



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 19957.004207/2021-15

Reg. Col. 3056/24

Acusados: Bayard de Paoli Gontijo; Eurico de Jesus Teles Neto; Flavio Nicolay Guimarães; Jason Santos Inácio; Marco Norci Schroeder

Assunto: Apurar responsabilidade de diretores da Oi S.A. pelo descumprimento dos arts. 153, 176, *caput*, e 177, *caput* e §3º, da Lei nº 6.404/1976 e dos arts. 14 e 26 da Instrução CVM nº 480/2009 no contexto de elaboração das demonstrações financeiras dos exercícios sociais de 2015 e 2016

Relatora: Diretora Marina Copola

VOTO

I. INTRODUÇÃO

1. Como descrito no relatório¹, trata-se de PAS instaurado pela SPS para apurar a responsabilidade de Bayard Gontijo, Eurico Neto, Flavio Guimarães, Jason Inácio e Marco Schroeder, na qualidade de diretores da Oi, pelo descumprimento dos arts. 153, 176, *caput*, e 177, *caput* e §3º, e dos arts. 14 e 26 da Instrução CVM nº 480/2009 no contexto de elaboração das demonstrações financeiras dos exercícios sociais de 2015 e 2016.
2. O primeiro núcleo de imputações recai sobre as Demonstrações Financeiras de 2015. A Acusação entende que os Diretores teriam infringido os arts. 176, *caput*, e 177, *caput* e §3º, da Lei nº 6.404/1976 e os arts. 14 e 26 da Instrução CVM nº 480/2009, ao fazer elaborar demonstrações financeiras que não representavam adequadamente a situação patrimonial da Companhia, em desacordo com os itens QC12 do PT CPC 00 (R1) e 15 do PT CPC 26 (R1).
3. A segunda imputação tem objeto mais específico. Para a SPS, os acusados teriam violado o dever de diligência previsto no art. 153 da Lei nº 6.404/1976 ao não impedir a

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



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

adoção, pela Companhia, de práticas relacionadas aos depósitos judiciais que vieram a impactar significativamente as Demonstrações Financeiras de 2015 e 2016.

4. Ausente qualquer controvérsia relativa a questões preliminares, passo diretamente à análise do mérito.

II. MÉRITO

5. Para o correto tratamento deste PAS, a análise do mérito será dividida seguindo os dois núcleos de imputação formulados pela Acusação. Para fins de organização desse voto, trato primeiro da questão da fidedignidade das Demonstrações Financeiras de 2015, e, em seguida, da imputação específica de alegada falta de diligência dos acusados devido ao tratamento do ajuste relacionado à baixa de depósitos judiciais e ao aumento de provisões para contingências.

II.A. Elaboração de demonstrações financeiras fidedignas ante a situação patrimonial da companhia

6. É amplamente reconhecido que a distribuição de informações no mercado é feita de maneira desigual. Recorrendo à terminologia de Vidigal², essa diferença informacional é fato global do mercado, que o regime jurídico da informação no mercado de valores mobiliários tenta equalizar a fim de evitar a criação de posições extremamente discrepantes entre os participantes de uma mesma relação econômica³.

7. A esse respeito, Gustavo Gonzalez explica que:

“A regulação do mercado de capitais baseada na imposição de deveres informacionais foi pensada como uma solução equilibrada, que protege o público investidor sem interferir diretamente na condução dos negócios e no funcionamento do próprio mercado de capitais [...] A proteção do público investidor por meio de regras de *disclosure* pressupõe que as informações

² Geraldo de Camargo Vidigal, Teoria geral do Direito Econômico, São Paulo: Revista dos Tribunais, 1977, p. 103.

³ Cf., nesse sentido, Marina Palma Copola, Regime Jurídico da Informação no Mercado de Valores Mobiliários – Função da Informação no Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro, Dissertação de Mestrado, Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2013.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

divulgadas serão corretamente interpretadas e refletidas no preço dos valores mobiliários ofertados ou negociados no mercado”⁴.

8. Nesse modelo, as demonstrações financeiras ocupam posição central. Nas palavras de Bulhões Pedreira, elas são “quadros elaborados com base em escrituração mercantil e acompanhados de notas explicativas que apresentam, de modo resumido e com disposição que facilita sua compreensão, informações quantificadas sobre o patrimônio da companhia”. Essa função de sintetizar, padronizar e tornar inteligível a situação patrimonial e financeira da sociedade anônima confere às demonstrações financeiras importância decisiva na tomada de decisões pelos acionistas e investidores, e, por isso, são da maior importância para estes e para o público em geral no processo de tomada de decisão e de formação de preços⁵⁻⁶.

9. Dada a relevância das demonstrações financeiras para o funcionamento do mercado de capitais, recai sobre a administração da companhia o dever de zelar por sua fidedignidade e conformidade com as normas contábeis aplicáveis. Esse encargo vai além da mera supervisão formal: implica a responsabilidade de estabelecer mecanismos organizacionais e controles internos que assegurem que os números divulgados ao mercado representem, de maneira verdadeira e transparente, a situação econômica da empresa. Não se trata, evidentemente, de exigir infalibilidade dos administradores, nem tampouco de presumir má-fé diante de todo erro. A realidade demonstra que, mesmo na ausência de fraude, podem ocorrer distorções inadmissíveis quando a estrutura de governança contábil não é capaz de conter vieses interpretativos, desorganização processual ou incentivos conflitantes. É nesse

⁴ Gustavo Machado Gonzalez, O Full and Fair Disclosure no Direito Aplicado: A Simetria Perseguida e as Assimetrias Toleradas, in André Pitta e Guilherme Setoguti (coords.), Direito societário e outros temas de direito empresarial aplicado, São Paulo: Quartier Latin, 2021, pp. 415-416.

⁵ Marina Palma Copola, *op. cit.*, pp. 244-245.

⁶ Cf., no mesmo sentido, “[a]s informações contábeis, quando calcadas na essência econômica, podem fornecer dados relevantes, não apenas sobre o desempenho do passado, mas, principalmente, sobre o desempenho futuro das companhias, o que impacta a cotação das ações [...] As informações contábeis nos mercados de capitais modernos e globalizados têm papel fundamental na diminuição da assimetria informacional entre administradores (possuidores de informações privilegiadas) e os diversos stakeholders (os demais interessados nas companhias, tais como: acionistas minoritários, investidores, funcionários, clientes, fornecedores, credores, etc.). Nas últimas décadas, as informações contábeis assumiram papel relevante para os investidores, pois passaram a conter dados significativos que explicam o comportamento do preço das ações” (Nelson Eizirik, “Art. 176”, in A Lei das S/A Comentada – Arts. 138 a 205, 3ª ed., 2021, p. 376).



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

terreno, muitas vezes cinzento, que se situa a análise deste caso e de tantos outros que passam por esta autarquia.

10. Nesse sentido, apesar do reconhecimento de que as demonstrações financeiras não são imunes a falhas, há erros cuja natureza ou magnitude conduz a representações substancialmente distintas da realidade econômica que as demonstrações financeiras deveriam retratar. Nesses casos, é necessário examinar se a distorção – ou a impossibilidade de evitá-la – decorreu de uma conduta que, à luz das informações então disponíveis e das funções atribuídas aos administradores, se mostra incompatível com os deveres que eram impostos a tais indivíduos.

11. O art. 176 da Lei nº 6.404/1976 atribui à diretoria o dever de, ao fim de cada exercício, fazer elaborar as demonstrações financeiras “com base na escrituração mercantil da companhia”, de modo que expressem “com clareza a situação do patrimônio da companhia e as mutações ocorridas no exercício”⁷⁷. O art. 177, §3º, por sua vez, sujeita as demonstrações das companhias abertas às normas expedidas pela CVM. Comando similar era imposto pelos arts. 14 e 26 da Instrução CVM nº 480/2009.

12. Em complemento, o item QC12 do PT CPC 00 (R1), vigente à época, estabelecia que, para ser útil, a informação contábil deveria representar com fidedignidade o fenômeno econômico a que se referia, buscando ser completa, neutra e livre de erro. No mesmo sentido, o item 15 do PT CPC 26 (R1) exigia a representação apropriada da posição financeira e patrimonial, do desempenho e dos fluxos de caixa da entidade, a partir da representação fidedigna das transações, eventos e condições relevantes.

13. De tais normativos extrai-se que compete à diretoria da companhia elaborar as demonstrações financeiras com base na escrituração mercantil, assegurando que elas expressem com clareza, fidelidade e completude a real situação patrimonial da companhia e os efeitos econômicos relevantes. Trata-se de um dever legal que exige não apenas obediência

⁷⁷ Art. 176. Ao fim de cada exercício social, a diretoria fará elaborar, com base na escrituração mercantil da companhia, as seguintes demonstrações financeiras, que deverão exprimir com clareza a situação do patrimônio da companhia e as mutações ocorridas no exercício: I - balanço patrimonial; II - demonstração dos lucros ou prejuízos acumulados; III - demonstração do resultado do exercício; IV – demonstração dos fluxos de caixa; e V – se companhia aberta, demonstração do valor adicionado.



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 normas contábeis e aos princípios da legislação comercial, mas também o compromisso com a qualidade, integridade e utilidade da informação fornecida ao mercado.

14. É sob essa perspectiva que entendo deva ser examinado o primeiro núcleo de imputações. O que importa verificar é se, diante das circunstâncias existentes à época, houve falha imputável aos Diretores no processo destinado a assegurar que as Demonstrações Financeiras de 2015 e 2016 refletissem adequadamente a situação patrimonial da Companhia e observassem as normas contábeis aplicáveis.

15. Os números envolvidos justificam um exame cuidadoso. Em março de 2018, a Oi anunciou que os ajustes contábeis acumulados a serem reconhecidos em seu patrimônio líquido alcançariam aproximadamente R\$21 bilhões⁸. Na reapresentação dos saldos de 01/01/2016, o patrimônio líquido consolidado passou de aproximadamente R\$20,4 bilhões para R\$2,4 bilhões.

16. A Peça de Acusação discrimina uma série de ajustes que contribuíram para essa diferença. Os de maior expressão estiveram relacionados, essencialmente, ao reconhecimento da Mais-Valia, à subsequente redução ao valor recuperável dos ativos e aos efeitos desse ajuste sobre os tributos diferidos, assim como à baixa de depósitos judiciais e à revisão das provisões para contingências.

17. O ajuste relativo aos tributos diferidos está, em parcela relevante, associado à revisão do valor recuperável dos ativos e das projeções de geração de lucros tributáveis. Por essa razão, entendo que a questão central pode ser examinada a partir da controvérsia sobre a Mais-Valia. Por sua vez, os ajustes relativos à baixa de depósitos judiciais serão analisados mais detidamente na próxima subseção, em que trato da imputação de falta de dever de diligência.

18. Por essa razão, dou enfoque, a seguir, nos ajustes relativos à Mais-Valia e à redução ao valor recuperável.

Mais-Valia e redução ao valor recuperável

19. A primeira dessas questões exige alguma reconstrução histórica.

⁸ Fato Relevante divulgado pela Oi em 28.03.2018. Cf. também os §§3º a 7º da Peça Acusatória.



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

20. A Mais-Valia remonta à aquisição da BrT pelo Grupo Oi em 2009. Na contabilização da combinação de negócios, foram reconhecidas diferenças entre o valor contábil de determinados ativos adquiridos e seus respectivos valores atribuídos no âmbito da operação, além de outros efeitos relacionados à aquisição. Posteriormente, em 2012, uma nova reorganização, destinada a simplificar a estrutura societária do grupo, fez com que a BrT, então já sob a denominação social de Oi, incorporasse sociedades que integravam a cadeia de controle. Como consequência dessas incorporações, os valores relativos à Mais-Valia passaram a constar do ativo da própria Oi.

21. Esse tratamento foi submetido ao crivo desta autarquia. A questão, naquele momento, dizia respeito precisamente aos efeitos que uma reorganização realizada dentro do mesmo grupo societário poderia produzir sobre a localização contábil da Mais-Valia originalmente surgida na aquisição da BrT. Em decisão de 24/04/2013, o Colegiado entendeu que a reorganização não justificava a manutenção desse valor no balanço individual da Oi e determinou que a Mais-Valia fosse estornada da Companhia e recomposta na TmarPart, que permanecia como sua controladora. A Oi deu cumprimento à decisão ainda em 2013. Assim, a Mais-Valia não surgiu na TmarPart: ela decorria da aquisição da BrT e, depois de sucessivas reorganizações internas, foi recomposta contabilmente na TmarPart em cumprimento à orientação desta autarquia. O parecer contábil de 2015 reconstrói expressamente essa sequência e registra que, após a reorganização de 2012, a CVM determinou o estorno da Mais-Valia da Oi e sua recomposição na TmarPart.

22. Em 2015, contudo, ocorreram fatos novos. Os acordos de acionistas que estruturavam o controle compartilhado da TmarPart foram resilidos e, posteriormente, a TmarPart foi incorporada pela Oi. Em 30/06/2015, a Mais-Valia registrada no balanço da TmarPart correspondia a aproximadamente R\$6,3 bilhões. A Companhia entendeu que a resilição dos acordos de acionistas havia produzido a perda do controle da Oi pela TmarPart e que, como consequência, a Mais-Valia deveria ser baixada antes da incorporação. Assim, quando 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

TmarPart foi incorporada pela Oi, em 01/09/2015, a Companhia não incorporou esse valor ao seu balanço⁹.

23. Essa posição foi adotada com assessoramento técnico. A Oi obteve, de um lado, parecer jurídico elaborado pelo Professor Nelson Eizirik e, de outro, parecer contábil elaborado pelos Professores Nelson Carvalho, Eliseu Martins e Bruno Salotti¹⁰.

24. O parecer jurídico concluiu, em síntese, que a resilição dos acordos de acionistas produzia efeitos imediatos e desarticulava o grupo de controle até então existente, ainda que a resilição estivesse sujeita a condição resolutiva relacionada à posterior incorporação da TmarPart. A premissa jurídica era, portanto, a de que a perda de controle ocorria antes da incorporação. A partir disso, o parecer contábil concluiu que a perda de controle exigiria a remensuração do investimento mantido pela TmarPart na Oi e a consequente baixa da mais-valia que havia sido reconhecida quando da aquisição da Brasil Telecom. Por isso, quando da posterior incorporação da TmarPart, esse valor já não integraria o patrimônio a ser transferido à Oi.

25. Por essa razão, não vejo como qualificar a posição inicialmente adotada pela Companhia como desprovida de fundamento técnico. Havia uma questão jurídica e contábil efetivamente controvertida, decorrente de uma reorganização que introduzia fatos distintos daqueles examinados anteriormente pela CVM, e a diretoria buscou assessoramento especializado justamente para enfrentá-la.

⁹ Cf. Relatório dos auditores independentes sobre as demonstrações financeiras em 31 de dezembro de 2016 e 2015 (doc. nº 0785897, p. 25): “Em relação ao acervo líquido da TmarPart cumpre mencionar que em 30 de junho de 2015 havia registrado no balanço da TmarPart uma mais valia do ativo imobilizado e intangível de **R\$ 6.347 milhões**, líquido de impostos. Com base nos eventos societários ocorridos entre 30 de junho de 2015 e a data de incorporação em 1 de setembro de 2015, notadamente a extinção dos Acordos de Acionistas então vigentes com relação à TmarPart e a aprovação, pela Assembleia Geral Extraordinária da Companhia realizada em 1 de setembro de 2015, da abertura de prazo para conversão voluntária de ações preferenciais em ordinárias da Companhia e da incorporação da TmarPart pela Companhia, nos pareceres técnicos externos contábeis e jurídicos obtidos pela Companhia e considerando a ausência de norma contábil específica sobre incorporações de entidades sob controle comum nas Normas Internacionais de Relatório Financeiro (“IFRS”) e práticas contábeis adotadas no Brasil e a existência de interpretações indicando que, na incorporação, a manutenção ou estorno da mais valia é uma escolha de política contábil, a Companhia não havia registrado no seu balanço a referida mais valia.”

¹⁰ Cf. autos do Processo CVM nº RJ2015/13038, fls. 22-62.



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

26. Isso não passou, contudo, sem questionamentos. Os auditores independentes discordaram da solução adotada e incluíram ressalva no relatório de revisão das informações intermediárias referentes a 30/09/2015.

27. Diante dessa divergência, em 07/12/2015, a Oi formulou consulta à CVM sobre o tratamento contábil adequado para a Mais-Valia. As Demonstrações Financeiras de 2015 foram divulgadas antes da conclusão da análise dessa consulta e preservaram o entendimento até então adotado pela Companhia, acompanhadas da correspondente ressalva dos auditores.

28. Em 29/07/2016, a SEP, por meio do Ofício nº 149/2016/CVM/SEP/GEA-5, concluiu que a Mais-Valia não deveria ter sido baixada na TmarPart e deveria integrar o acervo posteriormente incorporado pela Oi, preservada a base de avaliação dos ativos decorrente da aquisição da BrT.

29. A Companhia, então, reviu sua posição e rerepresentou os saldos, reconhecendo a Mais-Valia. A meu ver, essa sequência não autorizaria, isoladamente, a responsabilização dos Diretores pela posição anteriormente adotada neste tema. Uma divergência técnica fundada, submetida inclusive à apreciação do regulador, não se transforma em ilícito apenas porque a interpretação posteriormente acolhida pela área técnica foi outra.

30. Há, no entanto, uma segunda questão, distinta da primeira e que considero mais relevante para a análise da imputação.

31. Ao reconhecer a Mais-Valia em decorrência da manifestação da SEP, a Companhia passou a reconhecer contabilmente um ativo de valor expressivo. Isso exigia enfrentar uma questão autônoma: se aquele valor era, de fato, recuperável nas condições econômicas existentes na data-base a que se referia.

32. Nas Demonstrações Financeiras de 2016, embora a Mais-Valia tenha sido reconhecida na rerepresentação do saldo de abertura de 01/01/2016, não foi reconhecida a correspondente perda por redução ao valor recuperável. Somente nas Demonstrações Financeiras de 2017 a Companhia corrigiu retrospectivamente esse ponto, reconhecendo, para 01/01/2016, perda estimada de R\$7,591 bilhões, antes dos efeitos tributários¹¹.

¹¹ Cf. a Peça Acusatória, §§18 a 21. O ajuste de R\$7,591 bilhões refere-se ao valor antes dos efeitos tributários e à data-base de 01/01/2016.



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

33. A Companhia justificou que, somente após a aprovação do PRJ, em dezembro de 2017, e sua homologação, em janeiro de 2018, teria sido possível definir as premissas necessárias para realizar adequadamente o teste de recuperabilidade dos ativos de vida útil definida e de longa duração.

34. Reconheço que o PRJ poderia fornecer informações importantes para uma estimativa mais precisa. Não entendo, porém, que tal evento afaste a exigência de uma avaliação anterior.

35. O Pronunciamento Técnico CPC 01 – Redução ao Valor Recuperável de Ativos¹² estabelece justamente um mecanismo destinado a impedir que ativos permaneçam registrados por valores superiores aos passíveis de recuperação. A forma de aplicação desse mecanismo, contudo, varia conforme a natureza do ativo. Para alguns ativos, como o ágio por expectativa de rentabilidade futura (*goodwill*) e determinados ativos intangíveis, o teste de recuperabilidade deve ser realizado periodicamente independentemente da existência de indícios de desvalorização. Para os demais, a entidade deve avaliar, ao fim de cada período de reporte, se existem indicações de que o ativo possa ter sofrido desvalorização e, caso existam, estimar formalmente o seu valor recuperável.

36. A questão, portanto, é entender se, diante das circunstâncias então existentes, havia elementos que tornavam obrigatória a estimativa do valor recuperável dos ativos. A meu ver, eles existiam.

37. O primeiro indício seria a materialidade do ativo, que se mostrava elevada, e justificou não uma, mas duas consultas diferentes para a CVM. Em segundo lugar, o próprio tempo transcorrido entre a aquisição da BrT pelo Grupo Oi (em 2009) e os fatos objetos do processo,

¹² Pronunciamento Técnico CPC 01 – Redução ao Valor Recuperável de Ativos: “Objetivo e alcance 1. O objetivo do Pronunciamento Técnico CPC 01 – Redução ao Valor Recuperável de Ativos é definir procedimentos visando a assegurar que os ativos não estejam registrados contabilmente por um valor superior àquele passível de ser recuperado no tempo por uso nas operações da entidade ou em sua eventual venda. Caso existam **evidências claras de que os ativos estão registrados por valor não recuperável no futuro, a entidade deverá imediatamente reconhecer a desvalorização, por meio da constituição de provisão para perdas.** 2. O Pronunciamento aplica-se a todos os ativos ou conjunto de ativos relevantes relacionados às atividades industriais, comerciais, agro-pecuárias, minerais, financeiras, de serviços e outras. No caso de pronunciamento específico que trate da matéria para alguma classe de ativos em particular, prevalecerá essa determinação específica. Processo de identificação da existência de ativos desvalorizados 3. **A entidade deve avaliar, no mínimo por ocasião da elaboração das demonstrações contábeis anuais, se há alguma indicação de que seus ativos ou conjunto de ativos porventura perderam representatividade econômica, considerada relevante.** Se houver indicação, a entidade deve efetuar avaliação e reconhecer contabilmente a eventual desvalorização dos ativos.”



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

que, como visto, também envolvem novas reorganizações de natureza societária. Além disso, durante a elaboração das Demonstrações Financeiras de 2015, os auditores independentes mencionam que a ressalva formulada no relatório de auditoria não dizia respeito apenas à decisão da Companhia de excluir a Mais-Valia de seu balanço, mas também à correspondente perda por redução ao valor recuperável¹³.

38. No caso concreto, portanto, não se estava diante de uma mera possibilidade abstrata de desvalorização ou de um risco identificado apenas posteriormente, porque a necessidade de redução ao valor recuperável já havia sido expressamente sinalizada.

39. Nesse contexto, a justificativa de que apenas a aprovação e a homologação do PRJ teriam permitido definir premissas adequadas para o teste não me parece suficiente. A obrigação da redução ao valor recuperável não surge quando se torna possível trabalhar com as melhores premissas imagináveis. O fato de informações posteriores permitirem aprimorar uma estimativa não dispensa a administração de realizar, em cada data-base ou quando exigível, a melhor avaliação possível a partir das informações então disponíveis.

¹³ Cf. relatório dos auditores independentes, no âmbito das demonstrações financeiras de 2015: “Base para opinião com ressalva sobre as demonstrações financeiras Mais valia e redução ao valor recuperável (“impairment”) de ativos Conforme divulgado na Nota Explicativa nº 1, a Companhia incorporou sua acionista Telemar Participações S.A. (“TmarPart”) em 1º de setembro de 2015. Os ativos da TmarPart incluíam a mais-valia originada na aquisição da Brasil Telecom Participações S.A. (“BrT”, atualmente Oi S.A.), que como permitido pela Comissão de Valores Mobiliários – CVM, em seu OFÍCIO/CVM/SEP/GEA-5/N.º 119/2013, foi estornada dos livros da Companhia e recomposta em nível consolidado da TmarPart, até a sua completa amortização em 2025. Embora, não exista norma contábil específica sobre incorporações de entidades sob controle comum nas IFRS e práticas contábeis adotadas no Brasil, interpretações indicam que, na incorporação, a manutenção ou estorno da mais-valia seria uma escolha de prática contábil pela Companhia. No entanto, o posicionamento contido no Ofício CVM é pela sua manutenção nas demonstrações financeiras consolidadas da acionista TmarPart. Conforme descrito na Nota Explicativa nº 23.c, a Companhia, na incorporação, não incluiu a mais-valia no acervo líquido. Consequentemente, em 31 de dezembro de 2015, os saldos do ativo não circulante e do patrimônio líquido estão apresentados a menor em R\$ 1.233.299 mil, referente ao saldo líquido da mais-valia no montante de R\$ 9.079.988 mil deduzido da perda por redução ao valor recuperável (“impairment”) de R\$ 7.211.353 mil e dos efeitos tributários de R\$ 635.336 mil. **O prejuízo do exercício findo naquela data está apresentado a menor em R\$ 4.993.072 mil, referente ao não registro da amortização da mais-valia de R\$ 233.579 mil e da perda de seu valor recuperável de R\$ 4.759.493 mil, ambos líquidos dos efeitos tributários.** A administração da Oi S.A. apresentou uma consulta técnica à CVM sobre a política contábil adotada, a qual está sob análise do regulador. **Opinião com ressalva Em nossa opinião, exceto pelos efeitos do assunto descrito no parágrafo —Base para opinião com ressalva sobre as demonstrações financeiras**, as demonstrações financeiras individuais e consolidadas acima referidas apresentam adequadamente, em todos os aspectos relevantes, a posição patrimonial e financeira individual e consolidada da Oi S.A. em 31 de dezembro de 2015, o desempenho individual e consolidado de suas operações e os seus respectivos fluxos de caixa para o exercício findo naquela data, de acordo com as práticas contábeis adotadas no Brasil e com as normas internacionais de relatório financeiro (IFRS) emitidas pelo International Accounting Standards Board – IASB.” (grifos meus).



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

40. Nesse ponto, a própria correção promovida posteriormente é particularmente relevante. A perda foi calculada retrospectivamente para 01/01/2016. Não se tratou, portanto, apenas do reconhecimento de um fato econômico surgido com a recuperação judicial anos depois, mas da revisão do valor atribuído àqueles ativos naquela data-base.

41. Nesses termos, o ponto decisivo, a meu ver, está na precisa delimitação da irregularidade. Não atribuo responsabilidade aos Diretores pelo fato de as Demonstrações Financeiras de 2015 terem sido originalmente elaboradas sem o reconhecimento da Mais-Valia. Como exposto, a solução então adotada encontrava respaldo em pareceres técnicos e se inseria em contexto societário distinto daquele anteriormente examinado pela CVM¹⁴, além de envolver matéria para a qual não havia disciplina contábil que resolvesse diretamente o tratamento da Mais-Valia naquele cenário¹⁵.

42. A falha que identifiquei é, portanto, posterior e mais específica. Depois da manifestação da SEP, a Companhia corretamente reviu seu entendimento e, nas Demonstrações Financeiras de 2016, reapresentou o saldo de abertura de 01/01/2016 para reconhecer a Mais-Valia. Essa correção, contudo, foi incompleta: ao mesmo tempo em que reconheceu retrospectivamente o ativo, a Oi deixou de refletir a correspondente perda por redução ao valor recuperável. E, nesse segundo ponto, não era necessário aguardar o surgimento de novos indícios de desvalorização.

43. Em contrapartida, não há nos autos demonstração de que, à época, tenha sido realizada uma avaliação contemporânea do valor recuperável que permitisse responder a essa segunda questão, ainda que sob a premissa alternativa de que a Mais-Valia deveria permanecer

¹⁴ No âmbito do Processo CVM nº RJ2012/9365, d. 24/04/2013, que examinou o tratamento contábil da Mais-Valia no contexto da reorganização societária realizada em 2012, quando a TmarPart permanecia como controladora da Oi. Em 2015, contudo, a operação foi precedida pela rescisão dos acordos de acionistas que estruturavam o controle compartilhado da Companhia, circunstância que, segundo os pareceres obtidos pela Oi, produziria a perda imediata do controle pela TmarPart antes de sua incorporação e levaria a Oi a uma estrutura de capital pulverizado, sem acionista controlador definido.

¹⁵ Cf. parecer contábil elaborado por Nelson Carvalho, Eliseu Martins e Bruno Salotti, de 19/06/2015 (Proc. RJ2015/13038, fls. 59) no qual os pareceristas, ao examinarem o tratamento contábil da operação, registraram: “Portanto, seguindo as determinações do item 78 da ICPC 09 (R2), a companhia deve desenvolver uma política contábil específica para o tratamento dessa transação, tomando por base a prevalência da substância econômica sobre a forma jurídica. E isso está totalmente alinhado à norma contábil internacional que trata de seleção de políticas contábeis, a IAS 8- Accounting Policies, Changes in Accounting Estimates and Errors, com a sua equivalente brasileira CPC 23- Políticas Contábeis, Mudança de Estimativa e Retificação de Erro. Essas normas estabelecem, em seu item 10, que, se houver ausência de uma norma que se aplique especificamente a uma transação, outro evento ou condição, a administração deve exercer seu julgamento no desenvolvimento e aplicação de política contábil que resulte em informação RELEVANTE e CONFIÁVEL.”



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

registrada. A defesa tampouco esclarece a razão pela qual esse exame não poderia ter sido realizado com as informações então existentes, nem indica que existia alguma controvérsia a respeito da efetiva desvalorização dos ativos.

44. Em resumo: a Companhia agiu corretamente ao rever o tratamento da Mais-Valia depois da manifestação da SEP, mas, ao fazê-lo com efeitos retrospectivos, deveria ter refletido também a redução ao valor recuperável. Não se trata, assim, de responsabilizar os Diretores pela interpretação contábil originalmente adotada em 2015, mas pela manutenção, na posição reapresentada em 01/01/2016, de ativo por valor superior ao que poderia ser recuperado.

45. Tal prática resultou em distorções relevantes na representação das demonstrações financeiras da Oi, comprometendo a clareza, a precisão e a fidedignidade das informações prestadas ao mercado. A prestação inadequada dessas informações impediu que os acionistas e o público investidor avaliassem adequadamente a real situação econômico-financeira da Companhia.

46. Por essas razões, entendo ter restado caracterizada a infração aos arts. 176, *caput*, e 177, *caput* e §3º, da Lei nº 6.404/1976 e aos arts. 14 e 26 da Instrução CVM nº 480/2009, assim como aos itens QC12 do PT CPC 00 (R1) e 15 do PT CPC 26 (R1).

Os demais ajustes suscitados na Peça de Acusação

47. No que se refere às fragilidades relacionadas aos demais ajustes divulgados nas Demonstrações Financeiras de 2017, entendo que não foram reunidos elementos suficientes para atribuí-los a uma falha dos acusados, nem mesmo indireta. Embora se reconheça que havia, à época, um direcionamento institucional voltado à geração de caixa, não há evidência suficiente de que as falhas identificadas decorreram de omissão ou conduta direta dos administradores.

48. O exemplo mais relevante nesse sentido envolve as inconsistências no reconhecimento de receitas e despesas intercompanhias. O Relatório de Controles Internos apontou que serviços prestados internamente não estavam sendo corretamente registrados como despesas ou obrigações nas empresas contratantes, o que comprometeu a qualidade das informações consolidadas. Contudo, trata-se de falha de natureza operacional, cuja origem remonta a 2013,



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

quando foi iniciado um projeto de automação denominado “Dupla Contabilização”. Dada a ausência, nos autos, de informações suficientes sobre a evolução e governança desse projeto, não é possível concluir que a deficiência decorreu de falha ou negligência dos Diretores ora acusados.

49. Da mesma forma, com relação às fragilidades relacionadas a ajustes de menor materialidade identificados no processo, não há indícios de que resultaram da atuação ou da omissão dos Diretores, tampouco de falha na estrutura de governança por eles implementada.

Quanto às práticas relacionadas à baixa dos depósitos judiciais

50. A esse respeito, observa-se que, ao tratar das práticas relacionadas à baixa de depósitos judiciais e ao aumento de provisões para contingências, a SPS atribui aos acusados expressamente a violação ao art. 153 da Lei nº 6.404/1976. A leitura da Peça de Acusação não permite concluir com o mesmo rigor se, ao ver da SPS, tais práticas também dariam causa à violação aos arts. 176, *caput*, e 177, *caput* e §3º, da Lei nº 6.404/1976 e aos arts. 14 e 26 da Instrução CVM nº 480/2009, uma vez que tal núcleo de imputação é apresentado de forma ampla.

51. De toda forma, adoto o entendimento de que, partindo de uma leitura completa e lógica da Peça de Acusação, tais práticas também teriam supostamente dado causa à violação das referidas normas. Não obstante, como a análise desse ponto à luz do art. 153 da Lei nº 6.404/1976 conduzirá à conclusão de que não houve descumprimento da lei, conforme se verá, afasto os potenciais efeitos gerados por este conjunto fático do núcleo de imputação tratado nesta seção.

A individualização da responsabilidade dos acusados

52. No que diz respeito à individualização da responsabilidade dos acusados, conforme entendimento consolidado deste Colegiado, se o estatuto social for silente sobre o diretor



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

responsável pela elaboração das demonstrações financeiras, perante a CVM, a responsabilidade será de todos os membros da diretoria estatutária¹⁶⁻¹⁷.

53. No presente caso, como apurado pela Acusação, o estatuto social da Oi vigente à época dos fatos dispunha, em seu art. 35, §3º, que a diretoria atuaria como “órgão de deliberação colegiada, ressalvadas as atribuições individuais de cada um de seus integrantes, nos termos d[o] Estatuto” e, em seu art. 59, que competia à diretoria, ao final de cada exercício, “elaborar o Balanço Patrimonial e as demais demonstrações financeiras exigidas em lei”.

54. Cotejando os dois dispositivos, não identifiquei atribuição que desloque a responsabilidade pela elaboração das demonstrações para um diretor específico. Primeiro, o estatuto reconhece a natureza colegiada do órgão. A ressalva acerca das atribuições individuais, por sua vez, é tornada sem efeito neste caso por força da disposição específica do art. 59, que conferia expressamente a toda a **diretoria**, ao final de cada exercício, a elaboração do balanço patrimonial e das demais demonstrações financeiras exigidas em lei¹⁸.

55. A própria Companhia informou, durante a investigação, que não havia norma interna que atribuísse a preparação e elaboração das demonstrações financeiras a um determinado diretor e que a sua apreciação se dava colegiadamente pela diretoria estatutária.

56. A individualização da responsabilidade deve considerar, contudo, o momento em que se verificou a irregularidade reconhecida neste voto. Como exposto, não atribuo responsabilidade aos acusados pela ausência de reconhecimento da Mais-Valia nas Demonstrações Financeiras de 2015. A irregularidade se materializou nas Demonstrações Financeiras de 2016, quando, após a manifestação da SEP, a Companhia passou a reconhecer a Mais-Valia retrospectivamente no saldo de abertura de 01/01/2016, sem reconhecer a correspondente perda por redução ao valor recuperável.

¹⁶ Cf., nesse sentido, PAS CVM nº 19957.003594/2021-72, Dir. Rel. Flávia Perlingeiro, j. em 12/04/2022; PAS CVM nº 19957.007552/2016-43, Dir. Rel. Flávia Perlingeiro, j. em 29/09/2020; PAS CVM nº 2001/8385, Dir. Rel. Wladimir Castelo Branco Castro, j. em 03/04/2003.

¹⁷ O art. 35 do estatuto social da Oi dispõe que: “Art. 35 - A Diretoria será composta por, no mínimo, 3 (três) e, no máximo, 6 (seis) membros, sendo um Diretor Presidente, um Diretor de Finanças, um Diretor de Relações com Investidores e um Diretor Jurídico, e os demais serão Diretores sem designação específica, eleitos pelo Conselho de Administração”.

¹⁸ Cf. arts. 35, §3º, 36 e 59 do estatuto social da Oi vigente à época dos fatos (doc. nº 0888295).



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

57. As Demonstrações Financeiras de 2016 foram apreciadas pelo conselho de administração e encaminhadas à CVM em 22/03/2017. Em tal data, dentre os acusados neste PAS, apenas Marco Schroeder, então diretor-presidente, e Eurico Neto, diretor jurídico, permaneciam na diretoria estatutária da Companhia. Bayard Gontijo, Jason Inácio e Flavio Guimarães já haviam deixado seus cargos. A diretoria era também integrada por R.M.M., diretor de finanças e relações com investidores, que não figura entre os acusados neste processo¹⁹.

58. Assim, tendo em vista que o estatuto atribuía à diretoria, colegiadamente, a elaboração das demonstrações financeiras e que a irregularidade ora reconhecida se verificou nas Demonstrações Financeiras de 2016, entendo que, dentre os acusados, somente Marco Schroeder e Eurico Neto podem ser responsabilizados por essa infração.

59. Nesses termos, voto pela condenação de Marco Schroeder e Eurico Neto por infração aos arts. 176, *caput*, e 177, *caput* e §3º, da Lei nº 6.404/1976 e aos arts. 14 e 26 da Instrução CVM nº 480/2009, em razão da elaboração das Demonstrações Financeiras de 2015 em desacordo com os itens QC12 do PT CPC 00 (R1) e 15 do PT CPC 26 (R1).

II.B. Suposta quebra do dever de diligência na elaboração das demonstrações financeiras

60. Antes de analisar especificamente as práticas relacionadas à baixa de depósitos judiciais e ao aumento de provisões para contingências à luz do art. 153 da Lei nº 6.404/1976, teço algumas considerações sobre o dever imposto pelos administradores por esse dispositivo.

Dever de diligência

61. O art. 153 da Lei nº 6.404/1976 determina que os administradores devem “empregar, no exercício de suas funções, o cuidado e diligência que todo homem ativo e probo costuma

¹⁹ Nesse sentido, a acusação esclareceu, no âmbito da Peça Acusatória (doc. nº 1716823, p. 26) que: “Após as saídas de Jason Santos Inácio em 17.05.2016 e de Bayard de Paoli Gontijo em 13.06.2016, a Diretoria da Oi passou a contar com apenas três diretores remanescentes. Somente após a saída de Flávio Nicolay Guimarães, em 09.09.2016, houve a eleição de um novo Diretor, [R.M.M.], que assumiu a Diretoria de Relações com Investidores em 20.09.2016. Dado que as irregularidades aqui apuradas se verificaram inicialmente nas demonstrações financeiras do ano de 2015, e o curto período de tempo em que este Diretor atuou durante o exercício social de 2016, o mesmo não foi aqui investigado.”



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

empregar na administração dos seus próprios negócios”. Trata-se de um conceito aberto que impõe aos administradores o dever de atuar de forma cuidadosa no exercício de suas atividades, na persecução dos interesses da companhia e de seus fins sociais.

62. Inspirado no *duty of care* da tradição do *common law*, o dever de diligência dispõe de formulação deliberadamente genérica a fim de conferir flexibilidade à avaliação da conduta dos administradores. A esse respeito, valem ser transcritas as lições de Corrêa Lima:

“A idéia de diligência escapa a qualquer definição em que se queira prendê-la. E o elemento subjetivo, aqui, é inafastável. Haverá sempre um fator imponderável em cada julgamento. A regra geral parece clara à primeira vista: os administradores deveriam dirigir a companhia com diligência, da mesma maneira como os motoristas devem conduzir seus carros ou um pedestre deve cruzar a rua. Um pedestre cruzando a rua tem o dever de razoável diligência. Deve olhar, antes de atravessar. Mas nenhum texto normativo diz com que frequência ele deve olhar, nem até que distância, ou quando, ou onde²⁰⁻²¹.”

63. Essa flexibilidade, contudo, não significa que a aferição da diligência esteja entregue a um juízo inteiramente subjetivo. Na doutrina estrangeira, a tessitura aberta característica do *duty of care* é compatibilizada com parâmetros objetivos de razoabilidade e prudência, cuja concretização deve considerar as circunstâncias específicas dentro das quais atua o administrador e as práticas próprias do ambiente empresarial em que se insere. Como observa Robert H. Sitkoff:

“The duty of care prescribes the fiduciary’s standard of care by establishing a ‘reasonableness’ or ‘prudence’ standard that is informed by industry norms and

²⁰ Osmar Brina Corrêa Lima, Responsabilidade civil dos administradores de sociedade anônima, Rio de Janeiro: Aide, 1989, pp. 65-66.

²¹ No mesmo sentido: “O dever de diligência dos administradores de sociedades é de difícil definição, preferindo as diversas legislações de diferentes países não o conceber em concreto, mas em abstrato, recorrendo, para tanto, a figuras como a do bom pai de família, do comerciante ordenado e cuidadoso ou do homem de negócios consciencioso. Isto é, na maioria dos sistemas legais, a conduta do administrador deverá pautar-se pelo comportamento de um tipo médio, não sendo investigada a conduta que ele mesmo adotaria de acordo com a sua própria diligência.” (Flávia Parente, *O Dever de Diligência dos Administradores de Sociedades Anônimas*, Rio de Janeiro: Renovar, 2005, pp. 37).



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

practices. The fiduciary standard of care is objective, measured by reference to a reasonable or prudent person in like circumstances²².”

64. Se, por um lado, essa opção legislativa confere maior adaptabilidade à aplicação de um padrão de atuação que deve evoluir ao mesmo passo das mudanças observadas no ambiente de negócios, por outro, precisamente por conta da linguagem ampla da regra, não é possível deduzir um único comportamento esperado dos administradores – é necessário que o exame de diligência se dê caso a caso²³. Daí porque o Colegiado da CVM já consagrou o entendimento de que “não há que se falar em um comportamento diligente genérico para todos os casos. Apesar de existirem diversos procedimentos comuns e boas práticas, empresas distintas demandam soluções diferentes”²⁴.

65. Ainda assim, com base na experiência até aqui acumulada, verifica-se que, em última análise, o dever de diligência traduz-se na obrigação de buscar ativamente as informações relevantes para o desempenho do cargo e de reagir de forma proporcional e eficaz diante delas. Exige-se uma postura inquisitiva, sensível a sinais de alerta, calibrada às especificidades das

²² Robert H. Sitkoff, “An Economic Theory of Fiduciary Law”, in Andrew S. Gold e Paul B. Miller (eds.), *Philosophical Foundations of Fiduciary Law*, Oxford: Oxford University Press, 2014, p. 202. Em paralelo, a doutrina brasileira também reconhece que “Não à toa, o sistema da lei societária foi concebido com notável preocupação no sentido de assegurar equilíbrio entre a liberdade de atuação dos administradores e o primado do interesse social. Assim, optou-se por estabelecer um elenco de deveres aos quais os administradores estão sujeitos, a partir de cláusulas gerais (ou padrões de conduta), sem a prescrição de comportamentos muito específicos, o que criaria problemas sérios de inflexibilidade e menor adaptabilidade à dinâmica das práticas empresariais e a circunstâncias específicas, e nem sempre previsíveis, de casos concretos. Foi, portanto, acertada a escolha do legislador pelo estabelecimento dos deveres fiduciários sob a forma de padrões de conduta abertos, a exemplo do que havia sido feito em legislações de países da Europa continental e da construção jurisprudencial desenvolvida nos Estados Unidos.” (Marcelo Barbosa, “Dever de Diligência: Forma e Conteúdo”, In Rodrigo Rocha Monteiro de Castro, Luis André Azevedo e Marcus de Freitas Henriques (coords.), *Direito Societário, Mercado de Capitais, Arbitragem e Outros Temas: Homenagem a Nelson Eizirik*, v. II, São Paulo: Quartier Latin, 2020, p. 51.)

²³ Esse exame deve levar em conta diversos fatores, a exemplo de “estruturas e fluxos internos das companhias, bem como a cultura, desenvolvimento tecnológico, tamanho, estrutura, entre outros.” (PAS CVM nº 19957.007916/2019-38, Dir. Rel. Daniel Maeda, j. iniciado em 01/10/2024). A esse respeito: “A lei estabelece padrão amplo de comportamento, capaz, assim, de abranger as mais diversas situações, cabendo ao julgador analisar as circunstâncias e peculiaridades de cada caso para verificar se a conduta do administrador se enquadra no padrão legal [...]. Para caracterizar a infração do dever de diligência, o julgador deverá levar em conta ainda: (i) a dimensão da companhia; (ii) seu objeto social; (iii) as funções genéricas e específicas de cada administrador; (iv) as circunstâncias em que o ato foi praticado; (v) os montantes envolvidos; (vi) a liquidez dos ativos da companhia; bem como quaisquer outros dados ou informações capazes de influenciar concretamente as decisões dos administradores ou o modo de conduzir a sociedade.” (Alfredo Sérgio Lazzareschi Neto, *Lei das S.A. Comentada e Anotada*, 6ª ed., São Paulo: Quartier Latin, 2020, p. 609”.

²⁴ PAS CVM nº 18/2008, Dir. Rel. Alessandro Broedel Lopes, j. em 14/12/2010.



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

funções exercidas e suficientemente desconfiada para não aceitar passivamente as informações recebidas. A diligência, em seu sentido mais amplo, revela-se, neste diapasão, como um dever de conhecer e de agir: de manter-se informado, de investigar o que ainda não se sabe, de questionar até o que se acredita saber quando o contexto demandar e de tomar as providências cabíveis a partir desse conhecimento.

66. Vale destacar que, conforme consolidado há muito pelo Colegiado da CVM, a responsabilidade do administrador não se limita aos casos em que ele teve ciência de irregularidades e permaneceu inerte: ela também se estende às situações em que ele deixou de se informar sobre fatos que razoavelmente deveria conhecer, seja por falha no desenho dos controles internos, seja por ausência de supervisão diligente sobre sua implementação²⁵.

As práticas contábeis adotadas no reconhecimento e na baixa de depósitos judiciais

67. Feitas essas ponderações, passo à análise da situação verificada no âmbito deste PAS.

68. Segundo a Acusação, os Diretores teriam violado o dever de diligência ao se omitirem quanto à adoção, pela Companhia, de práticas contábeis inadequadas no tocante ao reconhecimento e à baixa de depósitos judiciais, bem como à constituição de provisões para contingências. Tais práticas, ainda de acordo com a Peça de Acusação, teriam decorrido de uma orientação interna no sentido de priorizar o registro de saldos favoráveis à Companhia – com o objetivo de reforçar sua posição de caixa – em detrimento da conciliação contábil adequada e da baixa tempestiva de valores devidos aos autores das ações judiciais.

69. De um lado, a SPS fundamenta seu entendimento principalmente no conteúdo do Relatório dos Depósitos Judiciais, o qual, com base em entrevistas realizadas com integrantes do departamento jurídico, indicou a existência de uma orientação institucional voltada à

²⁵ Ilustra esse entendimento o precedente formado no âmbito do PAS CVM nº 18/2008, Dir. Rel. Alexsandro Broedel Lopes, j. em 14/12/2010. Nessa ocasião, foram apurados prejuízos relevantes resultantes da falta de mecanismos adequados de controle sobre operações com derivativos, executadas em desconformidade com a política financeira da companhia e sem a adoção de limites para contenção de perdas. A CVM entendeu que a omissão na supervisão e a inexistência de controles internos eficazes configuraram violação ao dever de diligência, reafirmando que é incumbência dos administradores assegurar a existência e o funcionamento efetivo de estruturas capazes de proteger a companhia contra riscos operacionais relevantes.



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

priorização da recuperação de depósitos e bloqueios favoráveis à Companhia, com o propósito de reforçar sua posição de caixa.

70. Ainda que a defesa tenha negado a existência dessa diretriz nos moldes sugeridos, admitiu, segundo destaca a Acusação, a formulação de uma “recomendação para que as áreas identificassem alternativas e novas formas de geração de caixa para a Companhia, e os depósitos judiciais representavam uma potencial alternativa, dado o volume de recursos depositados”. Para a SPS, essa diretriz teria se refletido concretamente nos resultados do projeto de reconciliação, que indicariam, segundo dados preliminares, que aproximadamente 95% dos valores baixados diziam respeito a saldos favoráveis aos autores das ações judiciais.

71. De outro lado, a defesa busca demonstrar, em primeiro lugar, as dificuldades operacionais enfrentadas pela Companhia no gerenciamento de seus processos judiciais. Nesse sentido, são mencionados: **(i)** o elevado volume de litígios decorrentes do PEX; **(ii)** a dificuldade estrutural para obtenção de extratos bancários junto às instituições financeiras; **(iii)** a inexistência de falhas relevantes identificadas em testes realizados pela Administração em exercícios anteriores; e **(iv)** o fato de que somente no contexto de preparação do PRJ teriam se reunido as condições necessárias para a execução dos ajustes, em razão da suspensão das execuções, digitalização de processos, possibilidade de interlocução com os bancos e redução no número de novas ações.

72. O Relatório dos Depósitos Judiciais apontou um ajuste da ordem de R\$7,13 bilhões relacionado ao tema, entre baixas, valores ainda em análise e revisão de provisões²⁶. Para compreender a origem desses números, é preciso considerar a dimensão do contencioso da Oi. O problema já era relevante antes da incorporação da BrT, mas ganhou escala particularmente significativa a partir daquela operação.

73. Segundo o Relatório dos Depósitos Judiciais, enquanto Oi e Telemar administravam aproximadamente 3 mil processos de natureza PEX, a BrT possuía cerca de 180 mil processos dessa natureza. A incorporação desse acervo, somada à multiplicidade de sistemas e procedimentos então existentes, criou uma dificuldade operacional incomum para o acompanhamento dos processos e de suas respectivas garantias.

²⁶ Doc. nº 0560770, pp. 3-4.



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

74. Em junho de 2017, a Companhia iniciou o projeto de reconciliação de depósitos judiciais, conduzido com o auxílio da E&Y e da PMW²⁷. O trabalho buscou confrontar quatro bases: os saldos contábeis, o andamento processual nos tribunais, os extratos bancários e os registros mantidos nos sistemas internos da Companhia.

75. Não me parece correto tratar o início desse projeto exclusivamente como reação a uma deficiência de controle descoberta naquele ano. O próprio Relatório dos Depósitos Judiciais registra que a recuperação judicial teve papel relevante na obtenção de informações que anteriormente eram de difícil acesso, sobretudo junto às instituições financeiras.

76. O pedido de recuperação judicial havia sido apresentado em junho de 2016. A partir dele, a Companhia passou a dispor de circunstâncias que facilitaram o trabalho de conciliação: maior interlocução com bancos credores, progressiva digitalização dos processos, redução do ingresso de novas ações e, sobretudo, o *stay period*, que restringiu a realização de novos depósitos e bloqueios. A recuperação judicial, nesse sentido, não criou os problemas de conciliação. Ela parece ter criado uma janela particularmente favorável para que um problema antigo, de grande escala e até então de difícil tratamento, fosse enfrentado de forma mais abrangente.

77. Em 2018, diante da magnitude dos ajustes identificados, a diretoria de *compliance* realizou um diagnóstico dos processos e controles relacionados aos depósitos judiciais. O próprio responsável pela área esclareceu posteriormente que o trabalho não se destinava a apurar fraude ou realizar auditoria contábil, mas a compreender as falhas que haviam permitido o acúmulo das divergências e propor medidas para impedir sua repetição²⁸.

²⁷ Doc. nº 0560770 e doc. nº 1833033, “1 - 3. 20180316 - Depósitos judiciais_novos números v7”.

²⁸ Cf. §77 da Peça Acusatória (doc. nº 1716823), em referência às informações prestadas pelo ex-diretor de Compliance: “[...] no início de 2018, ao começar a tomar conhecimento através dos auditores externos (KPMG) dos ajustes contábeis e respectivas falhas de controles nas rubricas associadas a bloqueios e depósitos judiciais, a Diretoria de Compliance tomou a iniciativa, por conta própria, de iniciar um trabalho de entendimento e diagnóstico da situação. [...] A Diretoria entendia que, por se tratar de um volume de ajustes relevante, era preciso ter um entendimento do ambiente e do histórico de controles, para posteriormente recomendar as medidas que precisariam ser adotadas, no âmbito de controles internos, para evitar a repetição de um problema dessa magnitude. Após a apresentação do referido relatório ao Conselho de Administração, o mesmo determinou que a Diretoria de Compliance faria o acompanhamento das ações de correção de processos e controles internos dentro do contexto de bloqueios e Depósitos Judiciais”, acrescentando ainda: “Importante ressaltar que este trabalho tinha como único e exclusivo propósito o entendimento das falhas de controles internos ocorridas e consequente formulação de um fluxo de processos e controles internos que pudesse evitar uma nova ocorrência



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

78. O diagnóstico identificou diversos problemas: elevado volume de procedimentos manuais; ausência de uniformidade entre áreas; complexidade do chamado “Kit de Baixa”; tratamento inadequado das baixas parciais; dificuldades de acesso ao SISJUR; falta de tratamento tempestivo de divergências; problemas de obtenção e identificação das informações fornecidas pelos bancos; e priorização das recuperações favoráveis à Oi²⁹.

79. É principalmente sobre esse último ponto que se apoia a imputação formulada com fundamento no art. 153 da Lei nº 6.404/1976.

80. O Relatório dos Depósitos Judiciais registrou que, em entrevistas com responsáveis pelas áreas do departamento jurídico, foi relatada a existência, em anos anteriores, de uma orientação para que os depósitos e bloqueios favoráveis à Oi fossem priorizados, com o objetivo de auxiliar na geração de caixa. Segundo o documento, essa priorização teria contribuído para a falta de tempestividade no tratamento de depósitos favoráveis aos autores. Como elemento indicativo dessa assimetria, o relatório apontou que, de R\$3,14 bilhões em baixas de principal identificadas preliminarmente no projeto de reconciliação, aproximadamente R\$2,97 bilhões, ou 95%, correspondiam a valores favoráveis aos autores.

81. Para a Acusação, essa circunstância revelaria que a orientação de geração de caixa produziu uma priorização indevida dos eventos favoráveis à Companhia e que os Diretores, ao não impedirem essa prática, teriam violado o dever de diligência.

82. Não concordo com essa conclusão. Em primeiro lugar, considero importante separar duas questões que, em alguns momentos da Peça de Acusação, acabam sobrepostas. Uma delas é uma orientação de natureza negocial: isto é, diante da situação de liquidez da Companhia, buscar alternativas legítimas de geração de caixa. Outra, inteiramente distinta, é assegurar que os sistemas e procedimentos contábeis registrem de forma correta e tempestiva os efeitos econômicos dos processos judiciais.

83. A primeira decisão não me parece, em si, censurável, sem prejuízo de seu caráter mais agressivo como método de geração de liquidez – que, por outro lado, pode ser explicado pelas

de falhas similares. Em nenhum momento este trabalho teve como objetivo auditoria contábil, de processos ou de qualquer outro tipo, assim como identificação de fraudes sejam elas de qualquer natureza”.

²⁹ Doc. nº 0560770, pp. 6-10.



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

circunstâncias da Oi. Em uma companhia submetida a forte pressão financeira, a busca pela recuperação de recursos que lhe pertenciam constituía uma preocupação empresarial legítima. A própria mecânica contábil dos depósitos ajuda a compreender essa diferença. Enquanto está vinculado ao processo judicial, o depósito permanece registrado como ativo da Companhia. Se, ao final, o valor fosse liberado em favor da Oi, há, em regra, uma conversão daquele ativo em disponibilidade: o depósito deixa de estar judicialmente vinculado e passa a integrar o caixa da Companhia. Esse levantamento melhora a liquidez, mas não constitui, por si só, geração de patrimônio por expediente contábil. O ativo que antes estava indisponível passa a estar disponível. Situação diversa ocorre quando o depósito é levantado pela contraparte: nesse caso, deixa de existir o ativo correspondente e sua baixa deve ser tempestivamente refletida na contabilidade, considerados também os efeitos sobre as provisões³⁰.

³⁰ Essa descrição encontra respaldo em referências que tratam expressamente de sua contabilização e dos efeitos decorrentes do desfecho da lide. Embora proferida em contexto tributário, a Receita Federal do Brasil, no âmbito da Solução de Consulta COSIT nº 157, de 24 de junho de 2014, explicita também as premissas contábeis aplicáveis a esses valores, consignando que: “Esses mesmos dispositivos respaldam a permanência dos valores depositados como elementos patrimoniais do depositante. Dessa forma, **tanto para fins contábeis como para fins tributários, deve-se reconhecer qualquer montante depositado como bem suscetível de avaliação econômica e que não foi, de forma alguma, desincorporado do patrimônio do contribuinte**. Em verdade, o que se tem quando da realização do depósito é o que se denomina de fato patrimonial permutativo (**não há qualquer modificação negativa ou desincorporação de patrimônio**). Com efeito, o recurso em caixa será substituído pelo direito creditório relativo ao montante depositado que, no fim da lide, será: a) utilizado para fins de quitação da obrigação devida em caso de insucesso, ou, alternativamente, b) restituído ao depositante, sob a forma de disponibilidade, com o principal originalmente depositado sendo acrescido de atualização monetária, na forma legalmente prevista. Quanto a esta última atualização monetária (variação monetária ativa), o que se tem é que, em observância ao regime de competência, visto permanecer o depósito como incorporado ao patrimônio do consulente (direito creditório contabilmente registrado), defluiriam, com o passar do tempo e antes da solução da lide, acréscimos legalmente previstos, acréscimos estes também titularizados pelo depositante (Consulente) e, portanto, prontamente incorporados ao patrimônio deste, através da apuração de resultado do período de apuração. Nesta hipótese delineada, quando da solução da lide, duas das situações poderiam ocorrer: a) Supondo a possibilidade de incidir variação passiva sobre a obrigação em discussão e, em caso de decisão desfavorável ao depositante, a saída de tais recursos da sua esfera patrimonial evidencia que, em verdade, variações monetárias ativas são acréscimos patrimoniais identificáveis como renda, visto que, de outra forma, haveria o sacrifício de outro elemento patrimonial. Tal acréscimo, em plena obediência ao regime de competência estabelecido pela legislação comercial e aplicável para fins fiscais, já teria ocorrido desde o depósito, até o momento de decisão da lide. b) A ocorrência de permuta (outro fato permutativo) no patrimônio do depositante, com o direito creditório referente aos valores depositados (atualizados) sendo permutado por dinheiro, no caso de decisão favorável ao depositante seguida de levantamento do montante depositado, aqui contemplando sua atualização.”. No mesmo sentido: “[D]epósitos judiciais vinculados a um processo em tramitação. Pela própria natureza de tais contas bancárias especiais, seus saldos não estão imediatamente disponíveis para os pagamentos normais da empresa, já que estão sujeitos a restrições quanto à retirada ou a outras condições. Dessa forma, tais Depósitos Bancários Vinculados não devem integrar o saldo das Disponibilidades [...] usualmente, tais depósitos serão classificáveis fora das Disponibilidades em conta à parte no Ativo Circulante ou Realizável a Longo Prazo [...]” (Eliseu Martins et al., Manual de Contabilidade Societária, 3ª ed., São Paulo: Atlas, 2018, pp. 161-162). Como se extrai da passagem, enquanto submetido à vinculação judicial, o montante permanece registrado no



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

84. Por isso, consigo compreender que uma orientação voltada à geração de caixa tenha feito com que, no cotidiano das áreas envolvidas, fosse dedicada maior energia à conclusão dos procedimentos capazes de liberar recursos para a Companhia. O próprio Relatório dos Depósitos Judiciais aponta nessa direção. Isso, entretanto, não equivale a uma **determinação** para que os levantamentos favoráveis aos autores (e contra a Oi) fossem necessariamente **ignorados** ou **deixassem de ser contabilizados**.

85. O fluxo descrito nos autos contemplava expressamente as duas situações. Para as movimentações favoráveis aos autores, a área de contingências recebia do departamento jurídico, a partir do SISJUR, a relação dos processos que deveriam ser baixados no mês, com posterior contabilização no SAP e atualização do SDBR. Para os créditos favoráveis à Oi, especialmente no Banco do Brasil, o crédito em conta podia funcionar como fonte adicional e direta de informação, sujeito posteriormente à validação jurídica.

86. Essa diferença também ajuda a explicar por que a recuperação dos valores favoráveis à Companhia poderia ser operacionalmente mais simples em determinados casos. Quando o recurso ingressava na própria conta da Oi, havia uma evidência financeira imediatamente disponível. Para identificar o levantamento feito pela contraparte, a Companhia dependia, com maior frequência, da atualização processual, de alvarás e de informações bancárias que nem sempre eram completas ou tempestivas.

87. Não ignoro, com isso, o dado de que 95% das baixas de principal identificadas no projeto correspondiam a valores favoráveis aos autores. É um número expressivo e demonstra que havia uma defasagem assimétrica. Mas o dado revela a composição do estoque de baixas identificadas no projeto; não demonstra, sozinho, a causa dessa defasagem. Nesse ponto, o Relatório dos Depósitos Judiciais é mais cuidadoso do que a leitura que a Acusação parece lhe atribuir: ao tratar da priorização das recuperações favoráveis à Oi, afirma que ela “**contribuiu para o agravamento**” das divergências. Não a identifica como causa única ou mesmo necessariamente principal do problema.

ativo da companhia, embora não integre suas disponibilidades. Cessada essa restrição em razão de desfecho favorável seguido do levantamento dos valores, o recurso pode integrar as disponibilidades da companhia, permanecendo, portanto, no ativo, sob forma mais líquida.



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

88. E isso é coerente com o restante do diagnóstico. O mesmo relatório identifica, entre outros fatores: **(i)** um processo amplamente manual, **(ii)** a dependência de escritórios externos para atualização do SISJUR, **(iii)** a dificuldade histórica na obtenção de extratos bancários e a ausência de uniformidade entre diferentes áreas. Chama especial atenção, ainda, o tratamento das baixas parciais. Havia um entendimento operacional de que essas baixas deveriam aguardar a obtenção da documentação exigida pelo chamado “Kit de Baixa”, o que, em muitos casos, fazia com que apenas o encerramento definitivo do processo produzisse o correspondente registro nos sistemas. Nesse contexto, as áreas de *back office*, por não disporem de todos os documentos necessários, acabavam aguardando o momento em que fosse possível efetuar a baixa integral. Uma das providências adotadas posteriormente foi, justamente, simplificar esse procedimento.

89. Portanto, entendo que a priorização dos levantamentos capazes de gerar caixa provavelmente **agravou um fluxo que já era assimétrico**. Não vejo, porém, elementos suficientes para concluir que ela tenha sido a pedra angular das distorções posteriormente identificadas. Tampouco foram reunidas provas de que existisse uma orientação da alta administração para manipular os registros contábeis.

90. A SPS também não conseguiu confirmar a hipótese inicialmente cogitada de que essa conduta tivesse sido estruturada para assegurar o cumprimento de *covenants* ou para produzir uma representação deliberadamente mais favorável da situação econômico-financeira da Companhia. No mesmo sentido, o Memorando W.C., conduzido a pedido da KPMG, não encontrou evidências de fraude ou transgressão relacionada aos depósitos judiciais, após análise de e-mails e entrevistas com integrantes das áreas envolvidas³¹. Esse elemento não resolve, evidentemente, a análise do dever de diligência, mas constitui contraindício relevante à tese de uma política deliberada de distorção da contabilidade.

³¹ Cf. doc. nº 0942362. O trabalho envolveu a análise de aproximadamente 250 mil arquivos de seis custodiantes, selecionados entre os responsáveis pelas áreas do departamento jurídico que administravam os processos judiciais, mediante aplicação de 78 termos de busca relacionados, entre outros temas, a fraude, corrupção, pagamentos indevidos e conluio. Os resultados foram revisados por equipe de 23 advogados de língua portuguesa. Segundo o Memorando W.C., “None of the documents tagged as relevant were deemed to suggest Oi’s employees were involved in fraud related to the Company’s judicial deposits”. Em conclusão, registrou-se ainda que “Nothing came to our attention during the course of the review that suggested that the Company’s BRL \$6.3 billion write-off of judicial deposits was the product of employee fraud or misconduct.”.



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

91. Resta, então, a questão efetivamente relevante para o art. 153: ainda que não tenha havido fraude, os Diretores deveriam ter adotado outras providências para impedir que as falhas de controle alcançassem a dimensão posteriormente identificada?

92. O art. 153 da Lei nº 6.404/1976 estabelece um padrão aberto de conduta. Por essa razão, o exame da diligência deve necessariamente considerar as circunstâncias concretas em que o administrador atuava. Conforme já reconhecido pelo Colegiado, são particularmente relevantes **(i)** as competências legais e estatutárias do administrador; **(ii)** o grau de técnica da matéria e a possibilidade de apoio em especialistas; e **(iii)** a existência de sinais de alerta que justificassem uma fiscalização mais intensa³².

93. O dever de diligência não exige que os diretores de uma companhia da dimensão da Oi acompanhem diretamente cada uma das movimentações processuais que alimentavam os sistemas internos. Espera-se, contudo, que existam estruturas de controle razoavelmente adequadas e que a administração reaja quando surjam elementos que indiquem que essas estruturas não estão funcionando como deveriam.

94. Em concreto, não se pode dizer que inexistiam controles voltados ao tema. O fluxo envolvia escritórios externos, as diferentes áreas do Jurídico, *back office*, instituições financeiras e a área de Contingências. As informações eram organizadas principalmente no SISJUR e no SDBR e passavam por diferentes procedimentos de validação antes de produzir efeitos contábeis. Além disso, havia controles específicos destinados a confrontar protocolos e processos cadastrados, validar informações inseridas no SISJUR, conferir documentos para baixa de resgates, reconciliar bases utilizadas na provisão de contingências e comparar saldos de depósitos com registros contábeis³³.

95. O assunto tampouco era desconhecido pela governança da Companhia. Os temas relacionados aos processos PEX, contingências, garantias e depósitos eram acompanhados desde anos anteriores³⁴. A defesa aponta que já em 2013, foi criado o Comitê de Riscos e

³² Cf. PAS CVM nº RJ2014/12838, Rel. Pres. Marcelo Barbosa, j. em 25/06/2019. No mesmo sentido, quanto à necessidade de considerar a função desempenhada pelo administrador, PAS CVM nº 05/2016, j. em 03/11/2020.

³³ Doc. nº 0560770, pp. 4-5.

³⁴ Doc. nº 1833028, anexos “01 - 2012_10_24_3. Apresentação Follow Up Contingências e Garantias_RCA”; “02 - 2012_11_28_2. Follow Up Contingências e Garantias”; “03 - 2012_12_19_2. Follow Up Contingências e



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

Contingências³⁵, que se reunia semanalmente para acompanhar, entre outros aspectos, o ingresso de processos, a evolução das provisões, os desembolsos de caixa e as garantias judiciais, com reportes ao conselho de administração³⁶.

96. A defesa também demonstrou que a Companhia havia contratado consultorias para lidar especificamente com o contencioso PEX³⁷ e criado estrutura de *back office* voltada ao tema³⁸. Não se está, portanto, diante de um tema que tenha permanecido fora do radar da administração.

97. Há, por outro lado, um ponto da defesa que precisa ser qualificado. Não é correto afirmar que nenhum problema havia sido apontado antes de 2017. O Relatório dos Depósitos Judiciais aponta recomendações na CCI de 2015 e de 2016, elaboradas pelos auditores independentes e que registraram, por exemplo, falta de tempestividade na atualização do SISJUR, problemas na atualização da metodologia de contingências PEX, atrasos no registro de pagamentos e ausência de determinados controles formalizados sobre bloqueios judiciais. No entanto, é sabido que, apesar desses apontamentos, não houve ênfase ou ressalva dos auditores externos no período quanto ao tema de depósitos judiciais e que, nos testes de controles realizados ao longo dos sete anos analisados, a maioria dos controles de conciliação havia sido considerada efetiva, sem a identificação de falhas relevantes associadas ao processo como um todo.

98. Nesse sentido, há uma diferença importante entre a identificação de falhas operacionais em um sistema complexo e a existência de um sinal de alerta capaz de revelar que esse sistema acumulava divergências de bilhões de reais. A análise do dever de diligência

Garantias_RCA”; “05 - 2013_02_20_04. Follow up Contingências e Garantias_RCA”; “06 - 2013_03_20_11. Comitê de Contingências_RCA_VF”; “07 - 2013_05_15_6. Follow Up Contingências e Garantias_RCA”; “08 - 2013_08_13_8. APRESENTAÇÃO CONTINGÊNCIAS E GARANTIAS JUNHO 13_RCA”; “09 - 2013_10_16_8. Evolução de Contingências_RCA”; “10 - 2014_10_15_4. APRESENTAÇÃO CONTINGÊNCIAS E GARANTIAS AGOSTO OI-PT_RCA”; “11 - 2015_02_25_9(ii). Follow-up Contingências e Garantias”.

³⁵ Doc. nº 1833028, anexos “05 - 22ª RCA_Oi S A _2013_02_20 (assinada)” e “06 - 2013_03_20_11. Comitê de Contingências_RCA_VF”.

³⁶ Doc. nº 1833028, anexos “08 - 32ª RCA_Oi S A _2013_08_13 Livro (assinada)”; “09 - 35ª RCA_Oi S A _2013_10_16 (assinada)”; “10 - 62ª RCA_Oi 2014_10_15 (assinada)”; “11 - 75ª RCA_Oi 2015_02_25 (ass)”; “12 - 80 RCA_Oi 2015_04_15”; “13 - 86ª RCA_Oi 2015_06_17 (ass)”; “15 - 89ª RCA_Oi 2015_08_12 (ass)”.

³⁷ Doc. nº 1833029.

³⁸ Doc. nº 1833030.



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

deve respeitar essa diferença, sob pena de se avaliar a conduta dos administradores com base no conhecimento adquirido apenas depois da reconciliação.

99. Outro indício que me parece reforçar um comportamento suficientemente diligente diante do tema é que – apesar de não constarem comentários da administração a respeito das recomendações dos auditores em 2015 –, diante da CCI de 2016, a administração informou, nas manifestações às recomendações daquele exercício, que realizaria projeto de reconciliação e que vinha otimizando controles sobre eventos judiciais. Posteriormente, o referido projeto foi efetivamente implementado em junho de 2017, tornando-se justamente o projeto de reconciliação que identificou as distorções nos saldos dos depósitos judiciais³⁹. Nesse contexto, foram mobilizadas áreas internas, contratadas consultorias independentes, realizada a reconciliação de diferentes bases, promovidas alterações nos procedimentos e desenvolvido um plano de automação e aprimoramento dos controles⁴⁰.

100. Compreendo que o volume do contencioso da Oi, por si só, recomendava atenção contínua e torna legítimo indagar por que uma reconciliação dessa extensão não foi realizada em momento anterior. Contudo, a circunstância de que, retrospectivamente, seja possível identificar uma providência de governança que teria sido desejável não basta para demonstrar que os administradores deixaram de empregar a diligência que razoavelmente lhes era exigível⁴¹.

³⁹ Cf. Relatório dos Depósitos Judiciais (doc. nº 0560770, p. 7): “Ao revisar as últimas Cartas de Controle Interno (CCI) enviadas pelas auditorias externas para a administração da companhia e órgãos de governança (Conselho de Administração e Conselho Fiscal), identificamos que a deficiência foi reportada em alguns dos anos recentes. O detalhamento dos pontos reportados encontra-se no ANEXO I. Analisando as CCIs, verificamos que não houve comentário da administração em todos os anos, com exceção de 2016, onde foi informado que seria executado um projeto de reconciliação, projeto este que citamos no início deste relatório. Identificamos também que não houve nenhuma ênfase ou ressalva dos auditores externos neste período, referentes ao tema de depósitos judiciais.”.

⁴⁰ Doc. nº 0560770, pp. 2-4; 10-11.

⁴¹ Cf. nesse sentido, manifestação do Diretor Gustavo Gonzalez, no âmbito do PAS CVM nº 05/2016, Dir. Rel. Henrique Machado, j. em 03/11/2020: “Não se trata de uma questão meramente semântica, pois mesmo os controles mais eficazes não são à prova de bala. Assim, o simples fato de se constatar a existência de um problema que deveria ter sido evitado pelos controles internos não é suficiente para concluir que os controles existentes à época em que o problema ocorreu não eram efetivos. Essa advertência é muito mais fácil de se descrever do que de se adotar: temos uma irresistível tendência a raciocinarmos como engenheiros de obra pronta, acreditando que os problemas passados eram muito mais previsíveis do que realmente eram e, o que é pior, que nos comportaríamos de modo diferente (invariavelmente melhor) caso fôssemos nós vivenciando aquela mesma situação que julgamos a posteriori.”



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

101. Também considero relevante o contexto tecnológico e informacional existente à época. Dado que parte relevante dos processos ainda não estava digitalizada, a Companhia dependia de informações produzidas por escritórios externos e por diferentes tribunais e havia dificuldades reconhecidas na obtenção de extratos bancários completos e tempestivos. Faz sentido que a recuperação judicial tenha modificado parte desse cenário através do *stay period*. Foi, como disse, uma efetiva janela de oportunidade para uma reconciliação que, nas condições anteriores, era significativamente mais difícil.

102. Em suma, reconheço que a conciliação poderia ter ocorrido **de forma mais abrangente e tempestiva**. Reconheço também que a priorização de iniciativas capazes de gerar caixa provavelmente contribuiu para agravar uma defasagem que recaía sobretudo sobre os levantamentos favoráveis aos autores.

103. Não considero, porém, que esses elementos sejam suficientes para caracterizar violação ao dever de diligência. A Acusação não comprovou uma orientação deliberada para omitir baixas ou distorcer a contabilidade; a priorização da geração de caixa não foi a causa exclusiva das inconsistências; havia controles e estruturas imperfeitos, mas compatíveis com o período voltados ao problema; e, diante dos sinais de alerta que efetivamente se consolidaram, foram adotadas providências para enfrentá-los.

104. Por essas razões, voto pela absolvição dos acusados da imputação de violação ao art. 153 da Lei nº 6.404/1976.

III. CONCLUSÃO E PENALIDADES

105. Os fatos objeto deste PAS ocorreram antes da entrada em vigor da Lei nº 13.506/2017, que alterou a Lei nº 6.385/1976. Por essa razão, as penalidades a serem aplicadas observarão o disposto na legislação então vigente, em linha com o art. 116, parágrafo único, da Resolução CVM nº 45/2021⁴².

⁴² Art. 116. [...]. Parágrafo único. O valor máximo da pena de que trata o art. 61, I, e o valor máximo da pena base pecuniária, de que trata o Anexo A, assim como os procedimentos de que tratam os arts. 62, 63, 65, 66 e 67 desta Resolução, não são aplicáveis às infrações praticadas antes da entrada em vigor da Lei nº 13.506, de 13 de novembro de 2017, que permanecem sujeitas ao limite de pena pecuniária então vigente.



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

106. Na fixação de penalidades por esta CVM, o Colegiado deve atentar para os princípios da proporcionalidade e da razoabilidade, assim como para os motivos que justifiquem sua imposição. Em cada caso, cabe, portanto, avaliar a gravidade do ilícito e as condutas, observadas eventuais circunstâncias agravantes ou atenuantes, à luz da legislação de regência da matéria.

107. A divulgação ao mercado ou entrega à CVM de informações falsas, incompletas, imprecisas ou que induzam o investidor a erro, congruente com o núcleo de imputação relacionado aos arts. 176, *caput*, e 177, *caput* e §3º, da Lei nº 6.404/1976 e aos arts. 14 e 26 da Instrução CVM nº 480/2009, configura infração de natureza grave, conforme previa o art. 60, inciso I, da então vigente Instrução CVM nº 480/2009, que se reflete atualmente no art. 65, inciso I, da Resolução CVM nº 80/2022⁴³.

108. No presente PAS, é preciso também levar em consideração que, conforme apurado, o não reconhecimento da perda por redução ao valor recuperável tratou-se de uma distorção de grande materialidade, da ordem de bilhões. Incidentes dessa magnitude não apenas geram danos concretos, mas também corroem a confiança no sistema de divulgação de informações das companhias abertas, afetando a credibilidade do mercado de capitais brasileiro como um todo. Como explorado ao longo do voto, a integridade das demonstrações financeiras é um dos pilares do ambiente regulado, e sua violação compromete os fundamentos da proteção ao investidor e da alocação eficiente de recursos na economia.

109. Consequentemente, tais infrações mostram-se graves pelos reflexos negativos da conduta dos acusados à higidez do mercado de valores mobiliários e à confiança nas companhias brasileiras. De todo modo, não deixo de considerar os seus bons antecedentes.

⁴³ Art. 65. Constitui infração grave para os efeitos do § 3º do art. 11 da Lei nº 6.385, de 1976: I – a divulgação ao mercado ou entrega à CVM de informações falsas, incompletas, imprecisas ou que induzam o investidor a erro; [...];



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

110. Por todo o exposto, com base em precedentes do Colegiado⁴⁴ e nas características do presente PAS, com fundamento no art. 11 da Lei nº 6.385/1976, voto por:

- i) **absolver Bayard Gontijo, Eurico Neto, Flavio Guimarães, Jason Inácio e Marco Schroeder** da acusação de violação ao art. 153 da Lei nº 6.404/1976;
- ii) **absolver Bayard Gontijo, Flavio Guimarães e Jason Inácio** da acusação de violação aos arts. 176, *caput*, e 177, *caput* e §3º, da Lei nº 6.404/1976 e aos arts. 14 e 26 da Instrução CVM nº 480/2009;
- iii) **condenar Marco Schroeder e Eurico Neto** à penalidade de **multa pecuniária** individual no valor de R\$400.000,00 pela violação ao arts. 176, *caput*, e 177, *caput* e §3º, da Lei nº 6.404/1976 e aos arts. 14 e 26 da Instrução CVM nº 480/2009.

É como voto.

Rio de Janeiro, 25 de agosto de 2026.

Marina Copola

Diretora Relatora

⁴⁴ PAS CVM nº 19957.005789/2017-71, Dir. Rel. Henrique Machado, j. 03/11/2020; PAS CVM nº 19957.003864/2016-88, Dir. Rel. Alexandre Rangel, j. em 22/06/2021.