



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº 19957.009503/2018-15

Reg. Col. 2844/23

Acusados: Maria das Graças Silva **Foster**, Almir Guilherme **Barbassa**, José Alcides Santoro **Martins**, José Antonio de **Figueiredo**, José Carlos **Cosenza** e José Miranda **Formigli** Filho

Assunto: Possível falha no dever de diligência por membros da Diretoria Executiva da Petróleo Brasileiro S.A. (Lei 6.404, art. 153).

Relator: Diretor João Accioly

VOTO

I. INTRODUÇÃO – SÍNTESE DOS FATOS E DAS CONCLUSÕES

1. O projeto de construção das Refinarias Premium foi aprovado e iniciado pela Petrobras em 2006, para atender a uma antiga e recorrente noção de que a companhia deveria ser capaz de produzir combustíveis compatíveis com especificações internacionais (*premium*, donde o nome) a partir do petróleo pesado nacional. Nos anos seguintes, a companhia fez várias alterações à concepção original do projeto, para tentar manter sua viabilidade econômica frente a fatores como a descoberta dos campos do pré-sal, a crise financeira de 2008, mudanças nos preços internacionais do petróleo, aumento da concorrência internacional entre refinarias, entre outros.
2. A diretoria decidiu encerrar o projeto em janeiro de 2015, quando concluiu ser economicamente inviável. A baixa contábil foi de cerca de US\$ 1,28 bi.
3. A Acusação diz que se a diretoria tivesse decidido paralisar a construção mais cedo, não teria aumentado os prejuízos da companhia. Em suma, a tese acusatória é a de que os diretores da Petrobras violaram seu dever de diligência ao decidirem tentar manter ou tornar o projeto viável.
4. O primeiro ato da CVM para investigar tais fatos, motivado por relatório do TCU do fim de 2015, foi em 15.5.2017 (Ofício 49, enviado à Petrobras). A Acusação contou cinco anos para trás dessa data, por considerá-lo o primeiro ato capaz de interromper a prescrição quinquenal. Por essa contagem, a decisão mais antiga de manter vivo o projeto das refinarias foi a da reunião de diretoria de 24.7.2013. A Acusação imputa falha da diligência dos acusados neste ato.
5. Como o Ofício 49 foi enviado apenas à Companhia, sem conhecimento dos Acusados, não interrompe a prescrição, nos termos da Lei 9.873. Interrupção houve só em 8.3.2019, de modo que está prescrita a pretensão punitiva sobre a decisão da diretoria de 24.7.2013. De todo modo, considerando a leitura que meus pares têm feito da lei, examino o mérito.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

6. A suposta falta de diligência se baseia na ideia de que os dados com base nos quais a diretoria decidiu seguir com o projeto já permitiriam verificar sua inviabilidade econômica. Em um aspecto mais formal, a Acusação diz que as decisões teriam desrespeitado a “Sistemática Corporativa”, manual de processo decisório dos investimentos da Petrobras. O manual é aprovado e consolidado pela própria diretoria, de forma que ela tem competência para afastar sua aplicação quando considerar que seus parâmetros gerais se mostram inadequados para as peculiaridades de determinado caso concreto. Mas a tese acusatória vai bem além. É um *tour de force* de opiniões eminentemente empresariais sobre como a administração deveria ter decidido diferente do que decidiu; diferente não quanto aos procedimentos, e sim quanto ao objeto mesmo das escolhas negociais: a Acusação contesta a necessidade de duas refinarias, sua localização, a capacidade de refino definida para cada uma, e daí por diante. As opiniões de que deveria ter sido “esta” e não “aquela”, “assim” e não “assado, abarcam deliberações ocorridas inclusive no período que a própria Acusação considera prescrito.

7. Abstraindo-se devaneios sobre quais teriam sido as escolhas “corretas” na gestão de uma gigante petrolífera, sonhados anos depois dos fatos por mentes de experiências e especializações um tanto distantes do ramo, constata-se que para tomar sua decisão ora questionada a diretoria da Petrobras objetivamente dispunha de farta documentação de apoio. O Documento Interno Petrobras – “DIP” 211/2013 é composto por pareceres de áreas técnicas, com informações detalhadas sobre o *status* do projeto das Refinarias Premium e projeções financeiras atualizadas até aquele momento. Informada, portanto, a decisão foi. Infere-se que foi refletida, seja pelo histórico de outras decisões em sentido parecido, seja pelas declarações dos acusados, que demonstram ter pleno domínio do assunto e das razões pelas quais assim decidiram. E não há sequer alegação de que qualquer dos acusados teria buscado atender a outros interesses que não o da companhia, de modo que a decisão deve ser tratada como isenta de potenciais conflitos.

8. A decisão da diretoria que a Acusação diz ilegal preenche nitidamente, portanto, os requisitos consolidados pelo Colegiado da CVM para verificar o cumprimento do dever de diligência por análise focada em seu aspecto procedimental, inspirada pela “*business judgment rule*” do direito americano. Sob tal análise, a decisão da administração da companhia não é passível de revisão pelos julgadores em seu mérito. O *procedimento* de sua deliberação foi adequado, logo a decisão se deu em conformidade com o dever de *diligência* e os acusados devem ser absolvidos.

II. PRESCRIÇÃO

9. Os acusados Foster, Cosenza, Martins, Figueiredo e Formigli sustentam ter havido a prescrição da pretensão punitiva da CVM em relação à alegada infração ao art. 153 da Lei 6.404, em 24.7.2013. Eventual infração administrativa em tal data teria tido sua prescrição consumada



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

em 24.7.2018, mas a instauração do PAS se deu em 17.10.2018 e somente em 8.3.2019 os acusados foram citados pela primeira vez para se manifestarem sobre os fatos.

10. Afirmam que o Ofício 49, enviado pela CVM à Petrobras em 15.5.2017 para apurar fatos ligados às Refinarias Premium, chegou à companhia quando todos dela já se haviam desligado. Como não foi ato público nem foi levado a seu conhecimento, não poderia ser considerado ato inequívoco de apuração de fato, apto a interromper o prazo prescricional em relação a eles, nos termos do art. 2º, II, da Lei 9.873. A bilateralidade seria condição essencial para essa aptidão e não foi atendida para o Ofício 49.

11. Pela minha leitura, procede o argumento das defesas, assim como pela das cortes do Judiciário. Conforme afirmei em outros julgamentos¹, penso que para um ato apuratório ser considerado “inequívoco”, no contexto da prescrição, é necessário que dele tenham tido ciência os investigados, ou ao menos que a *pudessem ter tido*. Se tiverem sido informados da instauração de um procedimento formal (art. 2º, I, da Lei 9.873), a partir daí basta que o ato apuratório seja praticado nos autos para *poder* ser conhecido pelos interessados.

12. De fato, assim não fosse, atos praticados internamente pela Administração, ainda que sem possibilidade de conhecimento por parte dos investigados, poderiam interromper indefinidamente a prescrição, literalmente por décadas, antes de alguém ser chamado a defender-se ou mesmo a prestar esclarecimento sobre algum fato.

13. Nessa linha, apontam as defesas que o conhecimento de que sua conduta está sendo apurada possibilita ao particular a guarda de documentos relacionados aos fatos investigados por prazo superior ao prazo legal de guarda, usualmente de cinco anos, assegurando o exercício de seu direito de defesa. Com o mesmo objetivo, o art. 3º, II², da Lei 9.784 garante ao particular o direito de ter ciência da tramitação dos processos administrativos em que tenha a condição de interessado.

14. O Tribunal Regional Federal da 1ª Região já decidiu que impedir indefinidamente a ocorrência da prescrição por meio de atos praticados sem o conhecimento do investigado viola os princípios constitucionais do contraditório, da ampla defesa e da razoável duração do processo. Nesta decisão, aludindo às hipóteses de interrupção do art. 2º da Lei 9.873, a corte explica de forma didática que só é possível haver outras interrupções desde que a primeira tenha sido conhecida:

ADMINISTRATIVO. MANDADO DE SEGURANÇA. PRESCRIÇÃO. I - O artigo 2º da Lei n. 9.873/99 elenca as causas de interrupção da prescrição em ordem cronológica, de modo que a necessidade de prévia notificação ou ciência dos acusados ou indiciados é condição lógica para a incidência da segunda causa interruptiva, qual seja, a prática de qualquer ato inequívoco que

¹ Cf., PAS 19957.005450/2021-51, j. 17.12.2024, de minha relatoria; também, meus votos no PAS 19957.004478/2018-75, Dir. Rel. Flavia Perlingeiro, j. 21.6.2023 e no PAS 19957.008087/2021-25, Dir. Rel. Marina Copola, j. 19.8.2025.

² Art. 3º O [particular] tem os seguintes direitos perante a Administração, sem prejuízo de outros que lhe sejam assegurados: (...) II - ter ciência da tramitação dos processos administrativos em que tenha a condição de interessado, ter vista dos autos, obter cópias de documentos neles contidos e conhecer as decisões proferidas; (...).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

importe na apuração do fato. II - Impossível interromper prazo de prescrição sem ciência da parte a favor de quem o prazo estava em curso. A parte deve ter ciência da instauração inicial do procedimento para que posterior ato inequívoco" da entidade governamental para que o art. 2º, II, da Lei nº 9.873/99 produza efeitos.

(...) Tal conclusão milita no sentido da preservação da segurança jurídica, na medida em que interpretação contrária permitiria que [...] impedissem indefinidamente a ocorrência da prescrição sem qualquer possibilidade de defesa ou mesmo sem o conhecimento do investigado, o que violaria, ainda, os princípios do contraditório, da ampla defesa e da regular duração do processo.

Por outro lado, é óbvio que a interrupção prevista no inciso II do art. 2º da Lei nº 9.873/99 deve ocorrer com ciência dos [interessados], pois não poderia haver interrupção secreta, ou seja, interrupção do prazo sem que a parte contra quem ocorreu saiba de tal fato.³

15. O Supremo Tribunal Federal também já se manifestou na direção de que a ciência da parte interessada é necessária para que determinado ato interrompa a prescrição contra ela:

Neste cenário, entendo que ficou demonstrado a ocorrência da prescrição, por não ser imprescritível o direito da Administração Pública ao ressarcimento de valores e uma vez já terem se passado cinco anos entre a prestação de contas (em 21 de fevereiro de 2005) e a primeira notificação de ocorrência de irregularidade na aplicação de valores (em 27 de julho de 2012).

Não há que se falar em interrupção de prescrição, porquanto não ocorreram marcos com aludida característica. Os atos levados a efeitos pela Administração entre citado período, de fevereiro de 2005 a julho de 2012, não chegaram ao conhecimento do impetrante.⁴

16. Por fim, registro doutrina administrativa recente, em linha com alguns dos pontos desenvolvidos acima:

A despeito dos precedentes recentes do Colegiado [da CVM], fato é que ter ciência da tramitação dos processos administrativos é um dos direitos do [particular], nos termos do art. 3º, II, da Lei 9.784/99, sendo que a interpretação de que o ato interruptivo da prescrição deveria ser bilateral encontra amparo nos direitos constitucionais ao contraditório e à ampla defesa do investigado (...).

Isso, pois costuma haver um prazo regulamentar para que as pessoas sujeitas à regulamentação da CVM mantenham arquivos, documentos e informações. Como regra geral, este prazo é de [cinco] anos. A inexistência de ciência do investigado de que há uma investigação em curso priva-o da possibilidade de manter arquivos importantes para sua defesa por prazo superior ao regulamentar (...).⁵

17. Aplicando-se ao caso concreto, sintetizo a cronologia dos fatos e do início da apuração pela CVM:

- 2006/2007 – concepção e início do projeto das Refinarias Premium
- 2008/2013 – desenvolvimento do Projeto
- 24.7.2013 – decisão da diretoria de dar seguimento ao Projeto
- 22.1.2015 – cancelamento do Projeto
- 18.11.2015 – recebimento pela CVM do Ofício TCU

³ TRF da 1ª Região. Ap. Cív. 2006.34.00.036305-6/DF. Rel. Des. Fed. Jirair Meguerian, j. 15.2.2016.

⁴ STF. MS 37751/DF, Rel. Min. Kassio Nunes Marques, j. 23.03.2022.

⁵ VIDAL, Júlio M. e LIMA, Thaís V.. 14. Notas Sobre a Prescrição no Processo Administrativo da CVM. In: GONZALEZ, Gustavo. *Processo Sancionador nos Mercados Financeiro e de Capitais* - Ed. 2023. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais. 2023.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

- 15.5.2017 – envio do Ofício 49 à Petrobras
- 17.10.2018 – instauração do PAS
- 08.3.2019 – solicitação de esclarecimentos aos Acusados

18. O Ofício 49 foi enviado somente à Companhia, e mais de dois anos após o desligamento dos Acusados de sua administração. Como é de conhecimento público, em 2017 a Petrobras estava às voltas com os desdobramentos da Operação Lava Jato e não é implausível supor que a nova administração, nomeada por novo governo federal, não disponibilizaria aos antigos administradores informações sensíveis como o recebimento de um pedido de informações da CVM sobre projetos de investimento da gestão anterior, em especial face às várias denúncias de ilícitos cometidos por ex-administradores.

19. Não há, portanto, qualquer indício e nem mesmo a Acusação sustenta a hipótese de que o Ofício 49 tenha chegado ao conhecimento dos Acusados, que somente tiveram conhecimento de que seus atos de gestão relativos às Refinarias Premium estavam sendo investigados pela CVM quando a SPS lhes solicitou esclarecimentos, em 8.3.2019.

20. Sendo este o primeiro ato inequívoco de apuração imputável aos Acusados, eventuais irregularidades por eles praticadas antes de 8.3.2014 estão prescritas, incluindo a decisão tomada na reunião da diretoria realizada em 24.7.2013, de prosseguir com o Projeto, que a Acusação afirma ter configurado infração ao dever de diligência, prescrita desde 24.7.2018, quando se esgotou o prazo quinquenal para que a CVM interrompesse a prescrição⁶.

21. Por isso, voto por acolher a preliminar de prescrição da ação punitiva da CVM em relação à acusação de infração ao art. 153 da Lei nº 6.404/1976 em virtude da decisão tomada pelos acusados na reunião da diretoria de 27.4.2013 de dar seguimento ao Projeto. Em todo caso, como o Colegiado tem consagrado a possibilidade de interrupção secreta, analiso o mérito.

III. MÉRITO

Período que a Acusação reconhece atingido pela prescrição (até 15.5.2012)

22. Após receber o Relatório TCU em 18.11.2015, a SPS iniciou a apuração dos fatos relativos às Refinarias Premium em 15.5.2017. Em seu entendimento, tal data teria tornado prescritas eventuais irregularidades anteriores a 15.5.2012. Apesar disso, a peça acusatória também analisa

⁶ A propósito, se alguém quisesse lançar à Acusação críticas como as que sua tese acusatória faz com tanta liberalidade contra diversas decisões eminentemente empresariais neste processo, poderia questionar diversos fatores: a conduta investigatória de levar um ano e meio para emitir o primeiro ofício após ser notificada pelo TCU poderia ser dita pouco diligente; da mesma forma, é fácil dizer que a opção “mais diligente” seria notificar os próprios acusados, não apenas a companhia; isto, sem contar as inúmeras notícias ao longo dos anos questionando as decisões da Petrobras de construir as refinarias. Dificilmente tais críticas seriam justas: não captam a escassez de recursos disponíveis às áreas-fim da CVM; ignoram que os atos foram praticados de boa-fé no melhor interesse da autarquia; são fáceis de ser feitas da comodidade do futuro, quando já se sabe o resultado dos páreos corridos; e daí por diante.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

em detalhes os atos de gestão da Diretoria Executiva praticados entre a concepção do Projeto em 2006 e a suposta linha de corte da prescrição. Em linhas gerais, afirma que nesse período a diretoria teria aprovado antecipações de gastos e tomado outras decisões “*sem justificativa técnica*” e em desacordo com a “Sistemática Corporativa”, metodologia interna para os projetos de investimento da Companhia.

23. A Acusação afirma que, nas decisões sobre o Projeto Premium tomadas em 18.6.2008 e 27.8.2009, a Diretoria Executiva teria desobedecido a sequência de fases prevista na Sistemática Corporativa, antecipando atividades e despesas de etapas mais avançadas, supostamente com aumento significativo do risco de perda dos recursos.

24. Uma noção importante em que se apoia a tese acusatória é que a “Sistemática Corporativa” tratava despesas como essas como próprias de fases mais avançadas do que aquelas em que o projeto se encontrava. Segundo a Acusação, assim, essas decisões não teriam sido tomadas de forma diligente, pois levaram à “*contratação de serviços não condizentes com o estágio inicial em que estava o Projeto*”, e obrigaram “*a que fosse determinada a localização das refinarias, antes da confirmação de qual mercado seria atendido ou da origem do petróleo de carga*” (Relatório §§23-39).

25. A rigor, poderiam ser desconsideradas as colocações tantas vezes reiteradas na peça acusatória de que a situação de réus Foster e Barbassa “*merece uma diferenciação*”, baseada da circunstância de que ambos “*participaram da decisão nefasta de, diante da inviabilidade econômica do projeto, voltá-lo para a Fase I, mas aprovando atividades de Fases posteriores, em total desacordo com o espírito da Sistemática e causando fortíssimos prejuízos para a companhia*”⁷. Deveras, têm razão as Defesas ao sustentarem que a insistência da Acusação em apontar eventual desvios em período a seu próprio ver já prescrito⁸ revela uma tentativa indevida de escapar da prescrição por ela mesma reconhecida. Contudo, considerando que já tenho que fazer a análise de um mérito a meu ver prescrito, mesmo para o período que a Acusação supõe não prescrito, penso ser até mais respeitoso aos réus que, tendo sido submetidos à leitura de tantas reprovações sobre como agiram, tenham um pronunciamento formal sobre a ausência de qualquer irregularidade demonstrada neste processo à luz das normas que a Acusação afirmou violadas, independentemente da antiguidade dos fatos.

26. Nesse sentido, Foster e Barbassa estão corretos ao alegarem que a Sistemática Corporativa não vinculava a diretoria, admitindo ajustes e mudanças diante do cenário tão dinâmico e complexo de decisões de uma companhia do porte da Petrobras, e que a antecipação de atividades dispunha de orçamento. Este ponto já foi bem enfrentado pelo Colegiado da CVM, nos PAS 5/2016 e

⁷ Acusação, §290.

⁸ V. Acusação, §§ 131, 156 e 164.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

6/2016, e como dele trato novamente em relação aos atos praticados no período que segundo a tese acusatória não estaria prescrito, deixo para aprofundar a fundamentação na próxima sessão.

27. Assim como discorrerei sobre o período subsequente, as Defesas demonstraram a inexistência de qualquer elemento nos autos que justificasse uma abordagem distinta da que se limita a exigir que a decisão tenha sido isenta de interesses pessoais potencialmente conflitantes, e tomada de maneira informada e refletida, para atestar o cumprimento do dever de diligência sem qualquer exame do teor das decisões aqui referidas, de 2008 e 2009.

28. Tais decisões contaram com base documental farta: a de 2008 foi amparada no DIP AB-CR 228/2008; a de 2009, no DIP AB-CR 192/2009 (cf. 0640561). Contam, portanto, com evidência positiva e suficiente de terem sido informadas e racionalmente voltadas ao interesse da companhia. Como não houve alegação pela Acusação de que os membros da Diretoria Executiva teriam buscado atender a interesses alheios aos da Petrobras, não se pode, em respeito ao devido processo legal, supor algo distinto em sede de julgamento. Assim, as decisões devem ser também consideradas “desinteressadas”, na acepção utilizada para aplicar a abordagem baseada na *business judgment rule* para verificar o cumprimento do dever de diligência do art. 153 da LSA, perfazendo-se, com isso, o atendimento dos requisitos e a conclusão de inocorrência da infração.

- ***Período não atingido pela contagem prescricional da Acusação (após 15.5.2012)***

29. Em 31.7.2012 foi estabelecido um “Plano de Ação” para o desenvolvimento do projeto das Refinarias Premium, para viabilizar as aprovações de Fase necessárias ao cumprimento do Plano de Negócios e Gestão (PNG) 2012-2016 (0446110, pp. 94-96). Àquela altura, a UOP (v. acima §29), havia finalizado seus projetos de engenharia e obtido algumas licenças ambientais.

30. A Acusação afirma que o projeto das refinarias seguia sem atratividade econômica: a Premium I teria um valor presente líquido (VPL) de US\$ 3,102 bilhões negativos e investimento estimado em US\$ 17,14 bilhões; a Premium II teria um VPL de US\$ 4,015 bilhões negativos e investimento estimado em US\$ 15,77 bilhões (0446110, p. 7-9).

31. Em 31.7.2012 a Diretoria estabeleceu um “Plano de Ação” para o desenvolvimento do projeto das Refinarias Premium, para viabilizar as aprovações de fase necessárias ao cumprimento do Plano de Negócios e Gestão (PNG) 2012-2016 (0446110, pp. 94-96). Em 28.2.2013, A Diretoria aprovou que uma revisão deveria ser feita por um grupo de trabalho auxiliado por consultoria internacional, a partir das alternativas mencionadas no seminário interno com a UOP. Tais decisões têm aparo no DIP AB-PGI 16/2013, pp. 10-11 – doc. 0446105).

32. Os resultados dessa revisão foram levados ao conhecimento da Diretoria Executiva em 24.7.2013, por meio do DIP 211/2013. O documento descreve o histórico da evolução das Refinarias Premium, de sua concepção a julho de 2013, apontando as várias medidas implementadas na tentativa de melhorar seus indicadores financeiros (0446110, pp. 2-44). Com a



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

revisão e a adoção de outras otimizações, houve uma estimativa de redução de investimentos da ordem de US\$ 10,5 bilhões para as duas refinarias. Houve também alterações de premissas (DIP 211/203, pp. 217-342) e, com isso, os números previstos para as refinarias passaram a ser os seguintes (pp. 17-19 do DIP 211/2013):

Unidade	VPL em US\$ milhões
Premium I – Trem I	27
Premium I – Trem II	- 133
Premium II	594

33. O DIP 211/2013 também considerou a terceirização de algumas atividades e a possibilidade de isenção de determinados tributos, e comparou o projeto com métricas internacionais de custo e prazo, fundamentando então sua adequação (pp. 19-22 do DIP). Com base nessas premissas e otimizações, a Diretoria de Abastecimento fez as proposições (pp. 42-43 do DIP) que a Diretoria Executiva **aprovou na reunião de 24.7.2013**: em suma⁹, fazer alterações no projeto das Refinarias Premium, voltadas a atingir sua rentabilidade. Eis a deliberação sumária:

Ata de 5.053, item 31, de 24-07-2013 – Pauta nº 933

ASSUNTO: UNIDADE ABASTECIMENTO PROGRAMAS DE INVESTIMENTO – Empreendimentos Refinarias Premium I e II - Autorização Para Início da Fase III (DIP-AB-PGI-211/2013, de 19-7-2013)

DE C I S Ã O: A Diretoria Executiva aprovou as proposições formuladas. Outrossim, recomendou à Unidade Abastecimento Programas de Investimento que observe as recomendações dos Pareceres constantes dos DIPs Estratégia/API 50/2013 e 51/2013, ambos datados de 24-7-2013.

34. A Acusação sustenta que os acusados violaram o dever de diligência ao deliberarem pela continuidade do Projeto, por entender que, à luz das chamadas *red flags* constantes dos pareceres das áreas corporativas anexos ao DIP 211/2013¹⁰, a Diretoria deveria ter reprovado a aprovação das Fases I e II e a passagem à Fase III, evitando a assunção de riscos tida como temerária, que resultou em despesas estimadas em US\$ 172,8 milhões e, posteriormente, em prejuízos ainda maiores com o cancelamento do Projeto em janeiro de 2015¹¹.

⁹ Em resumo menos apertado: desenvolver as atividades das Fases III e IV; aprovar as Fases I e II e do início de Fase III de Premium I -Trem 1 e Premium II, com partidas previstas para novembro de 2018 e março de 2019, respectivamente; realizar tomadas de preços para investimento de Fase III com valores e tarifas resultantes de terceirização de atividades; postergar Premium I - Trem 2 para novembro de 2023; e atender a outras recomendações, feitas pelas áreas de Desempenho e Estratégia.

¹⁰ Entre os *red flags* citados pela Acusação, estão os seguintes apontamentos trazidos no parecer da Estratégia Corporativa: (a) a necessidade de compra de energia e consequente dependência da refinaria às condições de fornecimento observadas na Região Nordeste; (b) a capacidade de produção de derivados, em especial o diesel, excedia a demanda do mercado regional onde a refinaria estava sendo implantada, sendo necessária uma avaliação da logística para o escoamento de derivados; (c) a análise econômica de um projeto de refino na região Nordeste era impactada por maiores custos de transporte de petróleo e de derivados, não tendo sido atualizado o estudo de localização das refinarias, datado de 2009 e que considerava a premissa de mercado internacional como o foco de destinação da produção – o que não mais era verdade; e (d) apesar de o Projeto estar realizando algumas atividades típicas de Fases III e IV, ainda não cumpria todos os requisitos de Fase II.

¹¹ Entre os *red flags* citados pela Acusação, estão os seguintes apontamentos trazidos no parecer da Estratégia Corporativa: (a) a necessidade de compra de energia e consequente dependência da refinaria às condições de fornecimento observadas na Região Nordeste; (b) a capacidade de produção de derivados, em especial o diesel, excedia a demanda do mercado regional onde a refinaria estava sendo implantada, sendo necessária uma avaliação da logística para o escoamento de derivados; (c) a análise econômica de



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

35. Em sede de julgamento evita-se analisar o mérito negocial ou aspectos econômicos da decisão tomada de boa-fé e sem influência de outros interesses que poderiam ser privilegiados pelos decisores¹². Embora haja uma aparente incoerência entre tal padrão de revisão e a regra geral de responsabilidade civil, em que quem causa um dano por ele deve responder se tiver agido com qualquer modalidade de culpa, essa deferência à decisão voltada ao benefício da companhia é inteiramente compatível com a estrutura econômica dos interesses envolvidos. Quem assume o risco de serem negativos os resultados das escolhas arriscadas dos administradores são as mesmas pessoas que se beneficiam de quando eles são positivos: os acionistas. Perante *terceiros*, a companhia (aqui focado o patrimônio dos acionistas) é onde as perdas são alocadas por decisões que, em termos amplos, podem ser ditas fruto de “imperícia” ou mesmo “imprudência” – no sentido de uma assunção excessiva de riscos. Afinal, esse mesmo patrimônio é beneficiado quando essas decisões produzem resultados financeiros positivos – e só há alegações de erros no que foi decidido quando os resultados são negativos. Em última análise, imputar responsabilidade aos decisores pelos resultados negativos, quando agiram de boa-fé, significaria até mesmo um enriquecimento sem causa em favor dos acionistas: “se vocês acertarem ganhamos nós, se errarem perdem vocês”.

36. Talvez por isso o padrão de conduta em questão não seja chamado de “dever de cuidado”, “dever de prudência”, “dever de se importar” ou algo similar, traduções também possíveis do “*duty of care*”. O uso do vocábulo *diligência* por si só já denota (ou ao menos permite denotar) foco num caráter procedimental da decisão. Pressupõe não ser negligente, tomar providências para melhor decidir, mas não significa evitar riscos e não significa perícia, que no contexto se pode descrever por acuidade empresarial. A perícia é, por óbvio, desejável, mas deve ser objeto da atenção dos acionistas ao escolherem seus administradores. E os riscos são desejáveis, já que os acionistas podem se proteger com diversificação. Por isso, parece ficar bem de pé a construção que trouxe a “*business judgment rule*” para dentro do próprio cumprimento do art. 153 da Lei 6.404: uma análise apenas procedimental é muito mais coerente com a noção de *diligenciar, fazer diligências*, do que análises como as que compõem o termo de acusação.

37. É muito simples olhar a decisão de 2015, que cancelou o projeto, e dizer que deveria ter sido cancelado antes. Até a roda parece óbvia depois que a inventam, mas malas de viagem com rodinhas só surgiram nos anos 1970. Mas e se o projeto tivesse se revelado lucrativo entre a decisão

um projeto de refino na região Nordeste era impactada por maiores custos de transporte de petróleo e de derivados, não tendo sido atualizado o estudo de localização das refinarias, datado de 2009 e que considerava a premissa de mercado internacional como o foco de destinação da produção – o que não mais era verdade; e (d) apesar de o Projeto estar realizando algumas atividades típicas de Fases III e IV, ainda não cumpria todos os requisitos de Fase II.’

¹² Nessa linha, o voto do Diretor Gustavo Gonzalez no PAS CVM nº RJ2013/11703, j. em 05.09.2017 e 31.07.2018: “Ao se aplicar a *business judgment rule*, restringe-se a esfera de atuação do julgador, a quem caberá analisar tão somente se o comportamento do administrador ao longo do processo decisório demonstra que ele atuou de maneira informada, refletida e desinteressada, ainda que, posteriormente, considerando os resultados obtidos, venha a se verificar que a decisão tomada não foi a mais benéfica para a companhia.”



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

de julho de 2013 e a de janeiro de 2015? Se o VPL previsto em julho de 2013 se revelasse uma previsão certa, a Petrobras teria perdido muito mais que os tais US\$ 206 milhões que a tese acusatória afirma terem sido gastos indevidamente. Apesar de chamar o VPL de “marginalmente positivo”, é curioso que esse advérbio não foi usado para relativizar as perdas, quando a grandeza dos números só parece menor pela escolha da unidade: a peça acusatória usa a unidade do bilhão de dólares para dizer o VPL marginalmente positivo (i.e., 0,371 bilhão e 0,927 bilhão, cf. §32 do Relatório) e para falar em despesas e prejuízos, utiliza o milhão da moeda americana (i.e., US\$ 172 milhões, US\$ 206 milhões).

38. Embora a Acusação tenha afirmado que a Diretoria Executiva teria tomado decisões que não se qualificariam como desinteressadas¹³, ela não demonstrou, nem encontrei nos autos, a existência de qualquer interesse próprio dos Acusados ou alguma vantagem recebida em decorrência dos contratos celebrados para a implementação das Refinarias Premium. Pode-se até notar que os acusados Cosenza e Foster chega a aludir a interesses potencialmente classificáveis como extra-societários como fundamento para justificar o compromisso com o projeto, mas a Acusação não traz qualquer fundamento para dizer as decisões desinteressadas, senão a mera afirmação de que não foram desinteressadas.

39. A propósito, ferindo-se a Acusação com o mesmo ferro da crítica retrospectiva com que ela fere as condutas dos acusados, pode-se dizer que uma linha acusatória mais promissora “deveria” ter buscado reunir evidências de que as decisões questionadas não eram desinteressadas porque teriam, digamos, visado a atender a finalidades benéficas ao acionista controlador, porém estranhas ao interesse da coletividade dos acionistas, tal como uso dos recursos de estatais com finalidades político-eleitorais (crítica frequentemente feita à época aos projetos de refinarias, plausível independentemente de qualquer modalidade de corrupção); que a tese “mais sólida” (ou de perseguição “mais diligente”) seria de abuso de poder de controle pela União e de quebra de lealdade (na modalidade que a Lei 6.404 chama de “desvio de poder”, do art. 154) – imputações cuja verificação não se limita aos aspectos procedimentais; que seria análogo a executar um projeto com VPL negativo apresentar uma acusação à diretoria de quebra do dever de diligência apoiada em alegações limitadas ao mérito negocial de decisões amplamente informadas e sem nem articular a presença de outros interesses – afinal, diante da jurisprudência do Colegiado, com tantos julgados funcionando como “*red flags*”, a Acusação “deveria” ter percebido ser altíssima a probabilidade da aplicação a avaliação da diligência apenas por critérios procedimentais; e daí por diante.

40. Mas não seria justo fazer tais críticas, que apresento apenas para fazer um paralelo com a impropriedade de imiscuir-se no mérito negocial das decisões empresariais. Claramente, a tese

¹³ Acusação, §277.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

acusatória é fruto de um trabalho muito bem realizado no que tange à apuração minuciosa dos fatos que se propôs a apurar.

41. Tampouco me soa como algo óbvio, à época das investigações, que se devesse focar em possíveis conflitos de interesses entre buscar o benefício financeiro da companhia e eventuais pressões advindas direta ou indiretamente da acionista controladora, voltadas a explorar efeitos dos projetos das refinarias positivos para *stakeholders* diversos, como populações do Ceará e do Maranhão, estados cujos governos, à época das decisões originais de desenvolver as refinarias, tinham laços políticos com o Governo Federal. Afinal, tipicamente se interpreta a existência de interesses concomitantes e possivelmente conflitantes do ponto de vista financeiro, ou pessoal dos administradores. Ademais, como a vasta maioria do direito societário é formado a partir de conflitos envolvendo empresas privadas, interesses exclusivos do controlador são normalmente identificados como financeiros. A situação é muito distinta do que pode ocorrer em estatais, em que os conflitos estruturais são mais complexos e profundos.

42. Acresce-se também que a sindicância do cumprimento da lealdade torna-se no mínimo dificultada pela existência de mais de um mestre a quem servir. Nesse sentido, a Defesa de Foster e Cosenza oportunamente traz à tona não apenas o art. 238 da Lei 6.404, que abre espaço para atendimento de finalidades extra-societárias (ou ao menos não necessariamente benéficas ao patrimônio social) quando previstas na lei de criação, como também a lei de regência da própria Petrobras – não exatamente a de sua criação, mas a que a substituiu em 1997, que abrem o leque das finalidades a serem buscadas pelos administradores da companhia modo extremamente amplo.

43. Voltando ao que foi feito concretamente no processo, é fundamental destacar que não se deve confundir a *abstenção de exame do mérito negocial* com qualquer afirmação de que as decisões foram *corretas*. Minha discordância com a tese acusatória não é porque ela diz que as decisões da administração foram equivocadas e aqui digo que não foram. Pelo contrário: muito se disse especialmente à época das decisões originais de criar as refinarias, com insinuações de propósitos políticos pressionando direta ou indiretamente a administração a aprovar os projetos, e com firmes críticas dizendo-os economicamente inviáveis (claro que críticas contemporâneas podem ter equívocos e vieses, mas não o de retrospectiva). Diante de críticas de tal natureza, um padrão de revisão que autorizasse o julgador a substituir o juízo empresarial dos administradores pelo seu próprio, mesmo que com base apenas nas informações então disponíveis, seria especialmente tentador para decidir este caso.¹⁴

¹⁴ Destaco um aspecto que é apontado pelos Acusados como uma das razões para terem tentado dar sobrevida ao projeto que é o volume de recursos já nele investidos e que não seriam passíveis de recuperação em caso de desistência do projeto. Isso, de um lado, pode ser visto como uma manifestação da falácia dos custos afundados: trata-se de noção básica de finanças e economia, segundo a qual decisões racionais devem ser tomadas exclusivamente com base em custos e benefícios futuros, sendo irrelevantes, para esse fim, dispêndios já realizados e irrecuperáveis. Por outro lado, dado que a noção econômica de que custos afundados não devem ser considerados para tomada de decisão, sob ponto de vista financeiro, pode ser contraintuitiva a quem não tem conhecimento básica



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

44. Porém, são justamente as decisões que mais parecem equivocadas ao julgador distante dos fatos que testam o rigor da observância à postura deferencial às decisões empresariais. É análogo às discussões sobre direitos fundamentais, liberdade de expressão, garantias do Estado de Direito, que vez ou outra encontram vozes dizendo que devem ter exceções aqui e acolá, se for por uma “boa causa”. Assim como a liberdade de expressão só é testada quando a autoridade reconhece o direito de dizer algo de que discorda, a deferência ao juízo empresarial tomado de boa-fé e sem possíveis interesses concomitantes que possam retirar a isenção do decisor (mesmo sem pressupor qualquer ausência de boa-fé), só é testada quando se está diante de uma decisão que pode parecer mal tomada, ruínosa, “carente de VPL positivo” e daí por diante. Do contrário, seria como falar “podes decidir qualquer coisa a partir de um procedimento adequado, que direi que não posso opinar sobre o que decides – desde que concorde com o mérito do que decidiste”.

45. Ao tratar do que essencialmente foi o mesmo tema, o Diretor Gustavo Gonzalez, no voto que determinou o resultado do julgamento do PAS 05/2016, muito bem o disse:

87. Os conceitos de dever de diligência e de *business judgment rule* não têm identidade: o sarrafo do padrão de revisão foi, propositadamente, colocado em um nível inferior ao do padrão de conduta [n. de rod. omitida]. Esse aspecto pode não só confundir aqueles não familiarizados com o direito societário como, também, por vezes contrariar nosso senso de justiça. Considerando os problemas associados à avaliação de decisões empresárias pretéritas, a regra da decisão negocial é um parâmetro permissivo. Provavelmente em razão do viés de retrospectiva, tenderemos a considerar que a *business judgment rule* é, em certos casos, excessivamente leniente. Nessas situações, resta lembrar que o respeito à referida regra é fundamental para a segurança do ambiente de negócios e que nada seria mais injusto do que poder trocar a régua em função do nosso julgamento subjetivo acerca do tamanho do que se mede.

46. Dessa forma, não havendo interesse pessoal dos Diretores na decisão (nem tem sido alegada qualquer tentativa de favorecimento ao controlador deletério aos interesses da companhia), tampouco tendo sido apontada pela Acusação qualquer evidência de má-fé, desvio ou fraude, resta verificar se os acusados aprovaram a deliberação de 24.7.2013 de modo compatível com os demais requisitos da aplicação da *business judgment rule*.

47. As dificuldades que as refinarias vinham enfrentando para se viabilizar eram regularmente levadas ao conhecimento da Diretoria Executiva, que em várias ocasiões deliberou medidas para reverter a situação, como já desenvolvido sobre a mencionada reunião de 27.8.2009, que aprovou várias medidas sobre Projeto, e na reunião de 28.2.2013 (0446105), em que se decidiu por uma revisão do Projeto Básico, com apoio de consultoria externa, cujo resultado foi levado ao conhecimento dos Diretores em 24.7.2013.

de finanças, a incompreensão acerca disso certamente é um fator de pressão real sobre os administradores perante a opinião popular e possíveis pressões políticas. Esse desconhecimento é tão comum que pode ser constatado em na própria a peça acusatória, que chega a se referir à expressão “custos afundados” como se fosse um “jargão da Petrobras”, quando na verdade antecede em muito própria fundação da companhia.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

48. Tratando especificamente da reunião de 24.7.2013, a extensa documentação preparada previamente demonstra que os Diretores tiveram acesso a amplo conjunto de informações para deliberar se mantinham ou não os investimentos nas Refinarias Premium.

49. Com efeito, o DIP 211/2013 (0446110, pp. 1-42), elaborado pela Diretoria de Abastecimento, em suas 42 páginas, descreve todo o histórico do Projeto, desde a sua concepção até julho de 2013, descrevendo as informações técnicas e financeiras que levaram a cada medida implementada para sua viabilização e anexando cópias das decisões que as formalizaram (0446110, pp. 45-119). Em especial, o documento aborda o resultado da revisão, deliberada em 28.02.2013, do Projeto Básico elaborado pela UOP, que apresentava indicadores financeiros desfavoráveis, detalhando as alternativas e premissas que poderiam dar viabilidade econômico-financeira ao Projeto.

50. Todos os alertas e supostos *red flags* que a Acusação entende terem sido apontados pelos pareceres internos foram, portanto, disponibilizados aos Diretores, tendo o DIP 211/2013 ressaltado os principais apontamentos e recomendações (0446110, pp. 23-26), registrando que elas seriam atendidas durante o desenvolvimento da Fase III. Ao final, após consolidar as razões que justificavam mudança de fase e a continuidade do Projeto, o documento propôs a aprovação das Fases I e II e início da Fase III, e, também, que as sugestões das áreas corporativas fossem adotadas.

51. Por fim, como bem apontou a defesa de Graça Foster, a decisão, em si, foi deliberada na segunda parte da reunião da Diretoria Executiva realizada em 24.07.2013, mas, como registra a ata (1249299, p.1), na primeira parte da reunião houve uma apresentação sobre este item da pauta (1249302), que relatou o histórico recente das Refinarias Premium, a partir da reunião de 28.02.2013, descreveu as premissas e otimizações que dariam viabilidade ao Projeto, elencou as ressalvas e recomendações dos pareceres das áreas corporativas e relacionou as proposições trazidas pelo DIP AB-PGI 211/2013 para aprovação na reunião.

52. Creio, assim, estar devidamente demonstrado que os Diretores estavam munidos das informações necessárias para decidir a favor ou contra as proposições do DIP 211/2013, não somente pelo material a eles previamente disponibilizado e pela apresentação realizada na reunião quanto pelo histórico informacional que possuíam sobre o Projeto, alimentado pelas várias ocasiões em que deliberaram sobre o seu andamento.

53. Resta, portanto, avaliar se o procedimento decisório dos Diretores foi feito de forma refletida. Para isso, observo inicialmente que a ata da reunião apenas transcreve as proposições do DIP 211/2013 e registra a decisão de forma sumária: “A Diretoria Executiva aprovou as proposições formuladas. Além disso, recomendou à Unidade Abastecimento Programas de Investimento que observe as recomendações dos Pareceres constantes dos DIPs Estratégia/API 50/2013 e 51/2013, ambos datados de 24-7-2013” (1249299, p.16).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

54. Embora a Acusação não tenha ressaltado esse fato, acho relevante consignar meu entendimento de que o registro sumário das decisões não é indicativo de ausência de debate e reflexão sobre a matéria. A própria Lei 6.404, em seu art. 130, §1º¹⁵, autoriza que as atas sejam lavradas na forma de sumário dos fatos ocorridos, prática que, embora possa ser criticada, é adotada pela maioria das companhias abertas.

55. Dessa forma, considerando que, na reunião de 24.7.2013, todas as informações necessárias foram disponibilizadas para a deliberação sobre as Refinarias Premium, diante da ausência na ata de um registro detalhado das razões que justificaram a decisão tomada, caberia à Acusação demonstrar que os Diretores decidiram de forma descuidada e irrefletida, sem levar em conta os riscos a eles apontados, nesta deliberação, sob pena de se inverter o ônus da prova, o que não se admite em sede de processo sancionador.

56. Contudo, apesar de a peça acusatória trazer seção específica sobre o processo decisório da Diretoria Executiva¹⁶, a Acusação não aponta falhas nesse processo no tocante à deliberação de 24.7.2013.

57. A única ressalva apontada pela Acusação é que, no Sistema de Suporte às Decisões da Diretoria, previamente à reunião, “*os assessores dos Diretores não fizeram nenhuma observação a respeito deste DIP AB-PGI 211/2013, apesar de os pareceres claramente apontarem os problemas do projeto*”¹⁷. Esta observação foi rebatida pela defesa de Graça Foster, alegando que as interações havidas pelos assistentes já se encontravam refletidas no DIP e que qualquer comentário adicional seria redundante. Porém, independentemente dessa alegação, entendo que o relevante é que os supostos problemas apontados pelos pareceres foram informados aos Diretores para a sua tomada de decisão.

58. Durante a reunião, conforme registro em ata (1249299, p.1) foi feita a já mencionada apresentação aos Diretores sobre a proposta constante do DIP 211/2013. O caminho, que terminou com a deliberação da Diretoria Executiva aprovando as proposições do DIP 211/2013, revela, no meu entender, um robusto procedimento decisório, que envolveu, previamente à decisão, a preparação de extensa documentação sobre a matéria a ser deliberada e a participação de várias áreas corporativas, que opinaram sobre as proposições e subsidiaram a tomada de decisão. Por fim, antes de se colocar a matéria em votação, houve, ainda, a apresentação das proposições aos

¹⁵ § 1º A ata poderá ser lavrada na forma de sumário dos fatos ocorridos, inclusive dissidências e protestos, e conter a transcrição apenas das deliberações tomadas, desde que: a) os documentos ou propostas submetidos à assembleia, assim como as declarações de voto ou dissidência, referidos na ata, sejam numerados seguidamente, autenticados pela mesa e por qualquer acionista que o solicitar, e arquivados na companhia; b) a mesa, a pedido de acionista interessado, autentique exemplar ou cópia de proposta, declaração de voto ou dissidência, ou protesto apresentado.

¹⁶ Acusação, §§ 41-50.

¹⁷ Acusação, § 211.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Diretores por um grupo de gerentes, o que possibilitou que eventuais dúvidas e questionamentos pudessem ser discutidos antes da deliberação.

59. Houve, portanto, todo um processo decisório, em que os Diretores se muniram de todas as informações relevantes e disponíveis, e do qual, no meu entendimento, decorreu uma decisão refletida.

60. Este foi raciocínio que faltou à Acusação. Na verdade, a peça acusatória na prática não analisa a conduta dos Diretores sob a ótica da *business judgment rule*, ou seja, por um viés procedimental, avaliando se as decisões tomadas, não só na reunião de 24.7.2013, mas no longo período por ela analisado, foram isentas de interesses alheios aos da companhia e tomadas de maneira informada e racional. Pelo contrário, e com marcante viés de retrospectiva, a Acusação se fixou em avaliações de mérito sobre decisões tomadas durante o todo desenvolvimento do Projeto, como, entre outras, as que tiveram como objeto a localização das refinarias, as mudanças de fase no escopo da Sistemática Corporativa e a própria viabilidade econômico-financeira das Refinarias Premium, conforme explicitado na conclusão sobre a deliberação de 24.7.2013, que teria sido dado “*continuidade das atividades deste projeto, que era inviável economicamente*”¹⁸. [g,n]

61. Em relação à Sistemática Corporativa, a Acusação considera que desde 2008 e 2009 o a Diretoria Executiva não teria sido obedecido suas regras (V. § 33 supra). Do mesmo modo, na deliberação de 24.7.2013, os Diretores também a teriam descumprido, quando “*deram seguimento ao projeto das Refinarias Premium I e Premium II, aprovando suas Fases I e II, em julho de 2013, sem que fossem atendidos os requisitos da Sistemática Corporativa*”¹⁹.

62. Não seria correto desprezar a tentativa da Acusação de enquadrar o afastamento de parâmetros gerais da Sistemática Corporativa da Petrobras como falha procedimental. Especialmente ao se ter em conta que a acusação foi formulada antes do julgamento dos PASs 5/2016 e 6/2016, quando o Colegiado julgou que aqueles parâmetros não vinculavam a Diretoria Executiva, até mesmo porque é ela que o aprova. E julgou por maioria, contra bem fundamentado entendimento do Diretor Henrique Machado, o que reitera a razoabilidade deste aspecto da tese acusatória. Seguem trechos, com destaques acrescentados:

145. Diante da existência de contradição material nos fundamentos e nas recomendações dos pareceres técnicos, seria esperado que os diretores tivessem demandado esclarecimentos adicionais sobre as razões daquela inopinada deliberação sobre a antecipação da RNEST. **A inexistência de questionamentos com relação ao DIP e às circunstâncias que envolviam a deliberação,** notadamente devido à recente discussão sobre o assunto, **demonstra que os acusados não examinaram o assunto com a atenção exigida** pelo padrão de diligência estabelecido pela Lei nº 6.404/76. 146.

¹⁸ Acusação, § 303.

¹⁹ Acusação, § 303.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

146. Não se quer com isso dizer que a diretoria não pudesse afastar aspectos da Sistemática Corporativa para tomar a decisão que lhe parecesse a mais adequada. Na realidade, o que se afirma com convicção é que **a decisão precisa expressar uma reflexão sobre tais aspectos e apresentar justificativa razoável para afastar procedimentos da Sistemática Corporativa**, de modo a demonstrar que eles não foram simplesmente desconsiderados no processo de tomada de decisão, assegurando, com isso, que a decisão, ao final, foi hígida à luz do padrão de diligência exigido pela Lei nº 6.404/76.

147. Evidentemente que não se está exigindo que os diretores verificassem pessoalmente a veracidade de todas as informações existentes no DIP (...). No entanto, seria deles esperado o questionamento das informações que claramente estavam desalinhadas com o objeto da deliberação.

63. Em suma, nos termos da sistematização abasileirada da *business judgment rule*²⁰, parece-me que o entendimento acima discorda de que a respectiva decisão tenha sido *informada* ou *refletida* (noções que muito se aproximam, com tênue distinção entre si e sobreposições). Nesse sentido, Machado exige a *reflexão* dos administradores sobre aspectos das informações a eles disponibilizadas.

64. Como dizem as defesas nestes autos, a Sistemática Corporativa não vinculava e não poderia engessar a atuação da Diretoria Executiva, não se tratando regras formais e estáticas sem espaço para adaptações, tendo em vista a discricionariedade conferida aos administradores diante do cenário dinâmico que afeta as decisões de uma companhia gigantesca como a Petrobras.

65. É exatamente pela impossibilidade de se prever com detalhes como os administradores empresariais devem agir diante dos casos concretos que existem deveres amplos de conduta como os deveres fiduciários: a impossibilidade de prever o futuro torna manuais de “microgestão” necessariamente falhos (no mínimo por incompletude), e mesmo enquanto não se revelassem falhos gerariam custos transacionais excessivos (seja para elaborá-los, seja para verificar seu cumprimento). Supor que pudesse existir um guia mágico e imutável para orientar decisões complexas seria *penny wise (arguably), pound fool (certainly)*.

66. Quanto à divergência em relação ao que afirmou o Diretor Machado acima transcrito, na verdade me parece estar centrar-se no ônus da prova e no juízo individual de convencimento diante do suporte evidenciário. Machado não recusa a possibilidade em abstrato de os procedimentos gerais serem afastados, apenas julgou que essa decisão *de afastá-los* precisaria ser (como qualquer outra decisão negocial) razoavelmente informada, e entendeu que não havia naqueles autos evidência de questionamentos em relação ao DIP (§145), e que *a decisão precisaria expressar a reflexão e apresentar justificativa nesse sentido*.

²⁰ Em termos mais fiéis às construções jurídicas originais, esse aspecto de ser “refletida” tende a estar incluso no requisito de ser *informada* – ter um livro ao lado sem o ter lido não é estar informado. Talvez possa ser lido como uma adaptação do requisito da “crença racional” (*rational belief*, às vezes descrito como *honest belief*) de que a ação tomada foi no interesse da companhia. De todo modo, alguns dos requisitos são mesmo interligados e parcialmente superpostos.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

67. Por praticidade, não vou me aprofundar sobre o que já foi esmiuçado por aquela nobre composição do Colegiado e com que concordo, mas aplicando-se tal lógica a este processo considero que deve ser da acusação o ônus de afastar a presunção de que uma decisão tão robustamente informada não tenha sido racionalmente voltada aos interesses da companhia (ou “refletida”), assim como é da acusação o ônus de demonstrar que havia interesses concomitantes demandando o exame dos termos do negócio a fim de detectar eventual favorecimento a grupo de acionistas em detrimento do interesse do patrimônio comum a todos eles. Inclusive, em termos de coerência na adaptação do instituto, tais ônus nas versões originais do instituto cabem ao autor (que na responsabilização civil exerce papel análogo ao da acusação no administrativo sancionador), operando-se em favor dos destinatários da proteção da BJR a presunção de que as decisões são informadas e refletidas. Neste processo, entendo que a Acusação não trouxe elementos convincentes de que as decisões teriam deixado de atender os requisitos de informação/reflexão – os únicos argumentos para tanto foram a “má qualidade decisória”, no mérito, e uma suposta falta de fundamentação para decidir diversamente da previsão geral da “Sistemática Corporativa” – no que discordo, pelo que já expus acima.

68. Nesse sentido, a Diretora Flávia Perlingeiro, em sua manifestação de voto no mesmo PAS CVM nº 05/2016, ao tratar de argumentação similar ao do presente caso, afirmou que *“a própria Diretoria Executiva poderia acatar projetos não inteiramente conformados aos ditames da Sistemática, se assim entender adequado, no interesse da Companhia, sem que isso possa, por si só, ser interpretado como falta de diligência”*. É o que se dá também neste caso.

69. No caso concreto, a SPS concentrou-se nas ressalvas do parecer da área de Estratégia Corporativa quanto ao suposto descumprimento de requisitos da Fase II, notadamente a atualização de estudos de localização, apesar de o Projeto já executar atividades típicas de fases mais avançadas. Contudo, conforme consignado no DIP 211/2013, a Diretoria de Abastecimento entendeu que, com a conclusão dos projetos básicos de *on* e *off-sites* pela UOP e dos projetos conceituais de extramuros pela Petrobras, as atividades correspondentes às Fases I e II haviam sido superadas, abrangendo seleção tecnológica, definição de localização e especificação de produtos.

70. Nesse contexto, se insere no espaço de discricionariedade da Diretoria Executiva a aprovação do encerramento das Fases I e II e o início da Fase III, nos termos propostos pela Diretoria de Abastecimento, ainda que existentes ressalvas pontuais nos pareceres internos, devidamente registradas no DIP 211/2013. Não cabe, portanto, à Acusação substituir-se à administração para revisitar o mérito dessa escolha negocial, inclusive quanto à localização das refinarias, questão sobre a qual a decisão foi amplamente informada, à vista dos compromissos firmados com os Estados do Maranhão e do Ceará.

71. Do mesmo modo, a existência de pareceres técnicos apontando VPL negativo não autoriza, por si só, a inferência de falta de diligência, uma vez que o DIP 211/2013 registrou



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

análises de sensibilidade que indicavam potencial melhoria dos resultados com o aprofundamento da Fase III, sendo certo que estimativas baseadas em premissas não se confundem com inviabilidade econômica. A tese acusatória de que a continuidade do Projeto teria sido indevidamente aprovada reflete, assim, equívoco conceitual recorrente, consistente em substituir o juízo empresarial informado pela leitura retrospectiva dos resultados.

72. Trata-se de confundir a lícita assunção de riscos empresariais com uma conduta displicente na gestão dos negócios sociais. Este equívoco foi muito bem descrito pelo Diretor Gustavo Gonzalez, em sua manifestação de voto vencedora no PAS CVM nº 05/2016, que, como mencionado, tratou de acusação similar à presente, em passagem que reproduzo abaixo:

“101. Assim, dizer que os diretores no caso não foram diligentes pois não reagiram aos sinais de alerta trazidos pelas áreas implica um grave erro conceitual: confundir a assunção consciente de riscos com desleixo com sinais de alerta. Os chamados *red flags* são indicativos de anomalias e irregularidades e não apontamentos de riscos empresariais; entender de modo diverso significa negar, por via indireta, a defesa da *business judgment rule* e pavimentar caminho para a responsabilização dos administradores pela eventual materialização dos riscos inerentes à atividade empresária. Equiparar a assunção consciente de risco com falta de atenção a sinais de alerta é manifestação típica do viés de retrospectiva da acusação e recomenda cautela adicional ao julgador.”

73. De fato, os assim chamados sinais de alerta trazidos pelos pareceres corporativos, a meu ver e em linha com o decidido nesse precedente, seriam, na verdade, apontamentos de riscos empresariais que foram devidamente informados aos Diretores e conscientemente assumidos por eles em suas decisões, não havendo que se falar em conduta não diligente. Não pode deixar de ser observado, ademais, que apesar de apontarem determinados riscos, os pareceres técnicos não invalidavam a conclusão do DIP 211/2013 ou recomendavam a paralisação de atividades ou mesmo o encerramento do Projeto, como a SPS entendeu deveria ter sido feito. Pelo contrário, os pareceres, ao final, faziam recomendações, que foram acatadas pelo DIP 211/2013 e aprovadas pela Diretoria Executiva na decisão de 24.07.2013.

74. Porém, assim como fez nos processos envolvendo a RNEST e o Comperj e julgados nos PAS CVM nº 05/2016 e 06/2016, respectivamente, no presente caso a SPS tomou por verdadeiros *red flags* proibitivos as ressalvas levadas ao conhecimento dos Diretores para que pudessem decidir de forma refletida, e terminou se substituindo aos Diretores, em sucessivos juízos de mérito sobre a adequação das decisões empresariais por eles tomadas e adotando um claro viés de retrospectiva²¹.

²¹ Como apontou a Diretora Ana Dolores Novaes em seu voto no PAS CVM nº RJ 2008/9574, j. em 27.11.2012: “É muito fácil apontar que uma decisão foi errada olhando pelo retrovisor do tempo. Mas a essência do mundo dos negócios é tomar riscos. E aplicar o conjunto de informações e crenças que se apresentam em um determinado momento para decidir sobre fatos que gerarão efeitos sobre o futuro da companhia, futuro sobre o qual ninguém tem o controle.”.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

75. Concluindo, de tudo o exposto, amparada nas recomendações da área de abastecimento, que propôs a aprovação das matérias, a Diretoria Executiva aprovou as proposições do DIP 221/2013 modo informado e refletido, ou seja, sob a perspectiva procedimental requerida pela *business judgment rule*, não podendo, assim, serem responsabilizados pela posterior materialização dos riscos inerentes à atividade empresária. Não há que se falar, portanto, em infração, pelos Diretores, ao art. 153 da Lei nº 6.404/1976, por esta decisão.

IV. CONCLUSÃO

76. De tudo o exposto, em relação à acusação de infração ao art. 153 da Lei nº 6.404/1976, imputada aos então membros da Diretoria Executiva da Petrobras Maria das Graças Silva Foster, Almir Guilherme Barbassa, José Alcides Santoro Martins, José Antonio de Figueiredo, José Carlos Cosenza e José Miranda Formigli Filho, em virtude da deliberação tomada na reunião de 24.07.2013, de manter os investimentos da Companhia nas Refinarias Premium I e II, acolho a preliminar de prescrição da ação punitiva da CVM e, no mérito, caso a maioria dos membros do Colegiado rejeite esta preliminar, voto pela absolvição dos Acusados.

Rio de Janeiro, 25 de novembro de 2025.

João Accioly

Diretor Relator