



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
www.cvm.gov.br

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº 19957.009503/2018-15

Reg. Col. 2308/21

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 nº 6.404/1976, art. 153)
Relator:	Diretor João Accioly

MANIFESTAÇÃO DE VOTO

1. Voto em favor da absolvição dos acusados, mas gostaria de registrar algumas considerações que se mostraram relevantes para o meu convencimento¹.

Preliminar

2. Antes de adentrar o mérito, trato de um argumento trazido em preliminar, segundo o qual a pretensão punitiva estatal se encontraria prescrita desde 24/07/2018.
3. Ao contrário do que alega a defesa, a interrupção do prazo prescricional por ato inequívoco de apuração não depende da ciência prévia do eventual acusado. Este entendimento vem há muito tempo sendo consolidado por este Colegiado² e já foi, inclusive, sumulado pelo Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional – CRSFN nos seguintes termos: “[a] interrupção da prescrição por ato inequívoco de apuração do fato não depende de

¹ Os termos iniciados em letras maiúsculas que não estiverem aqui definidos têm o significado que lhes é atribuído no relatório deste PAS.

² Cf. PAS CVM nº 19957.004791/2020-28, de minha relatoria, j. em 18/06/2024; PAS CVM nº 19957.004715/2020-12, Rel. Pres. João Pedro Nascimento, j. em 26/03/2024; PAS CVM nº 19957.002026/2019-30, Dir. Rel. Flávia Perlingeiro, j. em 26/09/2023; PAS CVM nº RJ2015/2027, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez, j. em 02/04/2019; PAS CVM nº 06/2016, Dir. Rel. Henrique Machado, j. em 24/08/2020; PAS CVM nº RJ2016/7961, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez, j. em 30/01/2020; PAS CVM nº RJ2005/6924, Pres. Rel. Marcelo Trindade, j. em 31/10/2006.



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
www.cvm.gov.br

bilateralidade ou ciência prévia do administrado”³. O Superior Tribunal de Justiça também já se manifestou no mesmo sentido⁴. Assim, salvo interpretações isoladas, é pacífico que tal interrupção não se restringe ao ato formal de instauração do processo sancionador, nem exige qualquer forma de científicação do investigado.

4. Em concreto, o Ofício nº 49/2017/CVM/SPS/GPS-1⁵ enviado à Petrobras em 15/05/2017, no âmbito do Processo nº 19957.004238/2017-90, importa em inequívoca apuração dos fatos que, posteriormente, seriam objeto deste PAS, fazendo já àquela época referência às deliberações tomadas pela Diretoria Executiva acerca da construção das Refinarias Premium, e, portanto, à atuação dos acusados. Tal ofício foi, posteriormente, sucedido por diversos outros atos de apuração praticados pela SPS, a exemplo da instauração de inquérito administrativo sob o mesmo número deste PAS em outubro de 2018⁶.

5. Não procede, portanto, a alegação de que a pretensão punitiva da CVM se encontraria prescrita desde julho de 2017.

6. Ante o exposto, voto pela **rejeição** da preliminar em questão.

Mérito

A natureza colegiada das deliberações da Diretoria Executiva e seus efeitos sobre aspectos ligados à responsabilidade dos administradores

7. Avançando, então, às considerações de mérito, é oportuno esclarecer, em primeiro lugar, que, embora os diretores da Petrobras tivessem atribuições e competências específicas,

³ Súmula nº 4 do CRSFN, D.O.U. de 15/05/2023.

⁴ AgInt no AREsp nº 595210/RJ (2014/0258184-3), Rel. Min Assusete Magalhães, STJ, 2ª Turma, j. em 06/03/2018.

⁵ Doc. nº 0278404.

⁶ Doc. nº 0617545.



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
www.cvm.gov.br

as quais encontravam-se definidas no Plano Básico de Organização (“PBO”)⁷, o estatuto social da Companhia vigente à época dos fatos⁸ estipulava, de maneira clara, que:

- i) cabia à Diretoria Executiva deliberar não só sobre matérias de competência originária colegiada (previstas no art. 33), mas também sobre questões de responsabilidade individual de cada um dos diretores⁹; e
- ii) nas deliberações tomadas pela Diretoria Executiva, os votos de todos os diretores tinham o mesmo peso, sendo que o presidente apenas gozaria de voto de qualidade em caso de empate¹⁰.

8. Com efeito, não merece prosperar a alegação trazida pela defesa de José Alcides, José Figueiredo e José Formigli de que eles não poderiam ser responsabilizados pela deliberação tomada na 5.053^a reunião da Diretoria Executiva, realizada em 24/07/2013, sob o argumento de que, nos termos do PBO, o Projeto não se encontraria abarcado pelas suas respectivas áreas de atuação.

9. Ainda que, naquela reunião, o Projeto estivesse formalmente vinculado ao escopo de atribuições do então Diretor de Abastecimento, José Cosenza, a aprovação das Fases I e II, bem como a autorização para o início da Fase III, foram regularmente submetidas à deliberação colegiada da Diretoria Executiva, com a participação e o voto de todos os seus integrantes, em estrito cumprimento às disposições estatutárias aplicáveis.

10. Entendo que, na qualidade de integrantes do órgão colegiado estatutariamente competente para deliberar sobre tal projeto, José Alcides, José Figueiredo e José Formigli tinham responsabilidade solidária pelas decisões tomadas, não sendo possível exonerá-los exclusivamente com fundamento na circunstância de que o projeto não integrava diretamente suas áreas de atuação. **Nessas condições, a responsabilidade dos administradores só pode**

⁷ Doc. nº 1249324.

⁸ Versão vigente entre 19/03/2012 e 02/04/2014.

⁹ Art. 35º - Além das matérias de competência originária de deliberação colegiada previstas no art. 33 deste Estatuto, a Diretoria Executiva poderá deliberar sobre os atos de gestão de negócios de responsabilidade individual de cada um dos Diretores, dentro das áreas de contato fixadas pelo Conselho de Administração no Plano Básico de Organização.

¹⁰ Art. 36º - As deliberações da Diretoria Executiva serão tomadas pelo voto da maioria dos presentes e registradas no livro próprio de atas. Parágrafo único. Em caso de empate, o Presidente terá o voto de qualidade.



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
www.cvm.gov.br

ser afastada quando, na análise das condutas por este Colegiado, surgem elementos fáticos que impõem que a situação de um determinado indivíduo ou grupo de indivíduos seja avaliada de maneira apartada dos demais membros do órgão.

11. Sobre esse ponto, vale relembrar a preciosa lição de José Alexandre Tavares Guerreiro, que reconhece que, embora a diretoria não seja a rigor um órgão de natureza colegiada, o estatuto social pode estabelecer que certas deliberações sejam tomadas colegiadamente, **hipótese em que se estabelece responsabilidade solidária presumida entre seus membros:**

“Já a diretoria não é, necessariamente, organismo colegiado, mas o estatuto, consoante o § 2º do art. 143, pode estabelecer que determinadas decisões, de competência dos diretores, sejam tomadas em reunião de Diretoria. Considerada a estrutura administrativa da sociedade anônima, que toma como parâmetro básico a lei, mas se explicita concretamente no estatuto, pode-se afirmar que, nas deliberações ou decisões colegiais, existe, da parte de cada administrador, responsabilidade solidária presumida, que tanto deriva do dolo, quanto da culpa stricto sensu, caracterizada, esta última, fundamentalmente, pela negligência.”¹¹

12. Como já mencionei, naturalmente isso não significa que as particularidades da atuação de cada diretor deixem de ser consideradas no momento da apuração da sua responsabilidade¹². Todavia, não há que se falar em elementos singulares que autorizem uma diferenciação no caso concreto.

13. Conforme consta da ata da 5.053^a reunião da Diretoria Executiva, a referida reunião contou com a participação de todos os diretores da Petrobras, que deliberaram de forma unânime pela aprovação das Fases I e II e pela autorização para o início da Fase III do Projeto. Na ausência de outros elementos que demonstrem a adoção de medidas de cautela diferenciadas por estes administradores, caso se concluisse pela falta de diligência da Diretoria

¹¹José Alexandre Tavares Guerreiro, Responsabilidade dos Administradores de sociedades anônimas, Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, São Paulo: Revista dos Tribunais, v. 42, 1981, pp. 86-87.

¹² Cf. voto do Diretor Otavio Yazbek no PAS CVM nº 2008/18, Dir. Rel. Alessandro Broedel Lopes, j. em 14/12/2010: “[...] o órgão pode ser colegiado, mas isso não significa que as responsabilidades, quando existentes, não devam ser individualizadas, havendo elementos que justifiquem as diferenciações. Aponto que é justamente essa necessária individualização que o voto do Diretor Relator procurou fazer, após identificar a responsabilidade geral do Conselho de Administração no presente caso”.



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
www.cvm.gov.br

Executiva, não haveria motivos para afastar a responsabilidade de José Alcides, José Figueiredo e José Formigli pelas deliberações tomadas de maneira colegiada.

14. Vale ainda destacar que, a meu ver, a situação examinada no presente PAS não se confunde com aquela de que trata o PAS CVM nº SP2017/0294¹³ – precedente invocado pela defesa conjunta dos mesmos acusados. Naquele caso, embora a aprovação das demonstrações financeiras também constituísse ato colegiado da Diretoria Executiva, o Colegiado da CVM reconheceu que a realização dos testes de *impairment* estava distribuída de forma clara entre a Diretoria Financeira e as diretorias responsáveis pelos ativos avaliados.

15. Naquele contexto, sobressaiu uma especificidade procedural: cabia ao então Diretor Financeiro da Petrobras coordenar a elaboração das demonstrações financeiras, enquanto competia às áreas de negócio responsáveis pelos ativos – em especial a Diretoria de Abastecimento, no caso dos ativos de refino – identificar eventuais sinais de desvalorização, apurar o valor em uso e encaminhar tais informações à área de contabilidade. À luz dessa estrutura bipartida de organização dos trabalhos, as premissas, cálculos e metodologias utilizados não eram plenamente acessíveis aos demais diretores no momento da deliberação, razão pela qual o Colegiado concluiu que não seria possível exigir que aqueles indivíduos identificassem eventuais vícios técnicos nos testes de recuperabilidade.

16. No presente PAS, contudo, a situação é substancialmente distinta. A votação sobre o Projeto constitui deliberação estratégica, inerente à função colegiada da Diretoria Executiva, conforme disposto no próprio estatuto social. Além disso, todas as informações relevantes para tal deliberação foram integralmente submetidas aos diretores da Petrobras que compunham o órgão colegiado, não havendo qualquer justificativa de natureza informacional ou técnica que justificasse restringir a responsabilidade exclusivamente ao Diretor de Abastecimento. É certo que as diferentes especialidades exercidas pelos diretores não seriam suficientes para tanto: o próprio estatuto desconsiderou este aspecto ao estabelecer competência colegiada para a Diretoria Executiva sobre assuntos de responsabilidade individual dos seus integrantes.

¹³ Dir. Rel. Henrique Machado, j. em 03/11/2020.



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
www.cvm.gov.br

A atuação diligente da Diretoria Executiva na reunião realizada em 24/07/2013

17. Feita essa reflexão sobre o caráter colegiado das decisões tomadas pela Diretoria Executiva da Petrobras, passo à análise da conduta dos seus membros no âmbito da reunião realizada em 24/07/2023.

18. Compulsando os autos, verifica-se que a Diretoria Executiva teve acesso a todos os dados e documentos necessários para deliberar sobre a aprovação das Fases I e II e sobre o início da Fase III do Projeto, os quais se encontram consolidados no DIP AB-PGI 211/2013. Há evidências, ainda, de que a referida decisão se deu com base em tais documentos, uma vez que, em sua decisão, a Diretoria Executiva recomendou expressamente à Unidade Abastecimento Programas de Investimento que fossem observadas as recomendações constantes dos DIP Estratégia/API 50/2013 e 51/2013¹⁴.

19. Convém destacar, a esse respeito, que **os pareceres corporativos que compunham o DIP AB-PGI 211/2013 não concluíam que o Projeto deveria ser cancelado, suspenso ou interrompido**. Por meio de tais documentos, as áreas técnicas da Petrobras apresentaram a sua análise sobre a manutenção do Projeto – explicitando riscos, incertezas e condicionantes – e, a partir disso, formularam recomendações que deveriam ser observadas caso a Diretoria Executiva optasse por dar continuidade ao investimento. E foi justamente com base nessas recomendações que a Gerência Executiva de Abastecimento da Petrobras submeteu à Diretoria Executiva, por meio do DIP AB-PGI 211/2013, proposta expressa de:

“continuidade do desenvolvimento dos projetos da Refinaria Premium I Trem 1 e Refinaria Premium II, com a produção de documentos de projeto básico que reflitam as otimizações aprovadas, a obtenção das licenças e autorizações típicas da Fase III, bem como o desenvolvimento das oportunidades de terceirização”¹⁵.

20. Não ignoro que os documentos que compunham o DIP AB-PGI 211/2013 (em especial os DIP Estratégia/API 50/2013 e 51/2013) apresentavam perspectivas pessimistas em relação ao desenvolvimento do Projeto. Em particular, foi expressamente registrado que, sob a ótica do cenário corporativo “Força do Hábito” (FdH), o projeto não apresentaria viabilidade

¹⁴ Doc. nº 0446110.

¹⁵ Doc. nº 0446110, p. 41.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
www.cvm.gov.br

econômica, ocasião em que as Refinarias Premium exibiam “Valor Presente Líquido” (VPL) negativo – circunstância que, de acordo com a Sistemática Corporativa, em tese, impediria a passagem do projeto à Fase III, já que a evolução de fase demandaria, como regra, a constatação de VPL positivo.

21. Entretanto, o fato de os pareceres corporativos indicarem margens estreitas de viabilidade operacional e econômica para o Projeto, por si só, não é suficiente para concluir pela falta de diligência dos diretores da Petrobras. A presença de riscos, incertezas ou sinais de alerta nos processos de tomada de decisão é inerente à atividade empresarial e à própria lógica de projetos de grande porte (como os existentes no setor de petróleo e gás). **Quando esses elementos são incorporados de maneira informada e consciente ao processo decisório, não há que se falar em desídia ou descuido do administrador. Essas dimensões não se confundem, ainda que o resultado prático seja que os riscos assumidos em uma dada empreitada se mostrem realmente significativos.**

22. Nesses termos, mesmo que com o passar dos anos a decisão tomada na 5.053^a reunião da Diretoria Executiva possa ser reputada pouco acertada sob a ótica negocial, o presente PAS não versa, e não deveria versar, sobre o acerto ou a qualidade daquela decisão. **O exercício exigido pelo art. 153 da Lei nº 6.404/1976 consiste estritamente em verificar se, à época dos fatos e à luz das informações disponíveis, a Diretoria Executiva sopesou de modo diligente os riscos e condicionantes apontados pelas áreas técnicas da Petrobras antes de deliberar pela continuidade do Projeto.**

23. E, a toda evidência, isso foi feito: não se nega que, àquela altura, o Projeto como um todo já se encontrava acometido por uma série de reveses. A mera extensão da documentação que acompanhava os materiais que serviram de suporte à deliberação da Diretoria Executiva é testamento da situação crítica em que as refinarias se encontravam. Por outro lado, havia considerações de natureza estratégica e recursos expressivos vertidos desde o início do Projeto. A decisão de abandonar uma empreitada na qual já se amontoavam custos irrecuperáveis não é trivial. Não raro, persistir no erro traz consequências desastrosas, mas se isso for feito de forma organizada, esclarecida e voluntária, manifestando-se como **efetiva decisão dos administradores**, a hipótese de descumprimento legal deve ser afastada.



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
www.cvm.gov.br

24. Com efeito, o Projeto vinha sendo desenvolvido desde 2006 e, nesse ínterim, foi objeto de diversas deliberações formais da Diretoria Executiva, que ampliaram progressivamente o escopo das atividades autorizadas. Entre 2006 e 2008, a Diretoria Executiva aprovou o avanço do Projeto às Fases I e II, com a realização dos correspondentes estudos de viabilidade técnico-econômica. Posteriormente, em 08/12/2009, na 4.805^a reunião da Diretoria Executiva, deliberou-se pelo retorno do Projeto à Fase I, para revisão de premissas e readequação do escopo. A despeito disso, a Petrobras continuou, em reuniões realizadas entre 2010 e 2012, a autorizar atividades típicas das Fases III e IV do Projeto, como a contratação do projeto básico, o licenciamento de tecnologias de processo, a contratação de serviços de engenharia, bem como a execução de obras de terraplenagem e preparação de sítio nos terrenos destinados às refinarias. Esses atos revelam que, quando a Diretoria Executiva voltou a apreciar o assunto na 5.053^a reunião, em 24/07/2013, o projeto em questão já se encontrava, de fato, com atividades físicas e contratuais avançadas, muitas delas incompatíveis com um retorno puro e simples às fases iniciais previstas na Sistemática Corporativa.

25. Filio-me, assim, ao entendimento que prevaleceu no julgamento do PAS CVM nº 05/2016¹⁶. De maneira semelhante à controvérsia ora examinada, aquele processo foi instaurado para apurar a responsabilidade de diretores da Petrobras por suposta violação ao dever de diligência na deliberação relativa à construção da Refinaria Abreu e Lima (RNEST). Na perspectiva do Diretor Relator Henrique Machado, os diretores da Petrobras teriam sido pouco diligentes ao aprovarem a passagem daquele projeto à Fase IV, por não terem aprofundado questionamentos acerca de supostos “sinais de alerta” emitidos pelo corpo técnico. Esse entendimento, contudo, restou vencido pelo voto proferido pelo Diretor Gustavo Gonzalez, que destacou não ser possível confundir a assunção consciente de riscos com desleixo em relação a sinais de alerta, advertindo para o “viés retrospectivo” que frequentemente contamina a leitura *ex post* de decisões negociais.

26. Em suas palavras, embora os pareceres técnicos da Petrobras indicassem riscos e contivessem recomendações, eles também apontavam para a viabilidade do negócio e não

¹⁶ Dir. Rel. Henrique Machado, j. em 03/11/2020.



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
www.cvm.gov.br

invalidavam, por si só, a conclusão constante do DIP AB-PQ 2/2009, não servindo, portanto, como prova de falta de diligência do tomador de decisão. Nesse sentido:

“Noto, em primeiro lugar, que os pareceres técnicos que acompanhavam o DIP 32/2009, apesar de indicarem os riscos do negócio, alguns fazendo recomendações a serem seguidas pela Companhia, também apontavam para a sua viabilidade. [...] Assim, **apesar de apontarem riscos, os pareceres técnicos não invalidavam a conclusão do DIP, não sendo, portanto, prova de falta de diligência do tomador da decisão.** Na minha avaliação, o relatório de inquérito atribui maior peso aos alertas de risco do que às vantagens apontadas nos documentos que foram disponibilizados aos diretores, em típico viés de retrospectiva. [...] 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.”**”

(grifou-se)

27. Ainda sobre a Sistemática Corporativa: embora alguns requisitos nela estabelecidos possam não ter sido integralmente observados antes da aprovação das Fases I e II do Projeto, os elementos constantes dos autos não permitem afirmar, com segurança, que tal normativo funcionasse como um conjunto de regras rígidas, cujo descumprimento culminaria no cometimento de uma ilegalidade. Tudo indica tratar-se, antes, de um instrumento orientador, concebido para apoiar o processo decisório e que conferia à Diretoria Executiva certa margem de discricionariedade para avaliar a conveniência e a oportunidade de dar prosseguimento a



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
www.cvm.gov.br

projetos. Essa mesma leitura foi adotada pela Diretora Flávia Perlingeiro no julgamento do PAS CVM nº 05/2016, ao destacar que:

“Ressalve-se 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. Observo que o fato de não ter sido registrada excepcionalização, embora não reflita padrão de transparência desejável, ou mesmo exigível de uma sociedade de economia mista, não se traduz, de per se, em inobservância do dever de diligência”.

28. Reconheço, em linha com essa ressalva, que o uso dessa margem decisória idealmente deveria ter sido acompanhado de um registro das razões pelas quais se admitiu a flexibilização. Embora tal registro não tenha sido realizado de forma plenamente satisfatória no caso concreto, a meu ver, essa deficiência documental, isoladamente, não é suficiente para caracterizar uma atuação negligente por parte da Diretoria Executiva.

29. De todo modo, independentemente da maior ou menor força vinculante da Sistemática Corporativa, entendo que o descumprimento de parte de suas disposições deve ser interpretado à luz do contexto específico da deliberação tomada em 24/07/2013. Naquele momento, a Diretoria Executiva não estava diante da tarefa de inaugurar um novo projeto em sua fase embrionária, mas sim de reavaliar o curso de uma iniciativa que já se encontrava em estágio avançado de desenvolvimento, acumulando compromissos contratuais relevantes e dispêndios significativos ao longo de vários anos. Diante desse histórico, entendo que eventuais desconformidades procedimentais não podem ser lidas de forma isolada, mas precisam ser contextualizadas dentro de um cenário no qual a interrupção imediata do projeto poderia acarretar perdas ainda mais expressivas.

30. Nessa conjuntura, o não atendimento a determinados aspectos da Sistemática Corporativa não é suficiente para caracterizar falta de diligência por parte dos administradores. Ao contrário, verifica-se que a decisão de 24/07/2013 foi tomada com base em análises técnicas, pareceres corporativos, testes de sensibilidades econômico-financeiras e recomendações das áreas especialistas, que, embora indicassem riscos e margens estreitas de viabilidade, também apontavam – ainda que de forma condicionada – possibilidades de mitigação de perdas e de recuperação parcial do valor investido.



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
www.cvm.gov.br

Considerações finais

31. Por fim, gostaria de trazer algumas considerações sobre duas questões levantadas pelos acusados em sede de defesa e que, a meu ver, justificam duas ordens de comentários.

32. A primeira delas diz respeito à premissa de que a doutrina da *business judgment rule* seria automaticamente aplicável ao caso concreto. Embora tal doutrina contribua com parâmetros comparativos relevantes para a interpretação do dever de diligência vazado no art. 153 da Lei nº 6.404/1976, o direito brasileiro não incorporou formalmente a *business judgment rule* tal como desenvolvida pela jurisprudência norte-americana (em especial, do Estado de Delaware). Por conseguinte, sua utilização deve ser feita com cautela, guardadas sempre as devidas diferenças entre os regimes jurídicos.

33. Entendo que, muito embora a melhor experiência estrangeira possa ser considerada como o “padrão ouro” na definição dos parâmetros de conduta esperados dos administradores, ela é mais bem recepcionada como um importante apoio persuasivo – e não como um caminho vinculante para esta autarquia. Em outras palavras: a *business judgment rule* oferece balizadores úteis à interpretação do art. 153 – uma norma que contém um padrão de conduta articulado de forma bastante ampla –, mas a estrita adesão a tal teste não é requisito para que se conclua em favor do cumprimento do dever de diligência.

34. A esse respeito, é pertinente a advertência feita por Mariana Pargendler no sentido de que o transplante da *business judgment rule* ao direito brasileiro deve considerar as diferenças institucionais entre os sistemas, sobretudo porque a jurisprudência de Delaware se firmou em ambiente muito peculiar, marcado por intensa competição regulatória, o que, por sua vez, gerou determinados efeitos sobre as expectativas que lá recaem sobre a conduta dos administradores:

“Cumpre refletir ainda, sobre a medida em que os contornos assumidos pela *business judgment rule* nos Estados Unidos devem modular a responsabilidade dos administradores no direito brasileiro. Por óbvio, a lei acionária brasileira não exige que seja aqui aplicada a regra da decisão empresarial nos moldes da atual jurisprudência de Delaware – embora, evidentemente, tampouco impeça que seja ela (ou qualquer outra) utilizada como fonte de inspiração. Há, com efeito, poucos traços mais



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
www.cvm.gov.br

característicos da cultura jurídica nacional do que a propensão ao recurso seletivo às soluções de direito estrangeiro. Contudo, importantes razões de ordem jurídica, política e econômica aconselham cautela no transplante de soluções jurídicas consolidadas no contexto norte-americano. De um lado, há considerável margem para dúvidas sobre a eficiência do atual regime de responsabilidade civil dos administradores daquele país. Isso porque a jurisprudência societária de Delaware é sabidamente influenciada pelos interesses desse estado em atrair o maior número possível de companhias a fim de incrementar a sua arrecadação. Vigora nos Estados Unidos, como se sabe, um sistema de ‘competição regulatória’ em matéria societária, pois é lícito às companhias escolher livremente o seu estado de constituição e, por conseguinte, o sistema de direito societário aplicável. Embora o regime jurídico de Delaware, decorrente dessa dinâmica, seja mais favorável aos interesses dos acionistas do que o de outros estados, é nítida a sua preocupação em não desagradar demasiadamente os administradores – os quais, afinal, são responsáveis por propor o registro ou a migração para Delaware (assim também determinando, em última análise, a magnitude de suas receitas tributárias). De outro lado, ainda que a *business judgment rule* seja perfeitamente funcional no sistema norte-americano, daí não necessariamente decorre a sua adequação ao direito brasileiro.”¹⁷.

35. No âmbito sancionador da CVM, nos casos que lidam com a diligência empregada em uma decisão de cunho negocial, a análise deve concentrar-se no **procedimento decisório efetivamente adotado pelos administradores, conforme os padrões esperados de indivíduos em posições semelhantes**, e não na substituição do juízo empresarial quanto à conveniência e oportunidade do investimento. Em qualquer caso, o acerto material da decisão, em si, permanece imune ao controle de mérito pela CVM.

36. Por sua vez, como segunda ordem de comentários, gostaria de destacar que a apreciação da diligência da Diretoria Executiva na deliberação de 24/07/2013 não se altera de modo relevante em razão dos compromissos celebrados com os Estados do Ceará e do Maranhão. Este foi um argumento lateral trazido pelas defesas e que, com a devida vênia, a

¹⁷ Mariana Pargendler, Responsabilidade Civil dos Administradores e *Business Judgment Rule* no Direito Brasileiro, Revista dos Tribunais, v. 953, 2015, p. 56.



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
www.cvm.gov.br

meu ver, pode gerar confusão sobre um aspecto fundamental que deve nortear o funcionamento das sociedades de economia mista.

37. Ainda que a existência de termos de compromisso e de tratativas em curso com entes federativos, que já vinham alocando recursos vultosos para a implantação das Refinarias Premium, pudesse ser considerada como um aspecto importante a ser ponderado pela Diretoria Executiva, o simples fato de a Petrobras ser uma sociedade de economia mista em nada obrigava a companhia, sob a perspectiva societária, a dar prosseguimento ao projeto em quaisquer circunstâncias.

38. Não deixo de admitir, que, como sociedade de economia mista, o interesse social da Petrobras não se limitava à sua finalidade lucrativa – a Companhia é também imbuída de outras prioridades, em decorrência do que prevê o art. 238 da Lei nº 6.404/1976, que autoriza o Estado a “orientar as atividades da companhia de modo a atender ao interesse público que justificou a sua criação”¹⁸.

39. O que deve ser enfatizado é que não se trata do “interesse público” em sua acepção mais ampla do termo. Ao contrário, sociedades de economia mista devem conciliar a finalidade lucrativa, característica de qualquer sociedade anônima, **com o interesse público específico que motivou a sua criação**. Para tanto, é essencial delimitar com precisão o conteúdo desse interesse público, evitando tanto a sua diluição em noções genéricas quanto a sua confusão com políticas públicas alheias ao objeto social da companhia.

40. Tal interesse público não corresponde à função social prevista no art. 154 da lei societária. Como explica Mário Engler Pinto Junior:

“Seria equivocado, porém, confundir o interesse público característico da empresa estatal, com o interesse público que integra o conceito de função social e é comum a todas as empresas, independentemente da origem do capital acionário. Enquanto o primeiro possui foco restrito, está delimitado pelo objeto social e

¹⁸ “A legislação brasileira sobre sociedades anônimas é expressa ao reconhecer na sociedade de economia mista a existência de um interesse público específico. Essa particularidade não decorre automaticamente do controle acionário estatal, mas depende do enquadramento da companhia no modelo diferenciado previsto no capítulo XIX da Lei nº 6.404/76. É o que se depreende do artigo 238, quando autoriza o acionista controlador a orientar as atividades da companhia de modo a atender ao interesse público que justificou a sua criação.” (Mario Engler Pinto Junior, Empresa estatal: função econômica e dilemas societários, 2ª ed., São Paulo: Atlas, 2013, p. 311).



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
www.cvm.gov.br

representa a própria razão de ser da companhia sob controle estatal, o segundo está apoiado em norma geral dirigida indistintamente a qualquer sociedade anônima, abrange um universo definido de indivíduos afetados pela atividade empresarial, e não tem por escopo a execução de políticas públicas”¹⁹.

41. Como se vê, a sociedade de economia mista não se sujeita genericamente ao interesse público, ou ainda, ao interesse do ente estatal que a controla, mas somente àquele interesse específico, que está em sua gênese, previsto na lei autorizativa de constituição da companhia, nos termos do art. 237 da Lei nº 6.404/1976²⁰⁻²¹. Esse é, inclusive, o entendimento adotado pelo Colegiado da CVM ao examinar os limites do interesse público que pode orientar a gestão das sociedades de economia mista:

“O que, a meu ver, o art. 238 parece impedir é que se questione as decisões do controlador quando elas visam a promover o interesse público primário que justificou a criação da companhia. Em outras palavras, a lei permite ao controlador público uma lógica diferente daquela que impõe ao controlador privado. [...] Ademais, a referência a um interesse público específico e limitado, qual seja, aquele que justificou a criação da sociedade de economia mista, denota a preocupação do legislador de limitar a utilização heterodoxa da companhia ao conteúdo de uma norma específica, conferindo

¹⁹ Mario Engler Pinto Junior, “Sociedade de economia mista”, in Fábio Ulhoa Coelho (coord.), Tratado de direito comercial, v. 4: relações societárias e mercado de capitais, São Paulo: Saraiva, 2015, p. 439.

²⁰ Art. 237. A companhia de economia mista somente poderá explorar os empreendimentos ou exercer as atividades previstas na lei que autorizou a sua constituição.

²¹ Vale destacar, a esse respeito, que o direcionamento de uma sociedade de economia mista para fins alheios ao interesse público que justificou a sua criação pode, inclusive, configurar abuso do poder de controle: “As políticas públicas e sociais atendidas pela atuação do Estado como acionista controlador somente são aquelas que justificaram a instituição da sociedade de economia mista; caso contrário, ficará caracterizado o abuso do poder de controle. Não é aceitável, exemplificando, que se determine o ‘congelamento’ do preço de bens produzidos por determinada sociedade de economia mista, reduzindo a sua margem de lucro frente às concorrentes, com vistas a combater a inflação. Também constitui abuso do controlador sua ingerência na gestão ordinária da companhia para determinar suas políticas de publicidade ou vetar contratos de prestação de serviço, por exemplo. Ao constituir uma empresa estatal, o Estado visa à produção de determinado bem ou serviço, para atender algum objetivo de política pública, ou porque o capital privado não tem condições ou interesse em produzi-lo, ou, ainda, porque se decidiu excluir aquela atividade produtiva da esfera privada. Ocorre que, frequentemente, o Estado atribui-lhe objetivos complementares, não necessariamente vinculados aos que inspiraram sua instituição, como praticar preços inferiores aos de mercado, gerar empregos, ou promover o desenvolvimento de determinada região. [...] A implementação de tais objetivos complementares de Governo, não inseridos no objeto social da sociedade de economia mista, pode constituir abuso do poder de controle, por caracterizar a adoção de políticas ou decisões que não tenham por fim o interesse da companhia e visem a causar prejuízos aos acionistas minoritários e investidores (artigo 117, § 1º, alínea ‘c’).” (Nelson Eizirik, A Lei das S/A Comentada, v. IV, 3^a ed., São Paulo: Quartier Latin, 2021, pp. 232-233).



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
www.cvm.gov.br

previsibilidade e segurança jurídica aos investidores em geral. A parte final do art. 238 somente se explica pela intenção do legislador de limitar o interesse público que pode mover o Estado. Isto porque seria desnecessário dizer ao Estado que deve agir orientado pelo interesse público – é premissa de toda ação do Estado se pautar por algum interesse público, de grande ou reduzida extensão, em especial, quando o Estado abre uma exceção à regra da livre iniciativa e resolve exercer uma atividade econômica por meio de uma empresa pública ou de economia mista. Assim, não haveria razão de expressar esta faculdade no art. 238, caso não fosse necessário limitar este interesse pelo qual se legitimam práticas heterodoxas do Estado como controlador. **O Estado, assim, não está autorizado a conduzir os negócios da companhia com base em qualquer interesse público, mas tão somente aquele enunciado na lei que criou a respectiva estatal.**²² (grifou-se)

42. A mesma lógica parece estar refletida na Lei nº 13.303/2016²³, mesmo que sob outros termos. O seu art. 27 se refere à “função social de realização do interesse coletivo ou de atendimento a imperativo da segurança nacional expressa no instrumento de autorização legal para a sua criação”, a qual, em linha com o ensinamento transcrito acima, entendo não se equiparar à função social do art. 154 da lei societária.

43. No caso da Petrobras, a Lei nº 9.478/1997 – sua lei autorizativa desde que revogou a Lei nº 2.004/1953, que a havia criado – lhe atribui o exercício de atividades voltadas à exploração de petróleo, gás e derivados. Muito embora o interesse público relacionado ao exercício de tais atividades possa convergir com os interesses de Estados-membros da Federação, esse não será necessariamente sempre o caso.

44. Consequentemente, compromissos firmados e em negociação com os estados do Ceará e Maranhão, embora relevantes do ponto de vista político, federativo e até reputacional, não

²² PAS CVM nº RJ2013/6635, Dir. Rel. Luciana Dias, j. em 26/05/2015. No mesmo sentido: “Assim, o art. 238 da Lei 6.404/76 expressamente declara que o controlador da sociedade de economia mista ‘poderá orientar as atividades da companhia de modo a atender ao interesse público que justificou a sua criação’. Mas se trata, como se vê, de autorização qualificada: não é qualquer interesse público que poderá ser visado pelas atividades da sociedade de economia mista, mas apenas aquele que justificou sua criação.” (PAS CVM nº RJ07/2003, Rel. Pres. Marcelo Trindade. j. em 04/07/2007).

²³ Art. 27. A empresa pública e a sociedade de economia mista terão a função social de realização do interesse coletivo ou de atendimento a imperativo da segurança nacional expressa no instrumento de autorização legal para a sua criação.



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
www.cvm.gov.br

poderiam isoladamente, sob a ótica societária, vincular a Petrobras à aprovação ou à continuidade do Projeto caso a administração entendesse, com base nas informações técnicas disponíveis, que essa decisão não seria a melhor para a Companhia ou para o interesse público específico que lhe compete perseguir.

45. Ante o exposto, concluo que não houve violação ao dever de diligência previsto no art. 153 da Lei das S.A., uma vez que a decisão tomada pela Diretoria Executiva na reunião realizada em 24/07/2013 **decorreu de procedimento adequado, que tomou por base elementos técnicos submetidos àquele colegiado para apreciação e ponderação dos riscos então identificados**. Acompanho, portanto, a conclusão do Diretor Relator pela absolvição dos acusados.

É como voto.

Rio de Janeiro, 23 de dezembro de 2025.

Marina Copola

Diretora