



**PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº 08/05**

**Manifestação de Voto do Diretor Marcos Barbosa Pinto**

**1. Introdução**

Concordo, em linhas gerais, com o voto do relator e gostaria de reforçar suas considerações acerca dos seguintes aspectos deste caso: laudo de avaliação do patrimônio a preços de mercado (item 2 abaixo); dever de diligência dos administradores nas avaliações (item 3 abaixo); e aplicação retroativa de nova interpretação (item 4 abaixo)

Apenas discordo do relator no que tange à penalidade aplicada, que me parece excessiva. Acredito que os controladores e administradores da Triken devam ser advertidos e não multados, pois estou convencido de que incorreram em erro de proibição (item 5 abaixo).

**2. Laudo de Avaliação**

A acusação aponta três falhas no laudo a preços de mercado que subsidiou a incorporação da Triken pela Brasken: (i) o laudo contemplou somente estoques e imobilizado, silenciando a respeito das demais rubricas contábeis; (ii) o laudo não avaliou os ativos intangíveis da empresa; e (iii) o laudo não avaliou corretamente os créditos fiscais de Brasken e Triken.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> Embora os trabalhos da comissão de inquérito tenham se concentrado na questão dos intangíveis e dos créditos fiscais, a omissão genérica descrita no item (i) do texto acima foi apontada logo na origem do presente processo, como demonstra o seguinte trecho do pedido de abertura de inquérito: "Não nos parece plausível também que para fins de relação de substituição avaliemos-se tão-só estoques e imobilizado tangível, com fulcro no art. 264 da LSA" (fls. 259). E foi repetida no relatório final da comissão de inquérito, também de forma expressa: "Nesta avaliação, porém, foram contemplados tão-somente estoques e imobilizado, silenciando os laudos quanto às outras rubricas contábeis" (fls. 830).



Antes de analisar estas falhas, precisamos determinar qual metodologia deve ser empregada na avaliação prevista no art. 264 da Lei nº 6.404/76. Esta tarefa é um pouco complicada, pois uma avaliação a preços de mercado pode ser realizada de pelo menos duas formas distintas: pelo método do *custo de reposição*, estimando quanto se gastaria para substituir todos os bens e direitos da empresa; ou pelo método do *valor de realização*, estimando quanto a companhia arrecadaria alienando todos os seus bens e direitos.

A avaliação por custo de reposição é normalmente utilizada pelo potencial adquirente de uma empresa. Por meio desta metodologia, o adquirente é capaz de determinar se o preço proposto para o negócio é superior ao custo de organizar uma empresa similar. Em caso afirmativo, a aquisição da empresa tende a ser desvantajosa, já que, pelo menos em tese, o comprador poderia montar um negócio paralelo a um custo mais baixo.<sup>2</sup>

Já o valor de realização é normalmente empregado pelos próprios acionistas da empresa avaliada. Por meio desta metodologia, os acionistas podem determinar se é melhor liquidar o negócio ou prosseguir em sua exploração. Se o valor de realização do patrimônio for maior que o valor presente do fluxo de caixa esperado da empresa, a liquidação é certamente a melhor alternativa do ponto de vista puramente financeiro.<sup>3</sup>

Na minha opinião, corroborada pela doutrina, a avaliação do art. 264 procura estabelecer o valor de realização do patrimônio da companhia.<sup>4</sup> De posse dessa avaliação,

<sup>2</sup> Reed, S. & Lajoux, A. *The Art of M&A*. New York: 1999, p. 92. É claro que esse raciocínio só é perfeitamente válido quando a empresa adquirida opera em um mercado no qual a concorrência é perfeita, *i.e* em que nenhum competidor consegue determinar, sozinho, a quantidade vendida ou o preço cobrado. Além disso, esse raciocínio desconsidera eventuais ganhos de escala e sinergias que podem ser obtidos com a aquisição. Devido a essas limitações e também a dificuldades de ordem prática, a metodologia do custo de reposição raramente é utilizada na prática.

<sup>3</sup> Justamente por isso, o valor econômico de uma empresa operacional rentável tende a ser maior do que seu valor de liquidação. Damodaran, A. *Valuation – Security Analysis for Investment and Corporate Finance*. Noboken, NJ: 2006, p. 11.

<sup>4</sup> É certo que o art. 183, §1º, (a), da Lei nº 6.404/76 menciona que as matérias primas e bens do almoxarifado devem ser avaliados pelo custo de reposição. Todavia, o art. 183, §1º diz respeito somente a hipóteses em que, mesmo na contabilidade tradicional, os bens podem ser avaliados a valor de mercado, quando este é inferior ao custo de aquisição. Além disso, ao contrário do art. 256, que também prevê uma avaliação a preço de



os acionistas minoritários têm condições de saber se a incorporação da companhia é, no mínimo, mais vantajosa do que a liquidação e, em caso negativo, exercer o reembolso pelo valor de realização estimado no laudo, nos casos em que o recesso é admitido.

Não desconheço – porque a defesa diligentemente fez chegar ao meu conhecimento – que os autores do anteprojeto da lei das sociedades anônimas não compartilhavam dessa visão. Segundo eles, a avaliação do art. 264 foi pensada para corrigir um problema diferente, a saber, o impacto da inflação sobre as demonstrações financeiras das companhias. Todavia, não acho que a opinião dos autores do anteprojeto seja decisiva, seja porque ela não foi expressamente acatada pelo dispositivo, seja porque a realidade econômica do país mudou muito desde então, sobretudo após a estabilização econômica. Segundo o art. 5º da Lei de Introdução ao Código Civil, a lei deve ser sempre interpretada de acordo com os fins sociais a que se destina, os quais devem ser investigados e determinados, com base no texto legal, à luz da realidade econômica atual. Obviamente, isto não é fácil quando estamos interpretando um dispositivo obsoleto como o art. 264 da Lei nº 6.404/76. Mas não tenho dúvida de que, se esse artigo ainda tem alguma função a cumprir, essa função é estimar o valor de realização do patrimônio da companhia para que os acionistas possam, pelo menos, saber se não era mais vantajoso liquidá-la e para que eles possam obter, em caso de recesso, a parcela do acervo social que lhes cumpriria em caso de liquidação.

Assentada esta premissa, podemos passar às falhas apontadas na avaliação da Brasken e da Triken. A primeira falha me parece procedente. Quando se procura determinar o valor de realização do ativo de uma companhia, todos os seus bens e direitos devem ser avaliados, independentemente de sua natureza; e o laudo de avaliação de Brasken e Triken se restringiu a avaliar os estoques e o imobilizado pelo valor de mercado, sem ajustar, por exemplo, o valor das participações em coligadas e controladas.

---

mercado, o art. 264 não faz referência ao art. 183, §1º. Por fim, vale lembrar que mesmo o art. 183, §1º utiliza o critério do valor de realização para a maioria dos ativos da empresa, como estoques e investimentos.



O laudo é absolutamente claro nesse sentido, como demonstram os seguintes trechos: “PriceWaterhouseCoopers Auditores Independentes (...) [foi] nomeada perita pela Triken S.A. para proceder à avaliação de seu patrimônio líquido contábil em 31 de outubro de 2003, ajustado *pro forma* pelo resultado da valorização dos estoques a valores de realização e pela mais-valia do ativo imobilizado. (...) As empresas controladas e coligadas não foram objeto dessas avaliações para fins de ajustes *pro forma*”.<sup>5</sup>

Segundo a defesa, o “motivo pelo qual somente esses dois elementos patrimoniais foram ajustados *pro forma* pela mais valia é que os demais já estavam apresentados nos balanços patrimoniais das companhias envolvidas, levantados na data-base, ao valor de realização, ou seja, equiparados a mercado”.<sup>6</sup> Todavia, essa afirmação me parece implausível, já que a contabilidade é baseada em custos históricos e não em valores de mercado. Além disso – e este é o ponto principal – não entendo como um avaliador possa chegar a essa conclusão sem proceder a uma avaliação dos ativos em questão.

<sup>5</sup> Estes trechos do laudo podem ser encontrados nas folhas 29 e 32 dos autos. Afirmações semelhantes constam do laudos da Brasken, com uma diferença: no caso da Brasken, o avaliador se omitiu somente em relação as empresas controladas em conjunto (fls. 46 e 50). As justificativas apresentadas nos memoriais da defesa para essas omissões não me parecem convincentes, conforme análise sucinta a seguir: (i) A defesa argumenta que as controladas da Triken “ou não apresentavam elementos patrimoniais de estoque e ativo imobilizado ou (...) a respectiva diferença entre o valor de mercado e o valor contábil tendia a não ser material nas circunstâncias”. Contudo, as participações societárias da Triken estavam registradas na contabilidade por aproximadamente R\$264 milhões quando a avaliação foi realizada. Além disso, não vejo como o avaliador poderia saber que o valor de mercado dos ativos das controladas era próximo ao valor contábil sem realizar uma avaliação do patrimônio das controladas. (ii) Quanto às participações em coligadas, a defesa afirma que “[e]m função das características da coligação, a administração concluiu pela impossibilidade de se levar a efeito em tais empresas procedimentos de apuração da mais valia do seu ativo imobilizado e dos estoques”. Porém, a defesa não esclarece o que impedia a administração de solicitar autorização de sua coligada para realizar essa avaliação, nem justifica porque um procedimento alternativo não foi utilizado, como uma avaliação do possível valor de alienação dessa participação societária. Para um exemplo deste último procedimento, veja-se o laudo juntado pela defesa a fls. 1089, 1095 e 1096. (iii) Explicação similar é oferecida para a omissão do laudo em relação às empresas controladas pela Brasken em conjunto com terceiros: “[s]uas controladas em conjunto (...) não foram avaliadas, pois nessas sociedades a Brasken não tinha efetivamente a gestão da companhia”. Mais uma vez, a defesa não explica porque a Brasken não utilizou seu poder de controle, ainda que compartilhado, para realizar a avaliação, nem justifica porque um procedimento alternativo de avaliação não foi utilizado. Ressalto que, em conjunto, as participações da Brasken em controladas estavam registradas em sua contabilidade por cerca de R\$4,4 bilhões.

<sup>6</sup> Transcrição do depoimento de Bernardo Afonso de Almeida Gradin (fls. 320).



A defesa afirma que essa avaliação foi realizada, mas não comprova a afirmação. Noto, a propósito, que as manifestações do avaliador juntadas aos autos não desmentem o que o laudo deixava bastante claro: somente ativos imobilizados e estoques foram avaliados.<sup>7</sup>

A segunda imputação também me parece procedente. O laudo de Brasken e Triken também não avaliou os ativos intangíveis das empresas, como marcas e patentes. Contrariamente ao que afirma a defesa, estes ativos intangíveis estavam contabilizados no balanço das companhias, mas pelo custo histórico, que normalmente é muito inferior ao seu valor de realização.<sup>8</sup>

Registre-se, todavia, que o laudo procedeu corretamente quando deixou de computar o aviamento ou *goodwill* das empresas. Segundo a definição jurídica clássica, o aviamento ou *goodwill* é justamente o valor adicional que resulta da exploração organizada da atividade empresarial. Quando a atividade empresarial cessa e o patrimônio da empresa é realizado, o aviamento ou *goodwill* deixa de existir. Logo, ele não tem nenhum valor de realização.<sup>9</sup>

<sup>7</sup> Em carta enviada aos administradores da companhia em 6 de fevereiro deste ano, o avaliador repete o texto inicial do laudo, limitando-se a acrescentar que, na sua opinião, os procedimentos empregados representam um dos critérios de avaliação passíveis de serem adotados na fixação da relação de troca em uma incorporação de controladas (fls. 1037 a 1040).

<sup>8</sup> Juntamente com seus memoriais, a defesa entregou-me cópia de uma carta enviada pelo avaliador aos administradores das companhias, datada de 5 de dezembro de 2007. Contudo, esta carta não dá aos acusados, nem de longe, o conforto que nela buscaram. Embora a carta afirme que as marcas e patentes estavam incluídas no escopo do laudo, ela também diz a avaliação destas foi de "natureza contábil". No parágrafo seguinte, o avaliador afirma que constatou que as marcas e patentes estavam registradas no balanço pelo custo histórico, mas que o seu trabalho foi "conduzido na extensão e de acordo com os procedimentos descritos nos referidos laudos", que não incluíam a avaliação de quaisquer ativos imobilizados, tarefa esta delegada a um outro avaliador. Ainda neste parágrafo, o avaliador faz mais duas ressalvas: de que não teve conhecimento de "nenhum fato ou informação da administração das companhias que ensejasse a atribuição de qualquer outro valor às referidas marcas e patentes" e de que "não faz parte das práticas contábeis adotadas no Brasil a atribuição de prováveis valores de mercado a serem obtidos pelas referidas marcas e patentes em eventual negociação destas com terceiros". Portanto, o avaliador repassou a responsabilidade para a companhia e restringiu sua análise a princípios e práticas contábeis, que não se aplicam na avaliação a preços de mercado.

<sup>9</sup> Entender o contrário implicaria transformar o laudo previsto no art. 264 em uma estimativa do valor econômico ou do valor de mercado da empresa, pois a forma mais aceita de se determinar o valor do aviamento ou *goodwill* consiste justamente em calcular o valor econômico ou o valor de mercado e subtrair dele o valor patrimonial.



A terceira imputação também me parece procedente. O laudo encomendado pela administração das companhias também não buscou determinar o preço de mercado dos créditos fiscais de Brasken e Triken. No caso da Brasken, o crédito foi tomado pelo seu valor integral, sem qualquer esforço adicional de avaliação. No caso da Triken, o crédito foi simplesmente ignorado.

Caso o avaliador houvesse se debruçado sobre estes ativos, é possível que ele tivesse chegado à conclusão de que o crédito da Brasken devia mesmo ser computado por seu valor integral, enquanto o crédito da Triken não tinha valor algum. Embora tal conclusão me pareça um tanto quanto improvável – as liminares em vigor permitiam que ambos créditos fossem imediatamente aproveitados, mesmo antes do trânsito em julgado das decisões – ela não pode ser excluída de plano.<sup>10</sup>

Ocorre que o avaliador não empreendeu qualquer esforço nesse sentido, ou seja, ele não procurou determinar o valor de mercado dos créditos, seja da Brasken, seja da Triken. Tampouco apresentou qualquer justificativa para sua decisão. Ele simplesmente se omitiu: aceitou o valor que constava da contabilidade da Brasken sem quaisquer ajustes e ignorou o crédito fiscal de igual natureza que a Triken possuía.

A defesa argumenta que o crédito de Triken não foi computado porque, segundo os princípios e regras contábeis em vigor, ele não deveria constar do balanço patrimonial da empresa. Contudo, este argumento não elimina a falha cometida. Numa avaliação do patrimônio a preços de mercado, mesmo os bens e direitos que não constem do balanço patrimonial devem ser computados, pois a ausência de registro contábil não impede sua realização.

Como o laudo previsto no art. 264 busca determinar o valor de realização do patrimônio da companhia, o fato de um bem ou direito estar ou não registrado no balanço não é um fator determinante. Se um determinado bem existe e pertence à companhia, ele

<sup>10</sup> Se procedermos como sugere a defesa, ou seja, se nos colocarmos na posição dos acusados à época, concluiremos que não havia razão plausível para tratar os créditos de maneira diferente, já que ambos podiam ser compensados imediatamente – como de fato o foram – e a jurisprudência do Supremo Tribunal Federal indicava, de maneira inequívoca, que as companhias tinham direito ao crédito.



pode ser alienado ou de outra forma convertido em dinheiro. Logo, na avaliação prevista no art. 264, todos os bens e direitos da companhia devem ser identificados e avaliados, inclusive os créditos fiscais.

Concluo, portanto, que o laudo em questão apresenta pelo menos três omissões significativas, com evidente prejuízo informacional para os acionistas. Como se viu acima – e como demonstram nossos precedentes<sup>11</sup> – uma das principais funções do laudo de avaliação previsto no art. 264 é informar os acionistas. Como um laudo omissivo não atende a essa finalidade, resta caracterizada a infração a este dispositivo legal.

### 3. Dever de Diligência

O art. 153 da Lei nº 6.404/76 obriga os administradores de sociedades anônimas a exercer suas funções com o mesmo cuidado “que um homem ativo e probo costuma empregar na administração de seus próprios negócios”. Por estabelecer um padrão de conduta um tanto vago, este artigo precisa ser interpretado e aplicado conforme as circunstâncias do caso concreto.

Em circunstâncias normais, não cabe à CVM reexaminar a fundo as decisões negociais do administrador para verificar se ele foi ou não diligente. Essa conclusão é normalmente justificada por três razões: (i) o administrador está em melhor posição para decidir em prol do interesse da companhia do que a CVM;<sup>12</sup> (ii) o reexame de decisões negociais pela CVM pode desencorajar a assunção de riscos inerentes à atividade empresarial e levar a uma burocratização desnecessária do processo decisório;<sup>13</sup> e (iii) os acionistas e o mercado de trabalho já policiam a conduta dos administradores,

<sup>11</sup> E.g. Proc. nº RJ2007/11573, julgado em 04 de outubro de 2007; Proc. nº RJ2006/3160, julgado em 18 de maio de 2006; Proc. nº RJ2001/9986, julgado em 5 de novembro de 2001.

<sup>12</sup> Neste sentido, o voto do Diretor Pedro Marcilio no PAS CVM RJ2005/1443, julgado em 10 de maio de 2006.

<sup>13</sup> Este raciocínio é subjacente ao voto do Diretor Luis Antonio de Sampaio Campos no IA CVM TA-2002/1173, julgado em 2 de outubro de 2003.



recompensando os diligentes e punindo os negligentes.<sup>14</sup>

Por tudo isso, o art. 158 da lei exime o administrador de responsabilidade por “ato regular de gestão” e o colegiado da CVM, seguindo a *business judgement rule* norte-americana, evita o reexame das decisões negociais da administração.<sup>15</sup>

Todavia, existem situações que recomendam uma supervisão mais rigorosa por parte da CVM. É o que ocorre nas incorporações de controladas, pois elas afetam diretamente os interesses do acionista que elegeu a maioria dos administradores e que pode demiti-los a qualquer tempo. Em tais operações, existem boas razões para afastar a *business judgement rule* e examinar mais a fundo as decisões da administração, como indica a jurisprudência norte-americana sobre o assunto.<sup>16</sup>

Entre as razões que justificam um reexame mais rigoroso nas incorporações de controladas, as seguintes me parecem particularmente relevantes: (i) a vantagem comparativa dos administradores para tomar decisões em prol do interesse social é menor quando sua independência está comprometida; (ii) a supervisão dos acionistas sobre os administradores normalmente não funciona quando o controlador tem interesse econômico direto na operação;<sup>17</sup> (iii) em um país em que a maioria das empresas tem acionistas majoritários, o mercado de trabalho não incentiva os administradores a adotar uma postura

<sup>14</sup> Easterbrook, F. & Fischel, D. *The Economic Structure of Corporate Law*. Cambridge: 1996, p. 94-8.

<sup>15</sup> Sobre a *business judgement rule* no direito norte-americano, Gevurtz, F. *Corporation Law*. St. Paul, Minn: 2000, p. 278-301. No PAS CVM RJ2005/1443, já citado acima, o Diretor Pedro Marcilio recomenda a adoção da *business judgement rule* e cita diversos casos em que a CVM se recusou a reexaminar a decisão negocial do administrador.

<sup>16</sup> E.g. *Weinberger v. UOP, Inc.*, 457 A.2d 701 (Del. Supr. 1983). Mesmo fora do contexto das incorporações de controladas, a doutrina norte-americana é unânime em afirmar que a *business judgement rule* não se aplica quando a independência do administrador está em xeque. E.g. Eisenberg, M. *Corporations and Other Business Organizations*. New York: 2005, p. 542.

<sup>17</sup> Contra essa afirmação, um possível argumento pode ser levantado: ainda que o administrador esteja isolado das pressões do mercado acionário pela influência do controlador, o próprio controlador sente essas pressões, já que ele também depende do mercado para captar recursos para a sociedade. Porém, esta objeção esbarra em dois obstáculos importantes: (i) não é sempre que uma companhia precisa acessar o mercado de capitais para se desenvolver; e (ii) ganhos extraordinários obtidos pelo controlador em uma operação podem compensar perdas subsequentes, como pode ser o caso em uma incorporação de controladas. É por isso que mesmo os juristas americanos mais liberais entendem que a *business judgement rule* não deve ser aplicada em casos em que há conflito de interesses ou em que a independência das partes pode estar comprometida. Easterbrook, F. & Fischel, D., *op. cit.*, p. 103.



independente em relação aos interesses particulares do controlador; (iv) a possível burocratização do processo decisório da companhia é menos danosa quando estamos diante de operações esporádicas, como a incorporação de controladas; e (v) eventual aversão a risco dos administradores pode ser impedida pelos próprios controladores, que têm interesse direto nessas operações.

Por essas razões, o art. 154, §1º da Lei nº 6.404/76 proíbe os administradores de faltar a seus deveres para “defender os interesses dos que os elegeram” e o art. 245 obriga-os a zelar para que as operações entre controlador e controlada “observem condições estritamente comutativas, ou com pagamento compensatório adequado”. Obviamente, estes artigos exigem uma supervisão mais rigorosa da CVM sobre a conduta dos administradores nas incorporações de controladas.

Para dar cumprimento a esses dois dispositivos legais, a CVM deve analisar não só o procedimento adotado pelos administradores para assegurar sua independência na negociação da relação de troca da incorporação, mas também o mérito da decisão negocial tomada, de modo a verificar se ela observou condições comutativas e ensejou compensação adequada. Além disso – e aqui chego ao caso em exame – a CVM deve verificar se o administrador cumpriu os mandamentos legais com a devida diligência.

Neste particular, os administradores da Triken falharam. Como vimos, o laudo de avaliação por eles apresentado para cumprir o art. 264 é omissivo em pelo menos três aspectos. Na verdade, lendo o laudo com alguma atenção, fica-se na dúvida se ele configura realmente uma avaliação para os fins do art. 264 ou apenas uma reavaliação de itens selecionados do balanço. Em nenhum lugar o laudo declara que os procedimentos conduzidos pelo avaliador configuram uma avaliação a preços de mercado, muito menos afirma que os itens não ajustados tinham valor de mercado igual ao valor contábil.

A meu ver, a simples escolha de uma empresa de auditoria renomada para realizar a avaliação não exime os administradores de responsabilidade, sobretudo em uma operação



entre partes relacionadas.<sup>18</sup> Os administradores da Triken tinham o dever de fixar adequadamente o escopo do trabalho do avaliador, bem como de supervisionar e questionar sua execução, pois assim um homem ativo e probo procederia se a empresa envolvida na operação fosse sua.<sup>19</sup> E eles não cumpriram com este dever de forma adequada.

#### 4. Aplicação Retroativa

A defesa alega que a condenação dos acusados viola o art. 2º, parágrafo único, inciso XIII, da Lei nº 9.784/99, que veda a “aplicação retroativa de nova interpretação” em processos administrativos. Esta alegação deve ser analisada com bastante cuidado, pois o artigo citado é importantíssimo para garantir a segurança jurídica, valor fundamental no mercado de capitais.

A alegação da defesa está embasada em três fundamentos: (i) as normas contábeis da CVM restringem a contabilização de intangíveis e créditos fiscais; (ii) sempre houve controvérsia a respeito da avaliação a preços de mercado e a CVM não havia se manifestado a respeito; e (iii) a consideração de intangíveis na avaliação a preços de mercado só foi exigida pela Instrução CVM nº 436/06, editada após a operação.

O primeiro argumento da defesa já foi implicitamente analisado acima. Realmente, as normas contábeis da CVM deixam pouco espaço para a contabilização de intangíveis e créditos fiscais. Todavia, essas regras dizem respeito à contabilidade tradicional; nenhuma delas faz referência à avaliação a preços de mercado. E, como já vimos, as regras da contabilidade tradicional não se aplicam à avaliação prevista no art. 264, que pode incluir

<sup>18</sup> Obviamente, essa afirmação não significa que os administradores de uma companhia não possam se basear na opinião de especialistas externos. É claro que podem, como bem ressaltou o Diretor Luis Antonio de Sampaio Campos no IA CVM TA-2002/1173, citado acima. Mas a opinião de um especialista não é suficiente, por óbvio, para eximi-los completamente de responsabilidade, sobretudo em uma operação entre partes relacionadas. Ressalte-se, aliás, que a posição adotada neste voto não viola o citado precedente, que não envolvia *experts* externos à companhia nem laudos de avaliação.

<sup>19</sup> Uma outra obrigação dos administradores, não suscitada neste caso, mas de cabal importância, consiste em fornecer ao avaliador todas as informações necessárias para que ele execute seu trabalho de maneira completa e correta.



bens não-contabilizados ou atribuir-lhes valor distinto.

O segundo argumento exige que explicitemos um pouco melhor o conteúdo do art. 2º, parágrafo único, XIII, da Lei nº 9.784/99. A meu ver, este artigo não nos proíbe de punir condutas cuja licitude seja objeto de controvérsias doutrinárias ou dúvidas interpretativas; o que ele veda é a aplicação retroativa de “nova interpretação”. Para que este dispositivo tenha incidência, é preciso que uma interpretação já adotada pela CVM seja substituída por uma nova; e não é isso o que está ocorrendo neste caso, pois a CVM nunca havia se manifestado sobre este assunto.

Ressalto que este entendimento não é meramente literal nem formalista: ele é o único que garante a eficácia do sistema jurídico. Pela própria natureza do direito, inúmeros dispositivos legais são objeto de dúvida ou controvérsia doutrinária.<sup>8</sup> Se o art. 2º, parágrafo único, XIII, da Lei nº 9.784/99 impedisse a aplicação de todos esses dispositivos, a eficácia do sistema jurídico restaria seriamente comprometida. Na verdade, tal interpretação extensiva acabaria por derrotar o próprio propósito do artigo em questão, que é preservar a segurança jurídica, pois não há segurança possível em um ambiente regulatório em que a lei deixa de ser aplicada de forma contínua e sistemática.

A superveniência da Instrução CVM nº 436/06 – terceiro fundamento alegado pela defesa – não altera este cenário, por duas razões muito simples. Primeiro, porque ela não se aplica às incorporações de controladas, mas somente às ofertas públicas de compra ou permuta de ações. Segundo, porque, em grande parte, ela apenas explicita requisitos metodológicos que já deviam ser observados antes de sua edição. No que tange à avaliação a preços de mercado, ela pouco inovou.

Por tudo isso, entendo que a condenação dos acusados não infringe o art. 2º, parágrafo único, XIII, da Lei nº 9.784/99. Nossas normas em vigor não estão sendo contrariadas; não houve mudança de interpretação; e as normas editadas posteriormente à operação corroboram o entendimento aqui exposto, embora não sejam diretamente aplicáveis ao caso.



## 5. Erro de Proibição

A única alegação da defesa que me parece convincente – e ainda assim, com uma ressalva – é de que os administradores e controladores não sabiam, nem tinham como saber, que as condutas de que são acusados poderiam ser consideradas ilícitas pela CVM. Logo, restaria configurado erro de proibição inevitável, capaz de isentá-los de penalidade.

O erro de proibição e suas consequências encontram-se disciplinados no art. 21 do Código Penal, que assim dispõe: “O desconhecimento da lei é inescusável. O erro sobre a ilicitude do fato, se inevitável, isenta de pena; se evitável, poderá diminuí-la de um sexto a um terço.” Para este fim, segundo o parágrafo único do mesmo artigo, “considera-se evitável o erro se o agente atua ou se omite sem a consciência da ilicitude do fato, quando lhe era possível, nas circunstâncias, ter ou atingir essa consciência.”

A aplicação deste dispositivo legal em processos administrativos sancionadores parece-me incontroversa, seja por suas reconhecidas semelhanças com o processo penal, o que justifica a utilização da analogia, seja pelo fato de que o erro de proibição, segundo a melhor doutrina, exclui a culpabilidade do agente,<sup>20</sup> que é um requisito também no processo administrativo. Nossos precedentes corroboram esta conclusão.<sup>21</sup>

Resta saber se, de fato, os acusados não tinham consciência da ilicitude e, em caso afirmativo, se lhes era possível, nas circunstâncias, ter ou atingir essa consciência. Ponderando a questão com bastante cuidado, cheguei a conclusões distintas para as diferentes omissões apontadas no laudo de avaliação.

Quanto aos créditos fiscais e intangíveis, penso estar caracterizado o erro de

<sup>20</sup> A doutrina predominante no Brasil entende que o Código Penal adotou a chamada teoria limitada da culpabilidade, segundo a qual o erro de proibição exclui a culpabilidade e não apenas o dolo. Toledo, F. **Princípios Básicos de Direito Penal**. São Paulo: 1994, p. 277-287.

<sup>21</sup> No Proc. N° RJ2003/12656, julgado em 14 de dezembro de 2006, o erro de proibição foi considerado como atenuante na fixação da penalidade cominada. No IA CVM n° RJ2001/6094, julgado em 13 de dezembro de 2001, a alegação de erro de proibição foi acolhida no voto do Presidente Marcelo Trindade, mas afastada pela maioria.



proibição inevitável. Estou convencido de que os administradores acreditavam na legalidade do procedimento adotado pelo avaliador acerca destes itens. Como demonstrou a defesa por meio de inúmeros laudos confeccionados no período, intangíveis e créditos fiscais não-contabilizados não eram nunca computados nas avaliações. Por isso, acolho a alegação dos acusados de que não tinham consciência da ilicitude, nem lhes era possível, nas circunstâncias, atingir essa consciência.

Mas ainda permanece a falha genérica apontada pela acusação, qual seja, de que a avaliação se restringiu a ajustar o valor de estoques e imobilizado, silenciando a respeito das demais rubricas contábeis. Também acerca desta omissão, estou convencido de que os acusados não tinham consciência da ilicitude, nem agiram de má-fé. Porém, parece-me inegável que a consciência da ilicitude poderia ter sido obtida, como demonstram diversos laudos confeccionados no período e juntados aos autos pela própria defesa, nos quais o escopo do trabalho foi melhor delimitado, avaliando, inclusive, as participações em controladas e coligadas a preços de mercado.<sup>22</sup>

Se os acusados tivessem exigido que o laudo fosse identificado expressamente como uma avaliação do patrimônio a preços de mercado; se houvessem questionado os avaliadores a respeito da avaliação de controladas e coligadas; se tivessem exigido justificativas para a ausência de avaliação a mercado dos demais itens do balanço; em suma, se tivessem sido mais diligentes, sobretudo em uma operação entre partes relacionadas, os acusados poderiam ter percebido que estavam cometendo uma ilegalidade, no que tange ao escopo restrito do laudo.<sup>23</sup>

<sup>22</sup> E.g. Laudos de Avaliação da Ripasa S.A. (fls. 1046 e 1051), Suzano Bahia Sul S.A. (fls. 1070 e 1073) e Votorantim Celulose e Papel S.A. (fls. 1089 e 1095-6), Companhia Siderúrgica Belgo Mineira, Companhia Siderúrgica de Tubarão (fls. 1958 e 1968) que fixaram o escopo do trabalho de maneira muito mais ampla, incluindo controladas e, no caso da Votorantim Celulose e Papel S.A., também coligadas.

<sup>23</sup> Se insisto no escopo restrito do laudo, não é por puro preciosismo. Este escopo delimita não só o trabalho do avaliador mas também sua responsabilidade. Portanto, ele é a garantia de que a avaliação será realizada de maneira correta e completa.



## 6. Conclusão

Resumo então o meu voto:

- a) a avaliação realizada apresenta três falhas: (i) contemplou somente estoques e imobilizado; (ii) não avaliou os ativos intangíveis da empresa; e (iii) não avaliou corretamente os créditos fiscais de Brasken e Triken (item 2);
- b) os administradores da Triken descumpriram seu dever de diligência ao permitir essas falhas (item 3);
- c) a condenação dos acusados não viola art. 2º, parágrafo único, inciso XIII, da Lei nº 9.784/99 (item 4); e
- d) resta configurado o erro de proibição nas três falhas apontadas acima, sendo que em duas delas o erro era inevitável (item 5).

Tendo em vista o art. 21 do Código Penal, aplicável por analogia, que manda isentar de pena caso o erro seja inevitável e reduzi-la caso o erro seja evitável, proponho:

- a) condenar a Brasken S/A, Odebrecht S/A e Nordeste Química S/A à penalidade de advertência por violação ao artigo 264 da Lei nº 6.404/76;
- b) condenar os acusados Bernardo Afonso de Almeida Gradin, Paul Elie Altit, José Mauro Mettrau Carneiro da Cunha, Maurício Roberto de Carvalho Ferro, Sergio Alfredo Thiesen, Anna Cecília de Magalhães Coutinho Dutra da Silva e Marcelo

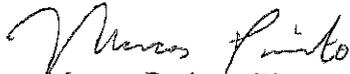


André Lajchter à penalidade de advertência por violação ao artigo 264 da Lei nº 6.404/76 em concurso formal com o art. 153 da mesma lei.

No mais, acompanho o relator.

É como voto.

Rio de Janeiro, 12 de dezembro de 2007.

  
Marcos Barbosa Pinto