

Proposta de Deliberação

Trata-se de representação autuada em atenção ao item 9.4.1 do acórdão 3011/2015-TCU-Plenário, que assim dispôs:

“9.4. determinar a autuação de dois processos, sem conexão com este processo de auditoria, em cujo âmbito serão analisados:

9.4.1. os indícios de irregularidades relacionadas à operação de participação acionária na empresa Independência S/A - projeto 1885005.0001/2008 (conforme item X do voto que fundamenta este acórdão);”

2. A decisão por autuar esta representação derivou de informações obtidas em auditoria realizada no BNDES com o objetivo de examinar, a pedido da Comissão de Fiscalização Financeira e Controle da Câmara dos Deputados (CFFC), as operações de crédito e de mercado de capitais realizadas pelo banco e pelo BNDESPar com o grupo JBS, de 2005 a 2014, com vistas a esclarecer os aspectos financeiros das operações, os critérios utilizados na escolha das empresas do setor e as vantagens sociais geradas por essas operações.

3. Naquela oportunidade, foram reunidos indícios de irregularidades que justificavam o aprofundamento da operação de apoio financeiro concedida pelo BNDESPar ao frigorífico Independência com o objetivo de possibilitar investimentos em modernização e ampliação de capacidade, implantação de novas unidades industriais, aquisição de empresas, fortalecimento do capital de giro e melhoria da estrutura de capital, ou seja, um espectro amplo de atividades.

4. Em julho de 2008, o frigorífico Independência apresentou consulta sobre a operação ao BNDESPar, que, em novembro de 2008, promoveu aporte de R\$ 250.000.000,00 na empresa, por meio de aquisição de ações.

5. Ocorre que, em março de 2009, pouco mais de três meses depois do aporte, o frigorífico Independência ingressou com pedido de recuperação judicial, que redundou na sua falência, tendo o BNDESPar registrado a perda total do investimento na sua contabilidade.

6. No voto condutor do acórdão 3011/2015-TCU-Plenário, o Ministro Augusto Sherman Cavalcanti manifestou sua preocupação com a qualidade das informações requeridas pelo BNDESPar para tomar aquela decisão de investimento:

“192. A equipe de auditoria não apontou em seu relatório de auditoria se os regulamentos internos do BNDES exigiam, à época, que uma operação de aporte de capital em companhia fechada deveria ser obrigatoriamente precedida de ‘diligência de análise’ (Due Diligence), fiscal, financeira, trabalhista, legal e ambiental, realizada por profissionais especializados contratados, a teor do item 6.1 do Anexo II à Resolução 2272/2012-BNDES.

193. Novamente aqui, como no caso da Bertin, pode ter ocorrido o fornecimento de informações incorretas ou erros de análise de informações. Em qualquer desses casos, tornar-se-á necessário analisar o que efetivamente ocorreu.

194. Em vista desses fatos a equipe de auditoria comunicou na conclusão de seu relatório de auditoria que pretende apresentar representação sobre a matéria oportunamente.” (não grifado no original)

7. Com o intuito de apurar os indícios de irregularidades na operação de aporte de capital do BNDESPar no frigorífico Independência, foi realizada inspeção, que resultou nos seguintes achados:

“Achado 1: apresentação de informações pela Independência S.A. que não espelhavam a verdadeira situação econômico-financeira da empresa, com objetivo de obter investimentos da BNDESPar;

Achado 2: descaracterização da operação original de capitalização da Independência Participações S/A, com vistas a aprovar socorro financeiro de curto prazo à companhia;

Achado 3: falta de diligência do BNDESPar na aprovação da operação de aporte de capital sem avaliar adequadamente a solvência de curto prazo do braço operacional do grupo Independência, a companhia Independência S.A.”

8. Estando os autos conclusos para apreciação do Plenário na sessão de 7/6/2017, o BNDES apresentou memorial (peça 120), de 44 páginas, que incorporei ao relatório e cujo teor foi diligentemente levado em consideração para produzir este voto, por minha assessoria.

II

9. A secretaria, após analisar o relatório produzido pela empresa KPMG (peça 41), no bojo do processo de recuperação judicial, que teve como foro a justiça federal de São Paulo, e o relatório do perito contábil (peça 43), Sr. Fernando Caio Galdi, no âmbito do procedimento arbitral 03/10, requerido pelo banco, concluiu (i) pela possibilidade de ocorrência de fraude contábil, (ii) apresentação ao BNDES de informações pelo grupo Independência que não espelhavam sua situação econômico-financeira e (iii) distorção relevante no seu patrimônio, reconhecida apenas no final de 2008.

10. Com base na apresentação dessas informações supostamente enganosas, os sócios teriam abusado da personalidade jurídica, o que ensejaria a desconsideração da personalidade jurídica da Independência Participações S/A, a fim de que os seus sócios administradores respondessem, solidariamente com os demais responsáveis, pelo dano ao erário identificado, de R\$ 250 milhões.

11. Da mesma forma, o BNDES, por meio do memorial, expressa seu entendimento de que o “perito contábil trouxe claras evidências de que os demonstrativos contábeis do ano de 2007 e dos trimestrais de 2008 não retratavam a situação econômico-financeira da Companhia. Vale deixar claro que a análise foi baseada na comparação das demonstrações financeiras de 31/12/2001, 30/06/2008, 31/12/2008 e, ainda, no relatório preparado pela KPMG nominado de Análise Preliminar e Performance.”

12. Além disso, o BNDES, em sua defesa (peça 120), afirma que o “Relatório de Inspeção reconhece que há claras evidências de que os demonstrativos financeiros da Companhia ao solicitar o investimento da BNDESPar não retratavam a sua verdadeira situação patrimonial e financeira. O relatório ainda afirma, no item 61, que houve má fé por parte da Independência ao solicitar a participação acionária da BNDESPar.”

13. A análise produzida pela KPMG (peça 41), embora leve em consideração os vultosos ajustes contabilizados pela empresa Independência Participações S.A., não conclui pela ocorrência de fraude contábil nem coloca em xeque a adequação dos ajustes promovidos pela companhia e apresentados ao BNDESPar. O seu relatório apresentou análise histórica de desempenho da empresa Independência, sua posição competitiva frente ao mercado, avaliou os motivos da crise, discorreu sobre o perfil da dívida e a situação de liquidez, bem como o plano de ação da empresa para sua reestruturação.

14. Em resumo, a KPMG (peça 41) não colocou em dúvida a adequação dos ajustes promovidos nas demonstrações financeiras da Independência relativas ao exercício findo em 2008 nem sequer aventou a possibilidade de que as demonstrações financeiras do grupo, relativas a períodos pretéritos, estivessem em desacordo com as normas e práticas contábeis vigentes no Brasil.

15. O processo arbitral requerido pelo BNDESPar transcorreu na Câmara de Arbitragem do Mercado, instituída pela então Bovespa em junho de 2001, cujo objetivo é oferecer foro adequado para a solução de questões relativas ao mercado de capitais de cunho societário.

16. A câmara atua na “composição de conflitos surgidos no âmbito das companhias comprometidas com a adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa e transparência, listadas na BM&FBOVESPA em seus segmentos especiais de listagem, Novo Mercado, Nível 2 de Governança Corporativa e Bovespa Mais, e também em quaisquer outros eventuais litígios entre pessoas físicas e jurídicas ligadas ao mercado de capitais, desde que anuentes ao regulamento e desde que tal anuência conte com a concordância do presidente da Câmara de Arbitragem do Mercado” (http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/servicos/camara-de-arbitragem-do-mercado-cam/perguntas-frequentes/).

17. Transcrevo abaixo a síntese das alegações da requerente BNDESPAR no processo arbitral (peça 45, p. 11):

“Síntese das Alegações da Requerente BNDESPAR:

33. A Requerente BNDESPAR aduz, em síntese, que: (i) a Requerida IPAR lhe solicitou colaboração financeira na modalidade de participação acionária, aprovada na forma da subscrição de ações de emissão da Companhia em dois aumentos de capital; (ii) em 26.11.2008, celebrou Contrato de Subscrição de Ações com os então acionistas controladores da IPAR e interveniência da Companhia; (iii) em 28.11.2008, subscreveu ações preferenciais de emissão da IPAR resgatáveis e com direito a voto no montante de R\$250.000.000,00; (iv) em 28.11.2008, celebrou Acordo de Acionistas com os então acionistas controladores da IPAR e interveniência da Companhia; (v) em 27 .02.2009, a INDEPENDÊNCIA S.A. (“INDEPENDÊNCIA”), braço operacional da IPAR, cujas ações representam seu único ativo relevante, ingressou com pedido de Recuperação Judicial, razão pela qual deixou de efetuar a segunda subscrição de ações, ajustando sua participação acionária na Companhia em 21,8% do capital social 2.

34. Diante dos fatos narrados, a Requerente BNDESPAR sustenta que os Requeridos violaram regras do Acordo de Acionistas ao: (i) postularem a sua manifestação no prazo de um dia sobre o requerimento de recuperação judicial da INDEPENDÊNCIA e ingressarem com tal pedido independentemente dessa manifestação (ofensa à Cláusula Quarta, 4.1, alínea ‘c’, inciso XII do Acordo); (ii) não fornecerem as informações que conduziram a esse processo de recuperação (ofensa à Cláusula Quinta, item 5.1, inciso XV, e item 5.2, alínea ‘b’ do Acordo com possível violação à Cláusula Quinta, 5.1, inciso IV, alínea ‘a’ do Acordo); e (iii) extinguírem o AROEIRA FIP, promovendo o ingresso de pessoa estranha ao quadro societário da IPAR (PEROBA) (ofensa à Cláusula 3.1 do Acordo).

35. A Requerente BNDESPAR assevera ter restado amplamente demonstrado que os Requeridos violaram referidas regras do Acordo de Acionistas, faltando claramente com os deveres de boa-fé, lealdade e cooperação. A Requerente pondera que a conduta dos Requeridos (i) postulando que ela se manifestasse, no prazo de 01 dia, sobre o requerimento de recuperação judicial da INDEPENDÊNCIA, (ii) não fornecendo as devidas informações que conduziram a esse procedimento arbitral e, finalmente, (iii) extinguindo o AROEIRA FIP, promovendo o ingresso de empresa estranha (PEROBA), indubitavelmente quebrou a affectio societatis entre os acionistas da Requerida IPAR.

36. A Requerente BNDESPAR aduz, ainda, que notificou os Requeridos acerca das infrações ao Acordo de Acionistas, requerendo a recomposição da situação anterior, sob pena de serem obrigados a adquirir as ações por ela detidas e pagarem multa, nos termos de sua Cláusula 8.2 do Acordo de Acionistas.

37. Tendo em vista que a notificação não foi atendida, a Requerente BNDESPAR requereu a instauração dessa arbitragem, pleiteando a condenação solidária dos Requeridos a adquirir a totalidade das ações de sua propriedade, no montante a ser calculado na forma da Cláusula 8.3 IV do Acordo de Acionistas, acrescido de multa de 10% e correção.”

18. O Sr. Fernando Caio Galdi foi apresentado pelo BNDESPar à Câmara de Arbitragem do Mercado como sua testemunha técnica (peça 44). Na conclusão de seu relatório (peça 43, p. 31-32), deixa assente que:

‘IV. Conclusão

Para consecução do presente relatório debruçei-me sobre a documentação e as informações existentes sobre o caso, a mim disponibilizadas pela BNDESPAR. Avaliei as demonstrações financeiras de 31 de dezembro de 2007, 30 de junho de 2008 e 31 de dezembro de 2008, além do relatório preparado pela KPMG nominado de Análise Preliminar e Performance Financeira Recente (‘Relatório KPMG’) e da documentação arrolada no processo em andamento junto à Câmara de Arbitragem do Mercado – Bovespa.

De acordo com a análise realizada, concluo que os ajustes apresentados pela Independência S.A. (‘ISA’) nas demonstrações financeiras de 31 de dezembro de 2008, retroativos a 01 de janeiro de 2008 e que diminuam o patrimônio líquido da empresa de R\$ 966,1 milhões, fazendo com que a empresa apresentasse situação bastante distinta da informada à BNDESPAR quando solicitado o aporte de capital pela Independência Participações S.A., não podem ser atribuídos exclusivamente às mudanças introduzidas pela Lei 11.638/07 e pela Medida Provisória 449/08. Adicionalmente, considerando que a empresa já havia passado por um processo de reestruturação e readequação de suas informações contábeis no ano de 2006, ajustes decorrentes de controles internos e conciliações tenderiam a não ser significativos. Contudo, o montante dos ajustes é bastante significativo e faz-se necessário uma avaliação *in loco* para a adequada determinação de suas origens.’ (sublinhei)

19. Como se vê, o especialista conclui que os ajustes significativos na contabilidade da empresa, principalmente nas circunstâncias em que foram registrados, não seriam previsíveis, sugerindo que os números dos ajustes eram injustificáveis, mas não afirmou que houve fraude, limitando-se a expressar a opinião de que seria necessária avaliação *in loco* para a determinação de suas origens.

20. O BNDESPar indicou a testemunha para corroborar a sua alegação junto à Câmara de Arbitragem do Mercado de que teria sido induzida a erro na avaliação da operação de aporte de capital no grupo Independência, haja vista que as informações contábeis apresentadas não eram confiáveis.

21. Conforme consta da instrução da SecexEstataisRJ, o juízo arbitral não acolheu a alegação do banco, por considerar que o seu corpo técnico teria preparo suficiente para perceber, mesmo com as informações contábeis apresentadas, a situação operacional e financeira da empresa e avaliar adequadamente os riscos envolvidos na operação em discussão. Assim, a pretensão de reparação imediata do BNDESPar foi afastada.

22. A unidade técnica também anexou aos autos as demonstrações contábeis do grupo Independência dos exercícios de 2005 até o exercício findo de 2008 (peças 47, 77, 93, 94, 95 e 96).

23. Do exercício findo em 2005 até o exercício findo em 2007, as empresas de auditoria independente emitiram pareceres sem ressalvas às demonstrações financeiras das empresas do grupo Independência, sendo que, especificamente em 18/4/2008, a BDO Trevisan lavrou parecer sem ressalva às demonstrações financeiras da empresa Independência S.A. relativas ao exercício findo em 31/12/2007.

24. No exercício de 2008, nos meses que antecederam as negociações entre o grupo Independência e o BNDESPar, a BDO emitiu relatórios de revisão limitada referentes às demonstrações financeiras trimestrais elaboradas pela Independência S.A., todas sem apontar para nenhuma situação ou fato que ensejasse modificação relevante nas demonstrações financeiras.

25. A revisão limitada consiste na aplicação de procedimentos de revisão analítica dos dados financeiros (análise das demonstrações financeiras) e inquirição à administração (áreas contábeis e financeiras) da companhia sobre os critérios contábeis adotados na elaboração das demonstrações financeiras. Não há emissão de opinião de auditoria, mas apenas afirmação negativa quanto ao conhecimento de fato que enseje qualquer modificação relevante nas demonstrações financeiras para que elas estejam de acordo com as práticas contábeis adotadas no Brasil.
26. A partir do conjunto de documentos (pareceres de auditoria independente, relatórios de revisão limitada e relatório do perito contábil e relatório da empresa KPMG) anexos aos autos e analisados pela SecexEstataisRJ, não há como objetivamente afirmar que houve fraude nas demonstrações financeiras da empresa Independência.
27. O perito contábil atuou como testemunha e consultor do BNDESPar junto à Câmara de Arbitragem do Mercado e não afirmou categoricamente que houve fraude, mas que seria necessário averiguar *in loco* as origens dos ajustes.
28. A empresa KPMG, contratada pelo Grupo Independência no âmbito do seu processo de recuperação judicial, também não aventou falhas nos trabalhos de auditoria independente realizados pela BDO Trevisan relativamente às demonstrações financeiras do exercício de 2008.
29. Não há notícia nos autos de que a suposta fraude seja objeto de discussão na esfera judicial, com o intuito de reparação patrimonial, ou no âmbito administrativo do Conselho Federal de Contabilidade, com o intuito de apurar falhas na conduta dos auditores independentes responsáveis pelas auditorias/revisões das demonstrações financeiras do Grupo Independência.
30. Ademais, a Câmara Arbitral de Mercado não opinou sobre a ocorrência ou não de fraude nas informações contábeis, porque esse não era o objeto direto da controvérsia, mas opinou no sentido de que a BNDESPar poderia ter identificado a real situação financeira da Independência S.A. a partir das demonstrações financeiras apresentadas.
31. Nesses termos, discordo das conclusões da unidade técnica e do BNDES de que as demonstrações financeiras apresentadas ao banco estivessem, comprovadamente, fraudadas, tendo em vista que os pareceres dos especialistas não afirmaram a ocorrência de fraude, bem como ante a inexistência de ações administrativas e/ou judiciais sobre a questão.
32. Nenhum pronunciamento de profissional investido de competência legal para opinar sobre a inadequação dos trabalhos de auditoria independente e/ou sobre a qualidade das demonstrações financeiras da Independência S.A. foi acostada aos autos.
33. Assim, não é possível afirmar objetivamente que as demonstrações financeiras do Grupo Independência S.A. estavam fraudadas.
34. As pesquisas empíricas que buscam aferir a importância das demonstrações financeiras no processo de análise financeira, seja com o intuito de apurar o valor da empresa (*valuation*) ou averiguar sua solvência, revelam que as demonstrações financeiras têm importância considerável, mas não são a única fonte de informações que importa¹. Uma das razões apontadas por esse conjunto robusto de pesquisas é que os padrões contábeis permitem considerável grau de subjetividade dos contadores/gestores na sua aplicação, além de refletirem transações pretéritas.

¹ Bill Rees. Financial Analysis. Chapter 2, p. 47-55. Prentice-Hall, 1995.

35. Assim, o analista financeiro deve lançar mão de informações adicionais às demonstrações financeiras para chegar às suas conclusões sobre a precificação e a solvência das empresas, como, por exemplo, informações macroeconômicas, setoriais e de caráter qualitativo².

36. No ano de 2008, outras empresas brasileiras, dentre elas a Aracruz Celulose e Sadia, já haviam apresentado problemas financeiros em razão da volatilidade do câmbio, fruto da crise econômica internacional que acabara de eclodir. No caso da Sadia, os auditores da KPMG, responsáveis técnicos pelos trabalhos de auditoria independente das demonstrações financeiras da empresa, foram isentados de presunção de culpa³.

37. A literatura técnica e acadêmica sobre previsão de falências é rica (seus primeiros passos aconteceram na década de 1960⁴) e não estabelece relação biunívoca entre falência da firma e fraude em suas demonstrações financeiras. As prescrições desse conjunto de estudos e práticas apontam que o analista financeiro deve estabelecer metodologia de análise que leve em consideração várias fontes de informação, além das demonstrações contábeis, que possibilitem a avaliação da possibilidade de a empresa tornar-se insolvente⁵.

38. Embora a operação entre o Grupo Independência e o BNDES tenha sido um aporte de capital social, e não uma concessão de crédito, era necessário que o analista averiguasse também a solvência do investimento, pois não adiantaria que a previsão de fluxos de caixa futuros resultasse num valor presente líquido positivo se o empreendimento sucumbisse, por exemplo, frente à estratégia/condição financeira da empresa, ao enxugamento conjuntural da liquidez ou à necessidade de financiamentos de longo prazo em razão da concretização de fluxos de caixa livres negativos previstos nos anos iniciais da projeção.

39. Assim, cumpre averiguar se o BNDES, no processo de avaliação da operação com o Grupo Independência S.A., procedeu à análise que levasse em consideração a situação financeira da empresa, a conjuntura de aperto da liquidez nos mercados internacional e nacional e a grande dependência externa da empresa e do setor frigorífico.

40. Dessa forma, entendo que a desconsideração da personalidade jurídica da Independência S.A., conforme proposta pela unidade técnica, não pode se basear numa suposta possível ocorrência de fraude, tendo em vista os argumentos acima apresentados.

III

41. Os achados 2 e 3, relatados pela equipe de auditoria, referem-se à (i) descaracterização da operação original de capitalização da Independência Participações S.A., com vistas a aprovar socorro financeiro de curto prazo à companhia e (ii) negligência do BNDES em aprovar o apoio financeiro ao grupo Independência S.A. sem avaliar com a devida diligência a solvência a curto prazo de seu braço operacional, a companhia Independência S.A.

42. Os dois achados estão inter-relacionados, pois derivam, segundo a unidade técnica, de supostas falhas na análise das informações financeiras apresentadas pelo grupo Independência,

² Financial Statement Analysis and Security Valuation. Stephen Penman. McGraw-Hill Higher Education. 2001. Chap. 20 e 21.

³<https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/17721/dissertac%CC%A7a%CC%83o%20vers%C3%A3o%20final%20201216.pdf?sequence=1&isAllowed=y>

⁴ Financial Statement Analysis and The Prediction of Financial Distress. Foundations and Trends R in Accounting Vol. 5, No. 2 (2010) 99–173 c 2011 W. H. Beaver, M. Correia and M. F. McNichols.

Financial Ratios As Predictors of Failure. William H. Beaver. Journal of Accounting Research. Vol. 4, Empirical Research in Accounting: Selected Studies 1966 (1966), pp. 71-111.

⁵ Financial Statement Analysis and Security Valuation. Stephen Penman. McGraw-Hill Higher Education. 2001.

especificamente na avaliação pelo método do fluxo de caixa descontado e na apreciação dos riscos envolvidos nas operações com derivativos.

43. O memorial apresentado pelo BNDES (peça 120) aborda cada um dos achados identificados pela unidade técnica, razão pela qual discorrerei sobre os tópicos em cotejo com as constatações apresentadas no relatório de inspeção e nos documentos acostados aos autos.

Substituição do Quadro de Usos e Fontes pelo Plano de Investimentos

44. Um dos indícios apresentados pela unidade técnica de que a operação de aporte de capital era, na verdade, uma operação de socorro financeiro foi a constatação de que do relatório de enquadramento da operação constava recomendação de ‘avaliar se a capacidade de geração de caixa em empresas é compatível com os investimentos a serem realizados com os recursos próprios’ (peça 55, p. 4).

45. Já na fase seguinte de apreciação do projeto, a equipe do Tribunal identificou que o relatório de análise consignava que a empresa teria condições de levar adiante seu plano de investimentos com sua geração de caixa (peça 50, p. 21).

46. Na sequência, a operação foi aprovada com a condicionante de que o empréstimo da empresa junto ao banco JP Morgan Chase Bank, no valor de cem milhões de dólares, fosse quitado porque existia cláusula de liquidação antecipada da dívida, caso a empresa fosse capitalizada, e o empréstimo era garantido por 49% das ações da empresa.

47. Entretanto, devido ao agravamento da crise financeira, o presidente da Independência solicitou, em 18/11/2008, o aditamento da cláusula de extinção do empréstimo junto ao JP Morgan Chase Bank (peça 53, p. 8-9):

‘Solicitação

Observada a gravidade do momento econômico atual e pelas razões acima resumidas a Companhia solicita que a condição prévia à integralização do aumento de capital por parte do BNDES ao invés de se referir à extinção do ‘Loan’ passe a se referir ao Aditamento do mesmo, respeitando os conceitos aqui apresentados e à apresentação da Declaração, devidamente assinada pela Companhia, seus acionistas controladores e pelo JP Morgan.

Por fim, solicita-se que a BNDESPAR realize os trâmites necessários para a efetivação da alteração acima, bem como os trâmites para a subscrição e integralização do aumento de capital no menor tempo possível (se possível de dentro da semana de 24 de novembro de 2008), ficando claro também que a Companhia entende, conforme explicado em nossa reunião de 13 de novembro de corrente, que não há qualquer garantia ou obrigação da BNDESPAR de realização de tais trâmites no tempo almejado pela Companhia.’

48. A solicitação da Independência S.A. demonstra que o agravamento da crise de 2008 atingiu seriamente a situação de liquidez da empresa, a ponto de a empresa não ter condições de liquidar a operação com o JP Morgan, que liberaria o gravame de 49% das ações da empresa, e contratar novo empréstimo (peça 53, p. 6-7).

49. A partir da solicitação, o BNDESPAR concordou com o aditamento do empréstimo, que liberaria o penhor de 49% das ações, mas, conforme pontuou a unidade técnica, não promoveu nenhuma alteração no *valuation* do projeto.

50. Observa-se que, nessa altura, estavam bem claras as condições de mercado – agravamento da crise de 2008, com enxugamento da liquidez – e a situação específica da empresa, que enfrentava dificuldades para manutenção de linhas de capital de giro, liquidar o empréstimo junto ao JP Morgan e, como consequência da falta de liquidez no mercado, contratar novo empréstimo.

51. A análise da probabilidade de *default* (inadimplência) do grupo Independência tornara-se crítica no seu processo de *valuation*, ou seja, o fator liquidez poderia redundar em insolvência. Esses eram os termos quase explícitos da solicitação protocolada pela empresa junto ao BNDESPar (peça 53, p. 6-9).

52. Em seu memorial (peça 120), o BNDES argumenta que a constatação feita pela unidade técnica de que a equipe do banco não adotou o quadro de uso e fontes para embasar o plano de investimentos, que integrou o fluxo de caixa projetado (*valuation*), não representa descaracterização da operação. A justificativa é de que o processo de análise/avaliação é complexo e sofre alterações ao longo de sua execução. Além do mais, as operações de renda variável mensuram os investimentos na companhia como um todo, e não um projeto específico, sendo o plano de investimentos mais adequado para embasar a análise de propostas de participação acionária.

53. Ao passo que a justificativa apresentada pelo BNDES seja correta sob o ponto de vista de precificação das ações para fins de definição do preço da transação, ela não invalida a premissa da unidade técnica, mesmo que a evidência apresentada, na visão do banco, não seja a mais adequada, de que a operação, naquele instante, era exclusivamente de socorro financeiro e não de investimentos para expansão dos negócios.

54. O fato é que, apesar de as fases de análise, prescritas nos normativos do banco, terem sido cumpridas, a unidade técnica constatou que a recomendação de observar se o fluxo de caixa da empresa seria suficiente para fazer face às necessidades de investimento não foi adequadamente atendida.

55. O BNDES justifica, por meio do seu memorial (peça 120, p. 6-7), que as análises iniciais são complementadas ou alteradas pelas análises mais profundas realizadas posteriormente. Explana que, ao longo do período entre o protocolo da operação e a conclusão do relatório de análise e seus anexos (4/11/2008), ‘a equipe do banco requereu inúmeras informações adicionais, realizou diversas reuniões com a empresa, efetuou pesquisas e estudos a fim de, entre outros, construir um modelo de avaliação prospectiva embasado que seria utilizado, inclusive, para a definição de preço por ação de emissão da Independência. Seria incoerente informar, no R.An., os dados financeiros recebidos inicialmente na fase de Enquadramento e não os valores que serviram de base para o modelo de avaliação do investimento.’

56. Assim, o BNDES (memorial, peça 120, p. 7) concluiu que a análise empregada no item 85 do relatório de inspeção não é tecnicamente adequada, pois compara a geração de caixa projetada na análise e baseada no plano de investimentos com os investimentos previstos no quadro de usos e fontes, elaborado pelo Grupo Independência antes da análise da operação.

57. Mais uma vez, é necessário esclarecer que a constatação da unidade técnica foi no sentido de enfatizar a necessidade de averiguar a capacidade de geração de fluxos de caixa da empresa, conforme alertou o relatório inicial da operação, tendo em vista questões conjunturais e estruturais. Nessa linha, a afirmação do BNDES, sobre a metodologia de precificação empregada, é condizente com a necessidade de buscar informações que reflitam os fundamentos econômicos da firma e as questões conjunturais e estruturais de mercado que podem impactar no curto e longo prazos esses fundamentos.

58. Sobre esse ponto, o BNDES concluiu alegando que não há irregularidade em não ter utilizado o quadro de usos e fontes no *valuation* da firma, já que essa informação, fornecida pela empresa, é, por natureza, mais otimista. Assim, optou por adotar premissas mais conservadoras de crescimento da empresa, o que resultou em investimentos menores em expansão e capital de giro, ao longo da projeção, e, conseqüentemente, em um valor por ação inferior ao que seria alcançado se as premissas apresentadas pela empresa fossem empregadas (peça 120, p. 7).

59. A irregularidade apontada pela unidade não é a falta de utilização das premissas do quadro de usos e fontes no processo de *valuation*, conforme já pontuei acima, mas o não atendimento da recomendação de averiguação da capacidade de geração de caixa para fazer face aos investimentos, o que demonstraria a descaracterização da operação de aporte de capital. A referência ao quadro de usos e fontes tem caráter exemplificativo.

60. O BNDES não apresenta explicações para a não avaliação da capacidade de geração de caixa para fazer face aos investimentos.

Evolução do Endividamento do Grupo Independência

61. Quanto a esse ponto, o BNDES afirma (peça 120. p. 8-10) que a posição de caixa da empresa era suficiente para honrar suas dívidas de curto prazo, tendo melhorado significativamente de 31/12/2007 para 30/09/2008, embora o endividamento bruto tenha crescido, de acordo com as informações financeiras apresentadas pela empresa. Explica, ainda, que o crescimento do endividamento bruto decorreu da emissão de *bonds* da empresa, no valor de R\$ 574,3 milhões, considerando a taxa de câmbio naquela data.

62. Argumentou, ainda, que a receita líquida da empresa cresceu significativamente nos meses do ano de 2008, o que demonstrava um cenário positivo para o investimento. Dessa forma, concluiu que a análise econômico financeira acerca da evolução do endividamento inserida no relatório de inspeção não é correta, tendo em vista que não considerou o impacto da possível fraude contábil.

63. A análise baseada em indicadores de liquidez (liquidez corrente, liquidez de longo de prazo), embora útil, tem menos importância do que a análise de liquidez baseada na projeção do fluxo de caixa. Primeiro porque é calculada a partir de uma posição estática oferecida pelo balanço patrimonial da empresa. Segundo porque não incorpora, como o faz a projeção do fluxo de caixa, as premissas de desenvolvimento futuro dos negócios da empresa, como, por exemplo, o crescimento do mercado, novos investimentos e eventuais sinergias.

64. Em suma, a análise de indicadores de liquidez baseada em números extraídos do balanço patrimonial tem características retrospectivas, enquanto a análise de liquidez baseada na projeção do fluxo de caixa da empresa tem características prospectivas. É por isso que a última tem maior valor preditivo e, assim, deve prevalecer num processo de avaliação de investimentos.

65. Mais uma vez, as explicações apresentadas pelo BNDES não invalidam a premissa subjacente à constatação da unidade técnica de que a recomendação para averiguação da capacidade de geração de fluxo de caixa não foi atendida, conforme irei explicar detalhadamente ao final deste bloco argumentativo.

Aditamento ao Loan Agreement

66. O BNDES (peça 120, p. 11-12) esclarece que o relatório de análise da operação (R.An.) expressava que a finalidade da capitalização era a consecução do plano de investimento da empresa, o que abrangia a ampliação de unidades industriais e o investimento em giro. Tendo em vista que a Independência Participações S.A. realiza suas operações por meio de suas empresas controladas operacionais, seria normal a transmissão de recursos da controladora para as controladas, o que teria sido previsto, inclusive, no R.An.

67. As justificativas para o aditamento da obrigação de que a empresa Independência Participações S.A. liquidasse o seu financiamento junto ao JP Morgan foram (i) liberação do gravame de 49% das ações da controladora, o que era do interesse do BNDES, e (ii) folga na liquidez do grupo de empresas.

68. O banco argumenta também que a metodologia do fluxo de caixa para a firma (FCFF), utilizado no *valuation*, já considerava o endividamento líquido da empresa e, assim, o pagamento imediato ou sua postergação por noventa dias não demandaria a necessidade de ajuste no *valuation* utilizado no R.An.

69. Com relação ao aditamento, a autorização do BNDES para que a dívida fosse assumida pela Independência S.A., de fato, cumpriu o objetivo de desonerar as ações da Independência Participações S.A. e, ainda, conferiu alguma folga de caixa ao grupo de empresas.

70. Mais uma vez, entretanto, não fica afastada a premissa de descaracterização da operação, haja vista os termos da solicitação de aditamento protocolado junto ao BNDES, conforme transcrito abaixo, e o fato de a dívida líquida considerada no tempo zero do fluxo de caixa descontado não ser suficiente para que o risco de liquidez e insolvência da empresa fosse adequadamente capturado e mitigado, conforme será demonstrado nos próximos parágrafos.

71. O BNDES ainda descreveu os passos para a elaboração do fluxo de caixa livre da firma (FCFF) para demonstrar como o endividamento líquido é levado em consideração por esse método. Ao final deste bloco argumentativo, será demonstrado que a simples consideração da dívida líquida no tempo zero das projeções não captura o risco de liquidez do empreendimento.

Inexistência de Negligência pela Equipe do BNDES

72. A fim de demonstrar que não houve negligência da equipe do BNDES, o banco, por meio de memorial (peça 120, p. 12-31), colacionou uma série de argumentos, divididos em tópicos, como auditoria das demonstrações financeiras, análise da exposição cambial e análise de solvência de curto prazo da Independência S.A.

73. A determinação de culpabilidade na operação de aporte de capital aqui tratada somente será determinada por deliberação de mérito a ser proferida pelo Plenário do Tribunal após as manifestações dos agentes envolvidos, em atenção aos princípios da ampla defesa e do contraditório.

Análise do *Valuation* Elaborado pelo BNDES, Conjuntura Econômica e a Situação Financeira do Grupo Independência

74. Nesse tópico, será apresentada a cronologia da operação e a técnica empregada pelo BNDESPar para a avaliação do investimento.

75. Em 23/7/2008, o banco elaborou o documento chamado instrução AP/DEPRI 277/2008 (peça 55), cujo objetivo era analisar a solicitação de apoio ao programa de crescimento da empresa Independência Participações S.A. mediante a subscrição privada de ações.

76. O documento faz um apanhado do contexto operacional e histórico da empresa e apresenta a estrutura de controle do grupo e alguns dados econômico-financeiros referentes à última demonstração financeira auditada (31/12/2007), em que observa que o resultado líquido negativo do período foi severamente impactado pelo resultado financeiro líquido, consequência da alta alavancagem financeira realizada para a aquisição da empresa Goiás Carnes S.A..

77. Entretanto, ressaltou que, em maio de 2008, a empresa emitiu um bond de US\$ 300 milhões, com vencimento em maio de 2015, cujos recursos seriam utilizados para refinar suas dívidas existentes de curto e médio prazos (peça 55, p. 2).

78. Quanto à solicitação, o documento revela que o objetivo do apoio era permitir o crescimento acelerado da empresa e que as recentes aquisições do grupo, da ordem de R\$ 350 milhões nos últimos 3 anos, resultariam no crescimento de sua capacidade instalada e, consequentemente, da

sua necessidade capital de giro. A empresa também estava projetando novos investimentos a partir de 2008 (peça 55, p. 3).

79. Resumindo, o pleito da empresa visava obter recursos para robustecer a sua capacidade de fazer frente às necessidades adicionais de capital de giro, bem como realizar novas expansões, num setor que passava por um processo de consolidação, e manter sua estratégia de internacionalização, ‘administrando seu endividamento em níveis de adequada prudência’ (peça 55, p. 3).

80. O documento apresentou, ainda, o quadro de usos e fontes, elaborado com base nas informações apresentadas pela empresa. O quadro demonstra que os recursos necessários para financiar os investimentos em plantas, capital de giro e expansão viriam de geração própria de caixa (45,8%), capitalização do BNDES (30,6%) e endividamento (23,6%). Nota-se que a principal aplicação de recursos prevista era em capital de giro (46,5%), o que revelava o peso da questão relacionada à liquidez do grupo Independência (peça 55, p. 3):

Quadro de Usos e Fontes	2008	2009	Total Projeto	%
Usos:				
Plantas	116	329	446	30,4%
Investimento Giro	319	364	683	46,5%
Aquisições / Expansão	340	-	340	23,1%
Total de Usos	776	693	1.469	100,0%
Fontes:				
Geração Própria	281	392	673	45,8%
Capitalização BNDES	450	-	450	30,6%
Dívida	45	301	346	23,6%
Total Fontes	776	693	1.469	100,0%

81. Nessa linha de raciocínio, o documento destacou que a proposta estava em conformidade com o objetivo institucional de criar condições para a reestruturação setorial e que o grupo independência demonstrava maturidade corporativa, com práticas de transparência e de relacionamento com investidores equivalentes às das empresas listadas no Novo Mercado, o que contribuiria para ‘uma tramitação mais objetiva no BNDES’ (peça 55, p. 4).

82. Por fim, o documento expressou a recomendação de ‘avaliar se a capacidade de geração de caixa da empresa é compatível com os investimentos a serem realizados com recursos próprios, conforme o quadro de fontes apresentado pela empresa’ (peça 55, p. 4).

83. Na sequência e em atenção à Resolução 1463/2007 – BNDES, foi elaborado o relatório de análise conjunto AMC/DEINV 04/08 e AI/DDEAGRO 06/08, datado de 4/11/2008 e submetido à diretoria no dia 10/11/2008 (peça 50, p. 1).

84. O extenso documento conta com sumário executivo, análise SWOT, análises de mercado, análise econômico-financeira, avaliação dos aspectos jurídicos, desenvolvimento das premissas do *valuation*, conclusão e proposta (peças 50-52). Grande parte do seu conteúdo já foi abordada na instrução da unidade técnica, e, para efeitos do voto, concentrei-me na análise do fluxo de caixa livre para a firma (FCFF) elaborado pela equipe técnica do BNDES.

85. As premissas para projeção das demonstrações financeiras e, conseqüentemente, do fluxo de caixa estão descritas no relatório de análise (peça 50, 4. Aspectos econômico-financeiros). Elas

levam em consideração fatores como crescimento de receita, comportamento dos custos, capital de giro, taxa de desconto e crescimento em perpetuidade, análise de sensibilidade e avaliação por múltiplos de mercado.

86. As premissas utilizadas no processo de análise não serão escrutinizadas, ou seja, serão tomadas conforme adotadas pelo BNDES.

87. O método de fluxo de caixa descontado (valor presente líquido) é amplamente adotado e aceito na literatura como o método mais nobre e adequado para a avaliação (precificação) de ativos⁶. Outros métodos também são empregados para ranquear projetos e/ou decidir quais projetos devem ser incluídos no orçamento de investimentos⁷: (1) período de retorno (*payback period*), (2) período de retorno descontado (*discounted payback*), (3) taxa interna de retorno (TIR), (4) TIR modificada e (4) índice de rentabilidade.

88. Todos os métodos acima partem da projeção do fluxo de caixa para poderem ser empregados pelo analista. Grosso modo, os métodos do valor presente líquido, da taxa interna de retorno (TIR), da TIR modificada e do índice de rentabilidade procuram medir a agregação de valor realizada pelo projeto a partir de uma taxa de desconto, em inglês *hurdle rate*, que é taxa de retorno mínima requerida, por parte gestor ou investidor, de um investimento de similar risco.

89. No caso do método do valor presente líquido, os fluxos de caixa projetados são trazidos a valor presente por meio da aplicação da taxa de desconto. A resultante é o valor de riqueza agregada, caso o valor presente líquido (diferença entre o valor inicialmente investido e os fluxos de caixa descontados) seja positivo, ou o valor de riqueza subtraída, caso o valor presente líquido seja negativo. A mensuração é em valores monetários de agregação ou subtração de valor.

90. A TIR e a TIR modificada, esta utilizada quando são avaliados projetos mutuamente excludentes, se encarregam de calcular a taxa de juros (taxa interna de retorno) para que os fluxos de caixa futuros se igualem (zerem) ao seu investimento inicial. A partir da definição dessa taxa de juros, faz-se uma comparação com *hurdle rate*. Se a taxa de juros for superior à *hurdle rate*, o projeto deve ser aceito.

91. O índice de rentabilidade compara os valores presentes das entradas de caixa (no numerador) com os valores presentes das saídas de caixa (no denominador). Se a resultante for um valor maior do que um, o projeto deve ser aceito.

92. Tendo em vista que o valor presente líquido (fluxo de caixa descontado) expressa as unidades monetária de agregação ou subtração de valor e que o método pode ser aplicado, sem adaptações, até em casos de avaliações de projetos mutuamente excludentes, ele é o mais apreciado pela literatura financeira.

93. Particularmente para a avaliação de empresas, em que o valor do investimento inicial é o que se quer definir, ou seja, o valor do investimento inicial não é definido *a priori*, ao contrário do que ocorre na avaliação de projetos, em que o valor do investimento inicial já é estimado, o fluxo de caixa descontado é o método a ser escolhido.

94. Assim, o fluxo de caixa descontado foi a escolha natural do BNDES para a avaliação do projeto de aporte de capital na empresa Independência Participações. S.A.. É o padrão do mercado de capitais. Abaixo, é reproduzido o fluxo de caixa projetado elaborado pelo BNDES para o *valuation* sob análise (peça 52, p. 26-28):

⁶ Entre inúmeros livros: Avaliação de investimentos: ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo. Aswath Damodaran. Ed. Qualitymark. 1997.

⁷ Financial Management; Theory and Practice. Eugene F. Brigham e Louis C. Gapensky. Dryden Press. 1997. Capítulo 9.

Fluxo de caixa da firma e do equity											
R\$ MIL	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	perpetuidade
EBIT	181,85	269,49	336,19	529,64	577,15	584,51	572,51	572,5	572,51	572,51	547,03
(-) IR/CS sobre o EBIT (34%)	(61,83)	(91,63)	(114,31)	(180,08)	(196,23)	(198,73)	(194,65)	(194,65)	(194,65)	(194,65)	(185,99)
(=) Lucro Operacional (Nopat)	120,02	177,86	221,89	349,57	380,92	385,78	377,86	377,86	377,86	377,86	361,04
(+) Depreciação/Amortização	97,42	107,85	136,13	140,95	143,95	156,65	168,65	168,65	168,65	168,65	168,65
(-) CAPEX	(116,24)	(314,90)	(90,70)	(75,15)	(172,80)	(165,80)	(65,80)	(65,80)	(65,80)	(65,80)	(96,71)
(+/-) A Capital de Giro	(243,63)	(255,08)	(192,62)	(301,82)	(44,36)	7,92	5,13	0,96	(2,14)	(1,87)	(1,87)
FCFF	(142,43)	(284,27)	74,69	113,55	307,71	384,55	485,83	481,66	478,57	478,84	431,11
Taxa Efetiva de IR/CS	34%										
Período	0,5	1,5	2,5	3,5	4,5	5,5	6,5	7,5	8,5	9,5	
Taxa de Desconto WACC	10,41%										
Fator de Desconto	1,05	1,16	1,28	1,41	1,56	1,72	1,90	2,10	2,32	2,56	
Fluxo FCFF Descontado	(135,55)	(245,02)	58,31	80,28	197,03	223,01	255,18	229,12	206,18	186,84	1.887,22
G	1,5%										
Valor da Perpetuidade FCFF	4.836,57										
Valor Presente do Fluxo de Caixa Firma (jun/08)	1.055,39	35,9%									
Valor Presente da Perpetuidade Firma	1.887,22	64,1%									
Valor da FIRMA	2.942,62										
Valor da Dívida Líquida 2007	1.185,13										
Valor do Equity (Valor Firma - Valor Dívida Líquida)	1.757,49										

95. O método do *payback* e sua derivação, o método do *payback* descontado, definem o número de anos esperados para que o investimento inicial do projeto seja recuperado. Sua regra é: quanto mais curto o prazo de recuperação, melhor o projeto.

96. Essa metodologia foi perdendo, ao longo dos anos e com o desenvolvimento teórico dos métodos de finanças, espaço, tendo se tornado, entretanto, importante ferramenta de análise de grau de risco de projetos:

‘Embora o método do *payback* tenha algumas falhas sérias como critério de classificação, ele oferece informação sobre quanto tempo os fundos ficam vinculados a um projeto. Desse modo, quanto mais curto o período de recuperação (*payback*), tudo o mais constante, maior a liquidez do projeto. Além disso, tendo em vista que os fluxos de caixa esperados no futuro distante são geralmente mais arriscados que os fluxos de caixa de curto prazo, o *payback* é geralmente utilizado como um indicador do grau de risco do projeto⁸.’ (tradução livre)

97. Outro grande atrativo do *payback* como ferramenta de avaliação é a sua facilidade de aplicação. Assim, a fim de analisar o grau de risco do empreendimento, a partir das premissas adotadas e conforme a análise de sensibilidade realizada pelo BNDES, minha assessoria aplicou o método do *payback* sobre o fluxo de caixa elaborado pelo banco.

Projeto Independência												
Tempo	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Perpetuidade
Fluxo de Caixa Livre para a Firma (FCFF)	-2.942,61	-142,43	-284,27	74,69	113,55	307,71	384,55	485,83	481,66	478,57	478,84	4.836,63
Fluxo de Caixa Livre para a Firma Cumulativo	-2.942,61	-3.085,04	-3.369,31	-3.294,62	-3.181,07	-2.873,36	-2.488,81	-2.002,98	-1.521,32	-1.042,75	-563,91	4.272,72

98. No tempo zero, encontra-se o valor da firma, conforme apurado no fluxo de caixa projetado elaborado pelo BNDES. Nos demais tempos, encontram-se os valores do fluxo de caixa livre para a firma (FCFF) não descontados a valor presente. O fluxo de caixa para a firma cumulativo demonstra a amortização do investimento inicial a partir dos fluxos de caixa projetados para os anos seguintes.

⁸ Financial Management; Theory and Practice. Eugene F. Brigham e Louis C. Gapensky. Dryden Press. 1997. Capítulo 9. Página 398.

99. Observa-se que o valor do investimento inicial potencial hipotético na empresa Independência somente seria coberto no período seguinte ao da projeção de dez anos do fluxo de caixa. Essa observação é consistente com a informação no fluxo de caixa elaborado pelo próprio BNDES (peça 52, p. 26-28), que expressamente revela que quase dois terços do valor da firma são derivados da perpetuidade, ou seja, seriam obtidos nos períodos seguintes ao da projeção de dez anos.

100. Nos primeiros anos da projeção, até o tempo 4, o fluxo de caixa cumulativo negativo aumenta consistentemente, o que revela necessidade adicional de financiamento, seja por parte dos acionistas, via chamadas de capital, e/ou do mercado financeiro, via empréstimos e financiamentos. Somente a partir do ano 5 o fluxo de caixa passa a ser positivo. Entretanto, uma completa amortização do investimento inicial só aconteceria após o período de dez anos da projeção.

101. Nos primeiros dois anos de projeção, haveria a necessidade de aporte de capital, via acionistas ou bancos, para cobrir os fluxos de caixa livres negativos, de mais de R\$ 420 milhões. Somente a partir do quinto ano de projeção, a empresa teria condições de ter folga no caixa para amortizar os empréstimos/financiamentos e/ou distribuir dividendos, o que se significa, considerando sua a posição financeira muito alavancada, que não haveria margem para a solicitação de empréstimos/financiamentos junto ao mercado financeiro durante esse período, caracterizando o risco de liquidez alto do empreendimento.

102. Considerando, ainda, a conjuntura econômica de 2008, com empresas como Aracruz e Sadia já tendo registrado grandes perdas, não era difícil prever um cenário de insolvência da empresa.

103. Quando da expedição do relatório de análise, em 4/11/2008, a crise financeira internacional já havia eclodido, com o governo dos Estados Unidos da América tendo anunciado, em 20/9/2008, o plano de salvamento de bancos que custaria aos contribuintes norte-americanos centenas de bilhões de dólares⁹.

104. No Brasil, conforme consta do relatório da KPMG (peça 41, p. 50), os efeitos da crise já eram sentidos, com retração na evolução do crédito no Sistema Financeiro Nacional e desaceleração nas exportações brasileiras, incluindo de carne bovina, a partir de setembro de 2008, segundo dados coletados no Banco Central do Brasil e no Ministério da Indústria e Comércio.

105. Observe que essas são questões conjunturais reais que poderiam agravar o quadro já demasiadamente arriscado de liquidez do projeto. Os números produzidos pelo próprio BNDES já eram suficientes para demonstrar o altíssimo risco inerente à operação.

106. Nesse contexto conturbado, o Grupo Independência formalizou, em 18/11/2008, solicitação para que a condicionante de extinção do *Loan Agreement*, celebrado entre a empresa e o JP Morgan Chase Bank, fosse alterada para um aditamento em que a empresa Independência S.A., braço operacional do grupo, assumiria a dívida, o que permitiria liberar o penhor das ações da Independência Participações S.A., gravadas pelo *Loan Agreement*.

107. O que interessa desse documento (peça 53, p. 6-9), para fins do contexto aqui discutido, são as razões que embasaram a solicitação.

108. Primeiramente, é apresentado pelo grupo Independência o impacto da crise financeira nas suas operações:

‘Crise Financeira

Em função da grave crise financeira internacional, que vem se agravando a cada semana, a manutenção de liquidez (recursos de caixa) vem se mostrando fator cada vez mais importante,

⁹ Financial Times. Saturday September 20/Sunday September 21 2008. Global markets roar in approval.

tanto para manutenção de linhas de capital de giro da COMPANHIA quanto com fornecedores de matéria-prima (gado), que neste momento de crise têm exigindo, eventualmente, pagamentos à vista de forma a testar a solidez de seu cliente (frigorífico).’

109. Esse parágrafo é uma confissão de que a situação de liquidez do Grupo Independência era dramática, pois o grupo corria muitos riscos, inclusive o de não conseguir pagar seus fornecedores.

110. A seguir, o documento relata que as premissas iniciais que embasavam a operação inicial não mais subsistiam:

‘Solução inicialmente concebida

Para atender à condição prévia e manter sua posição de liquidez no momento mais grave da crise de crédito, a intenção da COMPANHIA era a de, uma vez aprovada a operação pelo BNDES e antes do primeiro aporte, contratar um novo empréstimo na OPERACIONAL, para com os recursos desse novo empréstimo pagar o ‘Loan’, preservando sua situação de liquidez anterior ao aporte.

Essa solução, implicitamente, tinha como premissas (i) um ambiente de normalidade nos mercados financeiros e de capitais, (ii) que a melhor estrutura de capital decorrente da capitalização aprovada pelo BNDES viabilizaria a contratação do novo empréstimo dispensando o gravame sobre as ações e (iii) que seria possível realizar a contratação do novo empréstimo com celeridade, após a aprovação da operação pela diretoria da BNDESPAR.

Ocorre que a COMPANHIA, uma vez aprovada a operação pela diretoria da BNDESPAR, verificou ser impossível realizar tal solução em tempo satisfatório para a mesma. Isto porque:

- (i) em razão da grave crise econômica e da decorrente forte e súbita depreciação cambial, a dívida líquida da OPERACIONAL sofreu, em razão da taxa de câmbio acentuadamente mais elevada, uma elevação de sua dívida líquida que a levou ao limite dos ‘covenants’ para contratação de dívida adicional, de tal forma que o novo empréstimo só pode ser realizado após a integralização de capital da OPERACIONAL (o que depende, como etapa anterior, da integralização de capital da COMPANHIA pela BNDESPAR);
- (ii) a COMPANHIA verificou junto ao Banco Central do Brasil que o pagamento do ‘loan’ com a simultânea abertura do novo empréstimo na OPERACIONAL mediante procedimento de câmbio simbólico, ou seja, sem efetivo fluxo de recursos não é exequível em tempo que satisfaça a COMPANHIA, o que acaba por inviabilizar a hipótese de extinção do *Loan* simultaneamente com a assinatura de novo empréstimo na OPERACIONAL sob condição suspensiva da integralização de recursos.

Outra hipótese seria de extinção do *Loan* simultaneamente com a assinatura de novo empréstimo na OPERACIONAL sob condição suspensiva da integralização de recursos sem o procedimento de câmbio simbólico, ou seja, com o efetivo fluxo de recursos. Porém, a COMPANHIA, além de estar exposta a variações de câmbio, ficaria sem o caixa no ínterim compreendido entre o pagamento do Loan, integralização de capital pela BNDESPAR e trâmites no Banco Central do Brasil concernentes ao novo empréstimo.

Além disso, considerando a crise econômica, ainda que haja um novo contrato de empréstimo assinado, caso haja saída de caixa, a COMPANHIA entende existir o risco de que os recursos possam não estar disponíveis para retornar à COMPANHIA num momento posterior.’

111. O documento relata o impacto da crise internacional e do enxugamento da liquidez interna e externa nas finanças do grupo com elevação da dívida líquida, por conta da exposição cambial, chegando a considerar a hipótese de que, havendo a saída de caixa dos recursos para liquidar o

financiamento junto ao JP Morgan, a companhia poderia ter que paralisar as suas atividades. Nesse segundo excerto do documento, fica patente que o risco não era apenas de liquidez, mas já se encontrava na seara da solvência.

112. A leitura detalhada da solicitação do grupo Independência revela que, naquele momento, em 18/11/2007, a operação proposta já não tinha o objetivo de propiciar a expansão operacional das empresas, mas apenas de prestar socorro financeiro.

113. Nesses termos, a hipótese de descaracterização das condições iniciais da operação ficou materializada.

114. Importante ressaltar que a tese elaborada pelo BNDES de que a apresentação de demonstrações financeiras supostamente fraudadas teria levado o banco a avaliar inadequadamente a operação não se sustenta mais a partir da leitura do documento de solicitação protocolado pelo Grupo Independência.

115. Primeiramente, porque qualquer possível assimetria nas informações financeiras fornecidas pelo Grupo Independência que prejudicasse a identificação da sua situação financeira fragilíssima desnudou-se com o documento de solicitação de aditamento protocolado no dia 18/11/2008.

116. Em segundo lugar, conforme discutido anteriormente, porque o próprio fluxo de caixa elaborado com base nas premissas adotadas pelo próprio BNDES já demonstrava que a operação continha grave risco de liquidez.

117. Apesar do quadro crítico declarado pela própria empresa, o BNDES aprovou a solicitação no dia seguinte, 19/11/2008, sem, aparentemente, ter realizado simulações ou análises de sensibilidade visando aferir a solvência do Grupo Independência (peça 53, p. 1-5).

118. Além da debilidade financeira declarada pela própria empresa, havia a questão dos derivativos. O ano de 2008 foi particularmente turbulento para a economia mundial e algumas empresas no Brasil que realizaram operações com derivativos especulativos, como a Sadia e a Aracruz Celulose, já tinham reconhecido pesadas perdas com essas operações em suas demonstrações financeiras, antes mesmo da celebração da operação entre o grupo Independência e o BNDESPAR.

119. Assim, a existência de posições em operações com derivativos, conforme declarado pelo próprio grupo Independência, deveria ter sido objeto de escrutínio severo por parte da equipe de análise do BNDESPAR. Ao basear a análise das posições com derivativos exclusivamente nas informações prestadas pela empresa, a equipe assumiu risco demasiado, principalmente na conjuntura econômica em que se deu a operação.

120. Entretanto, a peça que aprovou a solicitação de aditamento revela que o BNDES tinha consciência da situação crítica de liquidez do solicitante (peça 53, p. 4):

‘A equipe de análise destaca ainda que a volatilidade cambial decorrente da recente crise financeira tem deteriorado a relação Dívida Líquida/EBITDA (estrutura de capital) da Companhia. Nesse sentido, a manutenção do empréstimo com o JPM é importante devido à dificuldade que a Companhia terá de contrair novos empréstimos no curto prazo, conforme detalhado abaixo.’

121. Por fim, o documento de aprovação da solicitação de aditamento revela que o objetivo primordial da operação, naquele instante, pelo menos naquela primeira fase da operação, era o de prestar socorro financeiro ao Grupo Independência S.A. (peça 53, 5):

‘Considerando que, de fato, (i) a crise financeira vem afetando fortemente os mercados de crédito; (ii) a manutenção de liquidez neste momento é de fundamental importância para as empresas; (iii) a manutenção desta liquidez favorecerá a BNDESPAR como futura sócia da Companhia; (iv) a estrutura proposta preserva os interesses da BNDESPAR no que tange à

extinção do empréstimo, na medida em que impede o vencimento antecipado do empréstimo e promove a liberação do penhor de 49% das ações de emissão da Independência S/A; e (v) a alteração ora proposta não afeta a precificação da Companhia, recomendamos a aprovação de alteração parcial de uma das condições prévias da operação (consubstanciada na letra (p) do Anexo 1 (Condições Prévias para a Subscrição e Integralização das Ações de Emissão da Companhia pela BNDESPAR) da Decisão nº Dir. 126/2008 - BNDESPAR, de 10/11/2008, e na letra (p) da cláusula 3.1 do Anexo li à mesma decisão (minuta do Contrato de Promessa de Subscrição de Ações e Outras Avenças)), de modo que a mesma passe a vigorar com a seguinte redação: ‘Apresentação de declaração da COMPANHIA. do JP Morgan Chase Bank N.A (‘JPM’) e dos ACIONISTAS CONTROLADORES Miguel e Roberto de que a dívida da COMPANHIA perante o JPM, nos termos do ‘loan Agreement’ celebrado entre tais sociedades e o Instrumento Particular de Contrato de Penhor de Ações de emissão da Independência S.A’, também celebrado entre a COMPANHIA e o JPM estarão automaticamente e de pleno direito extintos com a entrada em vigor do Aditamento ao ‘Loan Agreement’ que transfere as obrigações da COMPANHIA para a Independência S.A., declaração esta que observará os termos do Anexo 3.1 (p)’. (grifei)

122. Diante do exposto, o argumento de descaracterização da operação original ficou patente e expresso com a solicitação protocolada pelo Grupo Independência. Os termos da solicitação, juntamente com a análise do *valuation* elaborado pelo BNDES, demonstram que a operação era temerária, tendo em vista os riscos iminentes de liquidez e solvência, sendo que a sua aprovação excedeu os limites da prudência.

123. A descaracterização da operação proposta originalmente também serve de base para a desconsideração da personalidade jurídica da empresa Independência Participações S.A., haja vista a confissão de socorro financeiro documentada na solicitação de aditamento protocolada em 18/11/2008. Naquele momento, a perspectiva de expansão das operações do grupo não passava de mero exercício de simulação cuja realização era muito improvável.

124. Assim, os sócios da empresa Independência Participações S.A. devem ser chamados a responder solidariamente pelo débito de R\$ 250.000.000,00, juntamente com os signatários do relatório de análise (peça 50) e da informação padronizada (peça 53).

IV

125. O memorial elaborado pelo BNDES (peça 120, p.35) sustenta que houve falhas na individualização das condutas e erro de imputação, pelo fato de todos os signatários do relatório de análise (peça 50) e da informação padronizada (peça 53) terem sido incluídos no rol de responsáveis do processo.

126. O banco argumenta que os documentos são assinados por profissionais com atribuições distintas e conclui que ‘relacionar indistintamente todos que assinaram os documentos da operação como responsáveis por suposta falha da avaliação econômico-financeira consiste em erro de imputação’.

127. A leitura dos dois documentos (peças 50 a 53) não revela falha de imputação, porque não há qualquer menção, em nenhuma das páginas, às atribuições específicas desempenhadas pelos respectivos signatários. Assim, não há como supor ser possível, nessa fase processual, a definição de responsabilidades com base em atribuições que não foram especificadas. No entanto, os responsáveis terão direito ao pleno exercício do contraditório e à ampla defesa para esclarecerem suas atribuições específicas e participações na elaboração dos trabalhos.

128. A situação descrita pelo BNDES, em que funcionários desempenham atribuições distintas, mas assinam os documentos como se todos tivessem participado de todas as fases dos trabalhos, é

indesejável e dificulta o processo de prestação de contas (*accountability*), conforme definido pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC)¹⁰:

‘Prestação de Contas (*accountability*)

Os agentes de governança¹¹ devem prestar contas de sua atuação de modo claro, conciso, compreensível e tempestivo, assumindo integralmente as consequências de seus atos e omissões e atuando com diligência e responsabilidade no âmbito dos seus papéis.’

129. Assim, concordo com a proposta de conversão do processo em tomada de contas especial, ressaltando que os autos deverão ser encaminhados ao meu gabinete para a autorização da citação dos responsáveis.

Diante do exposto, manifesto-me pela aprovação do acórdão que ora submeto à apreciação deste Colegiado.

TCU, Sala das Sessões Ministro Luciano Brandão Alves de Souza, em tagDataSessao.

WEDER DE OLIVEIRA
Relator

¹⁰ Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa. 5ª Edição. Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. Página 21.

¹¹ Sócios, administradores, conselheiros fiscais, auditores, conselho de administração, conselho fiscal.