do Conselho de Administração, por descumprimento do art. 153 da Lei nº 6.404/76, inabilitação temporária por um ano para o exercício do cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, nos termos do art. 11, inciso IV, da Lei nº 6.385/76;
14. Vicente Falconi Campos, membro do Conselho de Administração, por descumprimento do art. 153 da Lei nº 6.404/76, inabilitação temporária por um ano para o exercício do cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, nos termos do art. 11, inciso IV, da Lei nº 6.385/76.

É como voto.

Rio de Janeiro, 14 de dezembro de 2010.

Eli Loria
DIRETOR

1"Art. 153. O administrador da companhia deve empregar, no exercício de suas funções, o cuidado e diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração dos seus próprios negócios."

2"§ 7º As atribuições e poderes conferidos pela lei ao conselho fiscal não podem ser outorgados a outro órgão da companhia."

3 "Art. 139. As atribuições e poderes conferidos por lei aos órgãos de administração não podem ser outorgados a outro órgão, criado por lei ou pelo estatuto."

4 "Art. 160. As normas desta Seção aplicam-se aos membros de quaisquer órgãos, criados pelo estatuto, com funções técnicas ou destinados a aconselhar os administradores."

5 "§ 1º O administrador não é responsável por atos ilícitos de outros administradores, salvo se com eles for conivente ~~negligenciar em descobri-los ou se, deles tendo conhecimento, deixar de agir para impedir a sua prática~~Exime-se de responsabilidade o administrador dissidente que faça consignar sua divergência em ata de reunião do órgão de administração ou, não sendo possível, dela dê ciência imediata e por escrito ao órgão da administração, no conselho fiscal, se em funcionamento, ou à assembleia-geral." (grifei).

6 "Art. 152 A assembleia-geral fixará o montante global ou individual da remuneração dos administradores, inclusive benefícios de qualquer natureza e verbas de representação, tendo em conta suas responsabilidades, o tempo dedicado às suas funções, sua competência e reputação profissional e o valor dos seus serviços no mercado"

7 "Art. 1º Considera-se infração grave: enossando a aplicação das penalidades previstas nos incisos III e VI do artigo 11 da Lei nº 6.385/76, além das hipóteses já previstas em atos normativos da CVM, o descumprimento dos artigos 117 e seus parágrafos, 153, 154 e seus §§ 1º e 2º, 155 e seus §§ 1º e 2º, 156 e seu § 1º, 165, 201, 202 e seu § 3º, 205 e seu § 3º, 245, 254 e seus §§ 1º e 2º, 255 e seus §§ 1º e 2º e artigo 273 da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976."

8 "§ 3º Ressalvado o disposto no parágrafo anterior, as penalidades previstas nos incisos III e VI do caput deste artigo somente serão aplicadas nos casos de infração grave, assim definidas em normas da Comissão de Valores Mobiliários." (Redação dada pela Lei nº 9.457/97).

9 Francisco Silvério Morales Céspedes adre a penalidade de Administração, em base de recurso ao CFSF, no âmbito do TAREL2006/05026, julgado em 17/04/07.

Declaração de voto do Diretor Marcos Barbosa Pinto na Sessão de Julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº 18/08 realizada no dia 14 de dezembro de 2010.

Acompanho o voto do Diretor Alessandro Lopes nos seus fundamentos e conclusões. Ao contrário do diretor Eli Loria, entendo que as penalidades propostas pelo relator são proporcionais à gravidade da infração e adequada às circunstâncias do caso concreto.

Embora as operações em questão tenham causado prejuízos elevadíssimos, é preciso que se considere que esses prejuízos não foram causados voluntariamente nem decorreram, exclusivamente, da conduta dos acusados.

Além disso, não se pode esquecer que os acusados não obtiveram quaisquer benefícios com as operações em questão. Muito pelo contrário: todos sofreram na pele, ou no bolso, de uma forma, ou de outra, as consequências de suas condutas.

Por esses motivos, entendo que nosso poder punitivo deve ser exercido com a devida moderação, conforme propôs o diretor-relator, cujo voto acompanho inteiramente.

Marcos Barbosa Pinto

DIRETOR

Manifestação de voto do Diretor Otavio Yazbek na Sessão de Julgamento do PAS CVM Nº 18/08 realizada no dia 14 de dezembro de 2010.

Senhora Presidente,

Embora eu creia que não se pode tratar nenhum caso real, de início, como paradigmático, o que nivelaria situações distintas em razão de interpretações, gostaria de tecer algumas considerações, de natureza mais genérica, acerca de pontos que me parecem importantes. De um modo geral, esses pontos estão relacionados ao fato de que o presente caso evidencia, a meu ver, que o advento de novas estratégias financeiras e o surgimento de novas operações não foram acompanhados de mudanças nas estruturas de governança das empresas, nos mecanismos pelos quais as empresas são geridas e a sua gestão é controlada.

Na verdade, muitas vezes os aprimoramentos, o discurso sobre "governança" ou os mecanismos de controles internos nem mesmo são criados para responder a essa nova realidade financeira, a esse novo mundo em que as empresas atuam, mas muito mais em resposta a tendências, quase como um reflexo condicionado. E entre não adotar as soluções adequadas ou adotá-las apenas por mimetismo, sem atenção às reais necessidades da empresa e meramente a partir de uma receita pronta, a distância parece-me pequena.

O primeiro dos pontos sintomáticos, no presente caso, está relacionado às dificuldades para a observância dos limites nas operações com derivativos realizadas. Mas a questão a ser formulada vai um pouco além – talvez não se deva falar apenas em problemas na observância dos limites, mas também na questão da forma de definição desses limites. Muitas vezes, em operações peculiares, como é o caso dos target forwards, que geram exposições sucessivas e sujeitas, ao menos no presente caso, a multiplicadores, naquela assimetria descrita pelo Diretor Relator em seu voto, ou em estratégias operacionais, abrem-se espaços para interpretações, colocando-se em cheque modelos mais tradicionais de estabelecimento de limites operacionais e criando-se um campo de incerteza justamente onde esta não deveria haver, ou seja, na implementação dos mecanismos de controle. Acho que é eloquente, no presente caso, a minuciosa descrição das insuficiências do sistema risk control para lidar com as operações realizadas.

Será que, quando uma empresa opta por seguir uma política financeira mais elaborada, fazendo uso de derivativos, o mero estabelecimento de limites ou a adoção de outras regras formais se mostra suficiente? Indo além, será que, ante esse quadro e ante a casuística já existente, a relação de confiança que, muitas vezes, se sustenta ser a base do relacionamento entre executivos e conselheiros, não passa por nenhuma mudança? Relação de confiança essa que, aliás, é relativa e não elide o dever de supervisionar, vale esclarecer, uma vez que se trata de aspecto bastante importante neste caso.

De qualquer maneira, esse tipo de problema me leva ao segundo ponto que é a transformação pela qual o próprio standard de diligência, em especial no âmbito do Conselho de Administração, passou nos últimos decênios. No passado, ante demandas mais singelas, muito do conteúdo do dever de diligência estava relacionado ao dever de fiscalização direta dos conselheiros. Reconhecendo-se que essa fiscalização direta não era possível, mesmo por causa da natureza das atividades do conselho, se passou a reconhecer que o conselheiro deve se movimentar, deve buscar ativamente informações, apenas se houver algum "sinal de alerta", uma red flag, como se costuma dizer. Quando as atividades das empresas ganham complexidade, quando, ao lado das atividades operacionais, ganha espaço uma dimensão financeira, não tão secundária como ela era antes, mas importante e cheia de novos riscos, se tende a reconhecer que mesmo isso pode ser pouco.

Começa, aí, uma progressiva e natural evolução daquele standard de zelo e diligência: se os conselheiros não podem fiscalizar diretamente, se muitas vezes lhes falta habilidade técnica, que se criem mecanismos que lhes permitam, de maneira mediada, apreender essa realidade e deliberar, ao cabo, de maneira informada. É aí que entram comitês consultivos e uma série de outros mecanismos, regras e procedimentos, usualmente caracterizados sob a rubrica

"controles internos". O surgimento desse novo quadro nas companhias traz alguns subprodutos que me parecem merecedores de destaque.

O primeiro deles diz respeito ao conteúdo do dever de diligência. Não é razoável que se presuma que conselheiros que não raro nem tem expertise financeira sequer reconheçam, em alguns casos, red flags que, para especialistas, seriam evidentes. Mas esses conselheiros devem, por outro lado, preocupar-se com a adequação dos controles internos, com a capacidade que estes têm de impedir determinadas situações ou de gerar sinais de alerta. Vale dizer, diligência é, também, zelar pela estruturação dos controles internos, daqueles mecanismos com que se lidará com a complexidade do ambiente em que a companhia atua. E isso, a bem da verdade, não é invencionice: trata-se tão somente de leitura dos deveres de "bem administrar" e de "vigiar", que sempre estiveram no núcleo do mais amplo dever de diligência. É a mesma diligência, mas aplicada a uma situação mais complexa.

O segundo subproduto dessa nova realidade reside na questão da responsabilização dos conselheiros. Naturalmente, como se costuma destacar e como foi apontado pelo Diretor Eli Loria em seu voto, a mera criação de comitês consultivos, em si, não exime os administradores de sua responsabilidade. Mas os casos devem ser julgados tendo em vista as condições concretas e acredito que a constituição de mecanismos adequados de controle pode, quando devidamente comprovada, demonstrar que as obrigações cabíveis foram cumpridas e até mesmo afastar a responsabilização dos conselheiros. Tudo depende do que se apurar no caso concreto, das condições materiais, das condutas identificadas. Caio, aqui, em constatação óbvia: o órgão pode ser colegiado, mas isso não significa que as responsabilidades, quando existentes, não devam ser individualizadas, havendo elementos que justifiquem as diferenciações. Aponto que é justamente essa necessária individualização que o voto do Diretor Relator procurou fazer, após identificar a responsabilidade geral do Conselho de Administração no presente caso.

O terceiro subproduto dessa realidade, e esse é um ponto que me parece particularmente importante, é que, com o reconhecimento cada vez maior dessa dimensão do dever de diligência, há um risco de que se passe a julgar a opção por soluções organizacionais que, desde um ponto de vista jurídico, seriam todas possíveis. Em outras palavras, a seguir essa linha, o julgador poderia pretender assumir a posição que era do administrador e, a posteriori e de maneira espúria, decidir o que teria sido melhor para a companhia. O Dr. Nelson Eizirik explorou bem este ponto em sua sustentação.

É um risco a se evitar a todo custo e, para mim, o voto apresentado pelo Relator no presente processo lida de maneira bastante adequada com essa situação: o problema não está nas decisões negociais, sujeitas ao business judgment rule, tantas vezes prestigiado pela autarquia, tampouco na organização da gestão da companhia em sentido mais amplo, mas sim no fato de que os administradores deixaram de lado, sem maiores salvaguardas, obrigações que, no caso, claramente lhes incumbiam. Não há como deixar de reconhecer, dentre tantos fatos apontados nos autos, que o Diretor Financeiro reportava-se desde 2005 ao Conselho de Administração – e isso em razão justamente da importância de suas atividades! Da mesma maneira, não podemos deixar de considerar o fato de que todos os mecanismos de controle desaguavam no próprio Diretor Financeiro. Há, sim, por tudo o que se descreve no voto do Diretor Relator, efetivo descumprimento de deveres legais e estatutários. Naturalmente que tal fato deve ser sopesado, no caso dos conselheiros, com as condutas do Diretor Financeiro, mas responsabilidade há.

É por estes motivos, com base nesses fundamentos, senhora Presidente, que acompanho o voto do Diretor Relator. Acompanho também as considerações do Diretor Marcos Pinto sobre os critérios para a dosimetria da pena.

Otávio Yazbek
Diretor

Declaração de voto da presidente da CVM, Maria Helena dos Santos Fernandes de Santana, na Sessão de Julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº 18/08 realizada no dia 14 de dezembro de 2010.

Eu também acompanho o voto do Diretor-Relator e o comentário dos colegas sobre a proporcionalidade das penalidades impostas e, assim, proclamo o resultado do julgamento, com a imposição de penalidades e as absolvições, nos termos do voto do Diretor-Relator.

Informo que poderá ser interposto recurso ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional das penalidades impostas e que a CVM interporá recurso de Ofício das absolvições ao mesmo Conselho.

Maria Helena dos Santos Fernandes de Santana
PRESIDENTE