

GRUPO I – CLASSE II – Plenário

TC 034.940/2015-4

Natureza: Representação

Representante: Tribunal de Contas da União

Entidades: Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social; BNDES Participações S.A.

Responsáveis: Armando Mariante Carvalho Junior (178.232.937-49); Bruno Lintz dos Santos (088.497.847-83); Caio Marcelo de Medeiros Melo (376.763.691-34); Eduardo Rath Fingerl (373.178.147-68); Fernando Americo de Rezende Neto (441.314.617-49); Flavia de Paula Peixoto Pereira (054.222.257-40); Guilherme de Lemos Medina Coeli (082.200.447-05); Independencia Participações S.A. (08.794.684/0001-52); Jaldir Freire Lima (244.727.001-15); Julio Cesar Maciel Ramundo (003.592.857-32); Laura Bedeschi Rego de Mattos (253.585.728-64); Leonardo Botelho Bandeira de Mello (095.187.277-08); Luciano Galvão Coutinho (636.831.808-20); Miguel Graziano Russo (051.332.318-06); Renata Bastos Maccacchero Victer (024.899.207-40); Roberto Graziano Russo (055.596.918-52); Sergio Foldes Guimaraes (014.873.977-63)

Representação legal: Geide Daiana Conceição Marques (OAB/DF 51.910) e outros, representando Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social; Jorge Ulisses Jacoby Fernandes (OAB/DF 6.546) e outros, representando Laura Bedeschi Rego de Mattos; Danilo Messere Romancini (OAB/DF 25.054) e outros, representando Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social e BNDES Participações S.A.

SUMÁRIO: REPRESENTAÇÃO. INDÍCIOS DE IRREGULARIDADES NA OPERAÇÃO DE APORTE DE CAPITAL REALIZADA PELO BNDES PARTICIPAÇÕES S.A. NA EMPRESA INDEPENDÊNCIA PARTICIPAÇÕES S.A. CONVERSÃO DOS AUTOS EM TOMADA DE CONTAS ESPECIAL. DESCONSIDERAÇÃO DA PERSONALIDADE JURÍDICA DA EMPRESA INDEPENDÊNCIA PARTICIPAÇÕES S.A.

RELATÓRIO

Transcrevo, com os ajustes de forma pertinentes, a instrução elaborada pela SecexEstataisRJ (peça 86):

“I INTRODUÇÃO

Trata-se de representação determinada por meio do item 9.4.1 do Acórdão 3011/2015-TCU-Plenário (peça 1, p. 1), com vistas a examinar os indícios de irregularidade relacionadas à operação de participação acionária do BNDES na empresa Independência Participações S/A. O referido Acórdão apreciou o relatório de auditoria (TC 007.527/2014-4), deflagrada com vistas a atender Solicitação do Congresso Nacional, relativa à verificação da

conformidade das operações de crédito do BNDES em relação às empresas do Grupo JBS/Friboi.

2. No bojo da presente representação, foi deflagrada inspeção no BNDES (peça 19-21) com o objetivo de analisar os indícios de irregularidades relacionados à operação de participação acionária na empresa Independência S/A - projeto 1885005.0001/2008, nos termos do item 9.4.1 do Acórdão 3011/2015-TCU-Plenário.

3. O presente relatório tem como objetivo apresentar os principais achados de auditoria, bem como propor medidas com vistas a dar tratamento às irregularidades identificadas.

II DA ADMISSIBILIDADE

4. A admissibilidade decorre da competência do Tribunal de Contas da União, definida pela Lei 8.443, de 16 de julho de 1992 e exercida, no presente caso, por deliberação de seu Colegiado - Acórdão 3011/2015-TCU-Plenário, tendo sido autuada pela Unidade Técnica a presente representação, conforme legitimidade para tanto, prevista no art. 237, inciso VI, do Regimento Interno/TCU.

III HISTÓRICO

5. Em 9/7/2008, foi apresentada consulta pela empresa Independência Participações S.A. – IPAR ao BNDES, em busca de apoio financeiro, na modalidade renda variável, mediante a subscrição privada de ações. O projeto apresentado tinha como objetivo ‘capitalizar a empresa no ano de 2008 para fazer frente às necessidades adicionais de capital de giro, bem como novas expansões projetadas, mantendo o endividamento em níveis conservadores e permitindo que a empresa seja um player ativo no processo de consolidação do setor, aproveitando seletivamente oportunidades de aquisição’ (peça 9, p. 4).

6. Em 4/8/2008, o projeto apresentado pela IPAR foi aprovado pelo Comitê de Enquadramento de Crédito, com as seguintes recomendações: (i) avaliar se a capacidade de geração de caixa da empresa é compatível com os investimentos a serem realizados com recursos próprios; (ii) verificar as recomendações socioambientais constantes da instrução de enquadramento 277/2008, de 23/7/2008 (peça 9, p. 5).

7. Dando sequência ao rito interno de aprovação do BNDES, em 4/11/2008, foi concluído o relatório de análise, cuja verificação técnica abrangeu os seguintes tópicos: (i) a viabilidade econômico financeira do projeto; (ii) a situação financeira e patrimonial da Companhia; (iii) os riscos e oportunidades do negócio; (iv) a política de hedge da Companhia; (v) a análise das recomendações do relatório de enquadramento; (v) de definição do preço de emissão de ações da Companhia a ser subscritas pelo BNDES; e (vi) aspectos jurídicos do negócio. O relatório de análise, em suas conclusões, propôs que o aporte fosse realizado sob determinadas condições (peça 10, p. 1-74).

8. Em 10/11/2008, foi aprovado pela Diretoria o aporte de R\$ 450.000.000,00 na Independência Participações S.A., sob a forma de subscrição de ações preferencias resgatáveis nominativas da companhia pelo BNDESPAR, a ser realizado em dois momentos distintos (peça 10, p. 79).

9. A primeira subscrição e integralização de capital da Independência Participações S.A. pelo BNDES (peça 11, p. 3) ocorreu em 28/11/2008, tendo sido desembolsado pelo banco o valor de R\$ 250.000.000,00 referente a esta operação.

10. Após três meses do primeiro aporte, em 27/2/2009, a Independência S.A, braço operacional da Independência Participações S.A, ingressou com o pedido de Recuperação Judicial, razão pela qual o BNDES deixou de efetuar a segunda subscrição de ações (peça 12, p. 28).

11. Em 22/3/2010, o BNDES ingressou com o pedido de instituição de arbitragem ordinária na Câmara de Arbitragem do Mercado Bovespa, em face de supostos inadimplementos

do acordo de acionistas pelos controladores da Independência Participações S.A. O banco requereu a recuperação de danos que perfizeram um montante da ordem de R\$ 320 milhões (peça 13).

12. Esgotada a fase de saneamento dos autos, o Tribunal Arbitral decidiu pela improcedência dos pleitos do BNDES, com concomitante condenação do banco ao pagamento das custas integrais da arbitragem e dos honorários de sucumbência (peça 14, p. 36).

IV EXAME TÉCNICO

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.

1.1 Situação Encontrada

13. Três meses após o aporte do BNDESPAR, o Independência S/A – ISA, companhia operacional do grupo beneficiário do apoio financeiro, ajuizou pedido de recuperação judicial na justiça federal de São Paulo. Com vistas a subsidiar a reestruturação da companhia e informar sobre sua situação econômico-financeira, a empresa KPMG foi contratada de forma a produzir relatório técnico (peça 12, p. 28-29).

14. No referido relatório, datado de 29/4/2009, a KPMG observou a necessidade de ajustes de R\$ 1,033 bilhão no patrimônio líquido a ser lançado, retroativamente, nos demonstrativos da empresa, em 1/1/2008, referente a valores contabilizados em 31/12/2007, sendo R\$ 505 milhões em contas relacionadas a ‘empréstimos e financiamentos’, R\$ 367 milhões em ‘ativo circulante’, R\$ 94 milhões em ‘passivo circulante’ e R\$ 67 milhões em ‘derivativos’. Se forem excluídos os derivativos, o total de ajustes alcança R\$ 966,1 milhões (peça 41, p. 59).

15. Os referidos ajustes seriam concernentes à ‘revisão em seus controles internos, passando a reconhecer variação cambial, juros futuros, derivativos a realizar, resgate no exercício de aplicações financeiras, perdas apuradas, encargos incorridos não reconhecidos contabilmente e cheques depositados e devolvidos, visando a se alinhar aos preceitos emanados da Lei 11. 638/2007’ (peça 42, p. 59).

16. Desta forma, as alterações contábeis, motivadas pela edição da Lei 11.638/2007, e outros ajustes, decorrentes de revisão nos controles internos, foram levados às demonstrações de 31 de dezembro de 2008, e teriam determinado a diferença de R\$ 966 milhões entre os valores lançados no dia 31/12/2007 e aqueles já corrigidos, referentes a 1/1/2008 (peça 42, p. 12).

17. No entanto, no âmbito do Procedimento Arbitral CAM 3/2010, requerido pelo BNDESPAR, foi realizada perícia contábil, conduzida pelo Sr. Fernando Caio Galdi, Doutor em ciências contábeis pela Universidade de São Paulo (USP) e pós-Doutor em contabilidade pela University of Arkansas – USA, que questiona a tese na qual os ajustes teriam sido realizados com vistas a adequar os demonstrativos com a Lei 11. 638/2007 (peça 43, p. 1):

A diminuição do patrimônio líquido da Independência S/A decorrente de ajustes retroativos que foram implementados de 31 de Dezembro de 2007 para 01 de janeiro de 2008 no montante de R\$ 966,1 milhões e que foram atribuídos aos ‘ajustes decorrentes da adoção da Lei 11.638/07 e de controles internos e conciliações’ e foram apresentados nas demonstrações financeiras de 31 de dezembro de 2008, chama a atenção pelo seu valor absoluto, mas principalmente pelo seu valor relativo e pela alteração abrupta da saúde financeira da empresa que estes ajustes revelaram.

De acordo com minha análise os referidos ajustes são demasiadamente elevados para serem atribuídos exclusivamente às alterações contábeis decorrentes da Lei 11.634/07 e da Medida Provisória 449/08. Adicionalmente, o detalhamento e as justificativas para os referidos ajustes não são satisfatórios para o seu bom entendimento.

18. O relatório de perícia revelou, com base em estudo de auditoria da Ernst&Young, ‘que para uma amostra de 40 empresas classificadas entre as maiores do mercado brasileiro e pertencentes a diversos segmentos da economia, houve um impacto negativo de 19,73% sobre seu lucro decorrente dos ajustes com a adoção das novas normas contábeis para o ano de 2008’ (peça 43, p.10). Quanto aos impactos no Patrimônio Líquido - PL, outra pesquisa da Fundação Getúlio Vargas aponta que o efeito dos ajustes sobre o PL não foi significativo nas companhias abertas brasileiras (peça 43, p. 11):

Já o efeito da nova Lei no PL (patrimônio líquido) não parece significativo, com queda média da ordem de 3% nos dois exercícios (2007 e 2008), consistente com o verificado por Beckman et al, (2007) na Alemanha e Cordazzo (2008) na Itália, e noutros países, onde a harmonização tem produzido impactos menores no PL, independentemente do efeito maior ou menor verificado no resultado.

19. Em relação aos impactos da adoção da nova legislação nas empresas pares, a perícia revela valores muito inferiores ao verificado nos ajustes da Independência S.A (peça 43, p. 11-13):

Tabela 1: Resultado dos Impactos da Nova Legislação nos Pares.

Companhia	Impacto no Patrimônio Líquido
JBS S/A	Aumento de R\$ 51 milhões (0,84%)
Marfrig S/A	Aumento de R\$ 39 milhões (1,45%)
Independência S/A	Diminuição de R\$ 966 milhões (169%)

Fonte: Relatório de Perícia Técnica (peça 43, p.11-13).

20. A perícia aponta que os ajustes realizados na rubrica empréstimos e financiamentos da Independência S/A (aumento de 49,52%), foram, significativamente, superiores aos verificados na Marfrig (aumento de 10,97%) (peça 43, p.15-16).

21. Quanto aos ajustes decorrentes da revisão dos controles, o perito argumenta que, no bojo das demonstrações financeiras de 2007, já teriam sido realizados ajustes de exercícios anteriores pela Independência S.A. e que, segundo consta das notas explicativas, o objetivo dos ajustes era ‘aprimorar seus processos e registros, em linha com as melhores práticas contábeis, além de padronizar essas práticas em função das diversas incorporações efetuadas no exercício de 2007 e de apresentação de suas demonstrações contábeis, bem como com a parametrização decorrente da mudança de seu sistema de processamento de dados’ (peça 43, p. 17).

22. Informa que o efeito líquido do supracitado ajuste foi de R\$ 156 milhões, com isso o destinatário das informações contábeis ‘poderia supor que já haviam sido incorporados os ajustes necessários do sistema contábil do ISA’ (peça 43, p. 18).

23. O relatório foi estruturado de forma a tentar avaliar os principais ajustes realizados por conta afetada, quais sejam: empréstimos e financiamentos, derivativos, ativo circulante e passivo circulante (peça 43, p. 19-30).

24. Os ajustes em empréstimos e financiamentos foram da ordem de R\$ 505 milhões (49,52%), sobre um endividamento em 2007 que totalizava R\$ 1.021 bilhão. As justificativas para tal ajuste foram ‘diferenças no cálculo da variação cambial (R\$ 170 milhões), provisão de juros (R\$ 110 milhões), ajustes segundo a nova Lei (R\$ 130 milhões), adoção de operações de captação estruturada (R\$ 55 milhões) e outros (R\$ 40 milhões)’ (peça 43, p. 19).

25. Quanto ao cálculo da variação cambial, segundo o perito, o critério de avaliação em moeda estrangeira não sofreu alterações decorrentes da Lei 11.638, nem da Medida Provisória 449/2008. Diferenças poderiam surgir no que tange à taxa de câmbio utilizada, se a taxa de fechamento ou a taxa média (peça 43, p. 19-20):

A discussão que poderia existir à época diz respeito a qual taxa de câmbio deveria ser utilizada (a taxa de fechamento ou a taxa média).

Com a emissão do Pronunciamento Técnico CPC 02 (Efeitos das Mudanças nas Taxas de Câmbio e Conversão de Demonstrações Contábeis) em 2008 ficou estabelecido que no caso de itens monetários, que seria o caso de empréstimos e financiamentos, a taxa que dever ser utilizada para o cálculo da variação cambial é a taxa de fechamento. De qualquer maneira, esta definição não justifica o valor de ajuste de R\$ 170 milhões em variação cambial apresentado pela ISA (mesmo partindo da premissa que ela não utilizasse a taxa de câmbio de fechamento para o cálculo da variação cambial), ainda mais considerando que este ajuste aconteceu em 31 de dezembro de 2007 para 01 de janeiro de 2008.

26. Também foi ressaltado que a política contábil da ISA com relação ao tratamento das transações em moeda estrangeira não fora alterado, conforme se verifica nas demonstrações anuais de 2007 e 2008 (peça 43, p. 20):

Transações em moeda estrangeira são contabilizadas pela taxa de câmbio do dia da transação. Ativos ou passivos denominados em moedas estrangeiras são convertidos utilizando-se a taxa de câmbio na data do balanço patrimonial. As variações cambiais são reconhecidas nas demonstrações do resultado, à medida que ocorrem.

27. Os controles internos relativos à operação e contabilização de transações em moeda estrangeira já haviam sido reestruturados, conforme informado nas demonstrações financeiras de 31 de dezembro de 2007 (peça 43, p. 21):

A partir de 30 de junho de 2006 a Companhia implantou o sistema integrado de gerenciamento entre os Departamentos Financeiro e Contábil com referência aos controles de contratações e liquidações das operações em moedas estrangeiras, que passaram a ser reconhecidas pelo regime de competência de acordos com as normas emanadas pela legislação societária.

28. A perícia conclui que ‘os ajustes apresentados como cálculo de variação cambial não se justificam nem como decorrentes da implementação dos preceitos contidos na Lei 11.638/07 e na MP 449/08, nem como ajustes decorrentes de revisão de controles internos’.

29. Com relação ao ajuste em provisão de juros, embora pudesse existir a necessidade de tal ajuste, ‘o referido ajuste da ISA parece ser um valor relativamente elevado e precisaria de maiores detalhes para o seu adequado entendimento’ (peça 43, p. 24).

30. Quanto aos ajustes em empréstimos e financiamentos decorrentes da Lei 11.638/2007, foram consideradas duas hipóteses de ajuste: o aumento dos empréstimos e financiamentos pelo reconhecimento de arrendamentos mercantis financeiros e/ou ajuste a valor presente de passivos. Segundo o perito, ambas hipóteses não justificam o ajuste. Porém, destaca que ‘a falta de um maior detalhamento destes ajustes prejudica o entendimento da sua origem’ (peça 43, p. 24-25).

31. Em relação a operações estruturadas e outros ajustes decorrentes, ambos relacionados à rubrica empréstimos e financiamentos, a falta de maior detalhamento prejudicou a avaliação da adequação dos lançamentos (peça 43, p. 25).

32. Segundo o professor, a questão do ajuste em derivativos é vista como um tema controverso, pois, segundo o perito, em comunicação ao mercado, datada de 26 de setembro de 2008, a companhia declarou (peça 43, p.26-27):

O Independência S/A (‘Independência’) gostaria de comunicar que possui uma política conservadora de hedge, dentro da realidade de suas operações. É importante salientar que a política de hedge do Independência visa uma proteção parcial das nossas exportações e não uma posição especulativa. A Companhia também mantém elevado saldo de caixa e possui um cenário de dívidas mais concentrado no longo-prazo, garantindo boa liquidez para a empresa. Dessa forma, acreditamos que a saúde financeira da companhia não sofrerá com este momento

de volatilidade do mercado. Nossos resultados do terceiro trimestre de 2008 deverão refletir nossa exposição normal ao dólar e operações financeiras regulares.

33. Com base no comunicado, transcrito acima, e nos resultados negativos com derivativos revelados nas demonstrações de 31 dezembro de 2008 (perdas de R\$ 270 milhões), a perícia questiona o ‘discurso de que a empresa possuía uma política conservadora de hedge e que não assumia posições especulativas’ (peça 43, p. 27).

34. Em relação aos ajustes no ativo circulante, foram periciadas as principais contas que compõem o grupo circulante, quais sejam: estoques, contas a receber, adiantamento a fornecedores e impostos a recuperar (peça 43, p. 28-29).

35. No que concerne à conta ‘estoques’, segundo consta do parecer, ‘não houve mudanças relacionadas às normas e legislação relacionadas especificamente com a contabilização dos estoques. Assim, não há que se falar em ajustes de estoques decorrentes das mudanças introduzidas pela Lei 11.638/2007, a não ser aqueles que fossem decorrentes da aplicação do ajuste a valor presente de fornecedores’. Reafirma-se, ainda, que a falta de detalhamento ‘dificulta o entendimento destes ajustes’ (peça 43, p. 28).

36. Os ajustes levados a efeito em contas a receber foram maiores que o saldo de contas a receber em 31/12/2007. O saldo ao final de 2007 era de R\$ 164 milhões, enquanto o ajuste fora de R\$ 171 milhões negativos. Assim, questiona o perito: ‘Como pode haver um ajuste maior que o saldo da própria conta?’. Ele reforça que a falta de detalhamento impossibilita a adequada avaliação do referido ajuste (peça 43, p. 29).

37. Quanto às contas ‘adiantamento de fornecedores e impostos a recuperar’, a perícia concluiu que nenhuma alteração nas contas foi introduzida pela Lei 11.638/07, porém os ajustes não puderam ser explicados com base nas informações apresentadas nas demonstrações financeiras da empresa e no relatório KPMG (peça 43, p. 29).

38. Em relação ao grupo passivo circulante, foram periciados os ajustes das seguintes contas: fornecedores e outras contas a pagar.

39. Segundo a perícia, muito embora houvesse a necessidade de ajuste na conta de fornecedores com a mudança da Lei, o valor do passivo não seria aumentado, como se verificou na ISA. Outro aspecto que chama a atenção refere-se ao valor do ajuste (R\$ 50 milhões) em apenas um dia (entre 31/12/2007 e 1/1/2008). A rubrica outras contas a pagar não puderam ser periciadas devido à falta de detalhamento (peça 43, p. 30).

40. Em conclusão, o professor afirma (peça 43, p. 30):

(...) concludo que os ajustes apresentados pela Independência S.A. (ISA) nas demonstrações financeiras de 31 de dezembro, retroativos a 1 de janeiro de 2008, e que diminuíram o patrimônio líquido da empresa em R\$ 966,1 milhões, fazendo com que a empresa apresentasse uma condição financeira bastante distinta da informada à BNDESPAR quando solicitado o aporte de capital pela Independência Participações S.A., não podem ser exclusivamente atribuídos 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.

41. Impende ressaltar que o perito foi ouvido como testemunha técnica pelo Tribunal Arbitral e inicia seus argumentos reforçando que os ajustes se dariam entre 31/12/2007 e 1/1/2008 (peça 44, p. 24):

(...) O segundo ponto importante é o seguinte: quando você muda uma norma contábil, e aí o resultado lá 31 de dezembro de 2008 ia ser impactado por essa norma, o ponto de partida também tem que ser alterado, ok? Então faz-se necessários os ajustes. Esses ajustes foram realizados, foram realizados no balanço de 31 de dezembro de 2007, então é necessário uma série de ajustes para que esses saldos iniciais, que serão a base do balanço de 2008, estejam

adequados a essas novas normas? Ok? Então dos ajustes que foram apresentados, esses ajustes dizem respeito às mudanças nos saldos contábeis de 31 de dezembro de 2007, para o primeiro de janeiro de 2008. (Grifos acrescentados).

42. O argumento posto acima fora reforçado pelo perito quando indagado pelo Sr. Roberto G. Russo, integrante da família que controlava a Independência (peça 44, p. 46-47):

Sr. Roberto G. Russo [Repte. Legal Co-Reqdos]: (...)

Quando o Sr. compara números de 2007 com números de 2008 e vê evoluções o senhor considerou algum crescimento da Companhia?

Sr. Fernando C. Galdi [Test. Técn. Requerente]: O que você chama de crescimento?

Sr. Roberto G. Russo [Repte. Legal Co-Reqdos]: É porque, às vezes, o senhor pega um número considerou o crescimento da Companhia, porque o número de 2007 é número que reflete o balanço de 2007. 2008 reflete o balanço de 2008.

Sr. Fernando C. Galdi [Test. Técn. Requerente]: Perfeito, só que os ajustes foram feitos de 31 de dezembro de 2007 para primeiro de janeiro de 2008. Então não é razoável supor que em um dia houve uma mudança muito significativa aí da performance da empresa. (Grifos acrescentados).

43. Em relação aos ajustes contábeis realizados nas demonstrações, entre os anos de 2007 e 2008, foi demandado pela Corte Arbitral maior detalhamento dos ajustes realizados (peça 49, p. 3). Com base nas informações enviadas, o tribunal decidiu (peça 45, p. 24):

No que tange aos ajustes contábeis realizados pela IPAR entre os anos de 2007 e 2008, o relatório de auditoria da BDO de 31.12.2008, complementarmente subsidiado pelo detalhamento solicitado pelo Tribunal Arbitral aos Requeridos, permite concluir que os ajustes contábeis feitos com base na Lei 11.638/2007 foram da ordem de R\$ 130 milhões, o que parece estar condizente com as pesquisas no âmbito acadêmico mencionadas em audiência pela testemunha técnica apresentada pela Requerente, Dr. Fernando Caio Galdi. De acordo com o relatório de abertura dos ajustes, o valor total dos ajustes contábeis, de R\$ 1,033 bilhão, compreende, além dos R\$ 130 milhões, variação cambial de R\$ 170 milhões, provisão de juros associada a essa variação de R\$ 110 milhões, contas a receber de 171 milhões (incluídos descontos comerciais por excesso de oferta do produto final de 2008), e estoques de R\$ 98 milhões, reflexo da crise de sobrecapacidade, ou seja, excesso de oferta, dentre outros.

1.2 Análise

44. As informações trazidas pelo perito em seu parecer fornecem claras evidências de que os demonstrativos contábeis do ano de 2007 e os trimestrais de 2008 não retratavam a situação econômico-financeira de companhia.

45. Ressalta-se que os ajustes nos demonstrativos foram aplicados utilizando-se a prerrogativa exposta nos itens 3, 4, 10 e 11 CPC 13, que tratou das normas contábeis relativas à Adoção Inicial da Lei 11.638/2007 e da Medida Provisória 449/2008 (peça 46, p. 2 e 4):

3. As exigências de ajustes trazidos pela Lei n. 11.638/07 e Medida Provisória n. 449/08 não se enquadram como mudança de circunstâncias, estimativas ou evento econômico subsequente, pois decorrem de processo normativo em direção às Normas Internacionais de Contabilidade. Assim, este Pronunciamento considera que os ajustes devem ser contabilizados de acordo com as disposições contábeis aplicáveis à mudança de critério (ou prática) contábil. A esse respeito, o §1º do art. 186 da Lei n. 6404/76 determina que os correspondentes ajustes iniciais devem ser contabilizados na conta de lucros ou prejuízos acumulados. A norma sobre 'Práticas Contábeis, Mudanças nas Estimativas Contábeis e Correção de Erros' requer que, além de discriminar os efeitos da adoção da nova prática contábil na conta de lucros ou prejuízos acumulados, a entidade deve demonstrar o balanço de abertura para cada conta ou grupo de contas relativo ao período mais antigo apresentado para fins de comparação, bem como os

demais valores comparativos apresentados, como se a nova prática contábil estivesse sempre em uso. Todavia, para fins da aplicação inicial da Lei n. 11.638/07 e Medida Provisória n. 449/08, este Pronunciamento desobriga as entidades quanto à aplicação dessa norma, ou seja, ao aplicar a primeira vez, as entidades são requeridas apenas a aplicar o § 1º do art. 186 referido.

4. Embora desobrigadas de reapresentação das cifras comparativas nos termos do item anterior, as entidades podem optar por efetuar essa reapresentação e, nesse caso, o presente pronunciamento inclui dispensas específicas para evitar custos que, provavelmente, superariam os benefícios para os preparadores e os usuários de demonstrações contábeis, além de determinadas outras exceções por razões práticas.

(...)

10. A entidade deve elaborar balanço patrimonial inicial na data de transição para as novas práticas contábeis adotadas no Brasil, que é o ponto de partida para sua contabilidade de acordo com a Lei n. 11.638/07 e Medida Provisória n. 449/08. Esse balanço patrimonial inicial deve ser elaborado de acordo com os termos deste Pronunciamento. Por exemplo: para uma entidade que tem seu exercício social coincidente com o ano-calendário, a data-base das primeiras demonstrações contábeis elaboradas de acordo com as novas práticas contábeis adotadas no Brasil é 31 de dezembro de 2008. Nesse caso, a data de transição dependerá da opção feita pela entidade, constante dos itens 3 e 4, considerando que:

(a) se optar por seguir estritamente o § 1º do art. 186 da Lei n. 6404/76, a data de transição será a abertura em 1º de janeiro de 2008 ou o encerramento em 31 de dezembro de 2007.

(b) se optar por reapresentar cifras comparativas ajustadas conforme a norma 'Práticas Contábeis, Mudanças de Estimativas Contábeis e Correção de Erros', a data de transição será o início do exercício mais antigo apresentado, ou seja, a abertura em 1º de janeiro de 2007 ou o encerramento em 31 de dezembro de 2006.

11. A entidade deve utilizar as mesmas práticas contábeis tanto no balanço patrimonial de encerramento do exercício em que as novas práticas contábeis introduzidas pela Lei n. 11.638/07 e Medida Provisória n. 449/08 forem implementadas (no exemplo do item 10, em 31 de dezembro de 2008), como no balanço inicial de transição. Assim, essas práticas contábeis utilizadas devem cumprir com todos os requisitos deste e dos demais Pronunciamentos que estiverem em vigor na data de autorização para conclusão de suas primeiras demonstrações contábeis elaboradas de acordo com a Lei n. 11.638/07 e Medida Provisória n. 449/08.

46. De acordo com os normativos, acima transcritos, verifica-se que, nas demonstrações contábeis da Independência S.A relativa ao exercício findo em 31/12/2008, optou-se pelo critério do item 10 (a), quanto ao saldo de abertura. Nesse sentido, os ajustes decorrentes da Lei foram realizados para poder uniformizar, sob a ótica da nova legislação, os dados referentes ao exercício findo em 31/12/2007.

47. As demonstrações contábeis da Independência S.A, relativas ao exercício findo em 31/12/2008, detalham o ajuste em notas explicativas (peça 42, p. 12):

Seguem abaixo os ajustes e contas patrimoniais decorrentes da adoção da Lei 11.638/07, da revisão dos controles internos e conciliações:

Patrimônio Líquido em 31 de dezembro de 2007	572.753
Ativo Circulante	(367.057)
Passivo Circulante	(93.565)
Empréstimos e financiamentos	(505.465)
Adiantamentos para futuras instalações	(27)
Patrimônio Líquido em 01 de janeiro de 2008	(393.361)

48. Pela tabela acima, fica demonstrado que, para a apresentação dos ajustes decorrentes da revisão dos controles internos, também fora utilizado o critério definido no item 10 (a) do CPC 13.

49. Ocorre que o item 9 do CPC 13 dispõe (peça 46, p. 4):

Este pronunciamento não se aplica às mudanças em práticas contábeis feitas por entidade que não decorram das exigências trazidas pela Lei n. 11.638/07 e Medida Provisória n. 449/08, tampouco às correções de erros na aplicação das práticas contábeis anteriormente adotadas. Tais mudanças ou correções de erros continuam a ser tratadas de acordo com a norma 'Práticas Contábeis, Mudanças de Estimativas e Correção de Erros'.

50. Assim, parece inapropriado que as correções decorrentes da revisão dos controles internos e conciliações, não relacionadas a ajustes trazidos pela nova legislação, terem obedecido às regras previstas no item 10 (a) do CPC 13.

51. Registre-se que o ajuste nos controles foi realizado durante o exercício de 2008, cujos impactos foram registrados no saldo de abertura (em 1 de janeiro de 2008), referente também aos saldos findos em 31 de dezembro de 2007. Assim, ao se misturarem ajustes decorrentes da nova Lei com os decorrentes de revisão dos controles, fez-se uma inapropriada divulgação do ajuste realizado, dado que a referida revisão não decorreria da adequação à Lei 11.368/2007.

52. Cumpre ressaltar que o relatório de revisão limitada, constante das demonstrações financeiras do terceiro trimestre de 2008, elaborado pela auditoria independente, dá notícia da revisão dos controles internos e dos efeitos da nova Lei, de forma a resguardar a própria empresa de auditoria de futura responsabilidade (peça 47, p. 3):

(...)a Administração da Companhia não havia concluído seus estudos sobre os impactos do cálculo do ajuste a valor presente nas rubricas de ativos e passivos para atendimento à Lei 11.638/07 de forma a possibilitar o registro contábil de eventuais efeitos ou divulgar uma estimativas dos possíveis efeitos no patrimônio líquido e no resultado do semestre findo em 30 de setembro de 2008, além de estar promovendo uma revisão em seus controles internos, visando adequar as contas patrimoniais de ativos e passivos. Não nos foi possível, através da aplicação de procedimentos adicionais de auditoria quantificar os eventuais efeitos destas atividades.

53. De qualquer forma, a materialidade do ajuste de R\$ 966,1 milhões informado tão somente nas demonstrações posteriores ao aporte do BNDESPAR indica possível fraude contábil. Conforme indicado na sentença arbitral, somente R\$ 130 milhões seriam decorrentes do ajuste por Lei. Ademais, segundo o perito, R\$ 836 milhões não poderiam ser decorrentes de ajustes de revisão de controles e conciliações, tendo em vista a empresa ter passado por processo de reestruturação e readequação de suas informações contábeis no ano de 2006. Sendo assim, ajustes decorrentes de controles internos e conciliações não poderiam ter valores significativos, sendo que, no caso, o montante em questão é substancialmente elevado.

53. Cabe ressaltar que o Diretor Financeiro da Independência S/A, Sr. Tobias Bremer, tinha notórios conhecimentos na área administrativo-financeira, conforme consta do prospecto de emissão dos bonds (peça 56, p. 103):

O Senhor Bremer alcançou diversas posições na divisão de investimentos em Londres, Nova York e São Paulo. O Sr. Bremer tem mestrado em administração de negócios pela Universidade de St. Gallen (HSG), Suíça.

54. Dessa forma, considerando a expertise do diretor financeiro da Companhia e considerando a divulgação, no bojo das demonstrações findas em 31/12/2007, de medidas que culminariam no fortalecimento dos controles contábeis, causa estranheza o montante de ajustes observados, justamente na revisão dos controles internos e em conciliações.

55. Logo, há claras evidências de que os demonstrativos financeiros da empresa ao solicitar o investimento do BNDESPAR não retratavam a verdadeira situação patrimonial e financeira da companhia, bem pior que a constante de sua contabilidade. Na verdade, a empresa divulgava que apresentava resultados amplamente positivos, conforme se verifica na apresentação feita ao BNDESPAR em 29/10/2008 (peça 48).

56. Além disso, na mesma apresentação, o frigorífico asseverou que o 'Independência (está) bem posicionado para enfrentar a crise: acesso diferenciado à matéria prima, o que permite se beneficiar do flight to quality pelos fornecedores, e situação confortável de caixa em 2009/20010' (peça 48, p. 8).

57. Sendo assim, evidencia-se que os ajustes realizados na contabilidade da empresa Independência não decorreram da necessidade de acertos contábeis decorrentes de determinação legal, mas do fato de que o frigorífico omitia em demonstrativos financeiros anteriores a real situação econômica do grupo.

58. Vale ressaltar que, no mês de outubro de 2008, a ISA realizou perdas líquidas de R\$ 77 milhões, ou seja, à época da apresentação ao BNDESPAR já eram sentidos os impactos das posições montadas com derivativos (peça 49, p. 1). Importante frisar também que, quando do pedido de modificação de uma das condicionantes para a aprovação do aporte, o Grupo Independência omitiu-se ao não revelar sua situação financeira delicada, em função de operações com derivativos.

59. De acordo com documentos constantes dos autos, o presidente da Independência Participações, por meio de carta (18/11/2008), formalizou pedido de alteração da condição prévia para aprovação do projeto constante da Decisão da Diretoria 126/2008, referente à comprovação da extinção do empréstimo (Loan Agreement) celebrado entre a Independência Participações S/A e o JP Morgan Chase Bank N.A (peça 53, p. 6). Segundo a solicitante, o pedido de mudança na condição de extinção seria motivado pelo agravamento da crise financeira e não por perdas com derivativos:

Em função da grave crise financeira internacional, que vem se agravando a cada semana, a manutenção da liquidez (recursos em caixa) vem se mostrando fator cada vez mais importante, tanto para manutenção de linhas de capital de giro da Companhia quanto com fornecedores de matéria-prima (gado), que neste momento de crise vêm exigindo, eventualmente, pagamentos à vista de forma a testar a solidez de seu cliente (frigorífico).

60. Contudo, observa-se que em novembro e dezembro constam perdas líquidas da ordem de R\$ 181 milhões, devido a posições especulativas com derivativos (peça 49, p.1), ou seja, o aporte serviria para cobrir perdas com derivativos e outras despesas financeiras. Resta oportuno, transcrever trecho da sentença arbitral sobre o tema (peça 45, p.23):

Com base na análise das demonstrações e fluxo de caixa, observa-se que as despesas financeiras no período de setembro de 2008 a fevereiro de 2009 foram responsáveis pela deterioração da geração líquida de caixa, apesar da melhora na geração operacional de caixa de R\$ 286,4 milhões. Partindo-se deste valor e ajustando para o resultado financeiro líquido negativo de R\$ 753 milhões e de outras receitas e despesas operacionais, resultado de tributos, investimentos e outras variações ativas e passivas, chega-se à geração líquida negativa de caixa de R\$ 870,3 milhões em novembro de 2008. Esse déficit foi financiado com: (a) R\$ 416,4 milhões de dívida bancária de curto-prazo; (b) R\$ 795,8 milhões de dívida bancária de longo prazo; e (c) aporte de 250 milhões de capital pela Requerente (Grifos acrescentados).

61. Por todo exposto, houve má fé por parte da ISA ao solicitar a participação da BNDESPAR com vistas a possibilitar investimentos em aquisições, expansões e modernização de unidades, quando, na verdade, o montante integralizado pelo banco estava sendo empregado na tentativa de recuperar a frágil situação econômica da companhia.

62. Os donos da empresa são os irmãos Roberto Graziano Russo e Miguel Graziano Russo, que detinham, no período que precedeu o aporte do BNDESPAR, 100% do Aroeira Fundo de Investimento em Participações. Este fundo contava com a participação na Independência Participações S.A. na proporção de 99,98%, sendo 0,01% de cada um dos citados irmãos. A empresa Independência S.A. apresentava um único sócio, que é a Independência Participações (peça 50, p.11).

63. Apesar dessa estruturação, os irmãos Roberto e Miguel Russo controlavam toda a Companhia. Esta era, portanto, uma empresa essencialmente familiar. Como tal, revela-se improvável que os mencionados empresários não tivessem total ciência da condição econômica difícil que vinha enfrentando a empresa, ainda mais diante dos fatos de ambos pertencerem ao Conselho de Administração da Entidade (peça 50, p. 11). Ademais, vale lembrar que o próprio Roberto Russo assina a carta endereçada ao BNDESPAR com o pedido de alteração da condição de extinção da dívida com o JP Morgan (vide itens 58 e 59).

64. Sendo assim, ambos são diretamente responsáveis pela divulgação de dados enganosos acerca da real situação econômico-financeira da empresa. Como membros do Conselho de Administração e administradores da empresa, os Srs. Miguel e Roberto Russo são responsáveis pela gestão da empresa pela elaboração dos demonstrativos financeiros, devendo subscrevê-los, conforme preconiza o art. 177, § 4º, da Lei 6.404/76. Logo, não podem eximir-se da possível fraude contábil verificada, com vistas a ocultar a situação deficitária, contrariando o art. 176 da Lei 6.404/76. Nesse sentido, estavam cientes, quando do aporte do BNDESPAR, em 28/11/2008, da exposição cambial especulativa, montada em período anterior (peça 68-71), verificada diante do resultado negativo líquido de R\$ 270 milhões no quarto trimestre de 2008.

65. Nestes casos, o Tribunal de Contas da União vem decidindo no sentido de adotar a teoria da desconsideração da pessoa jurídica para a responsabilização alcançar administradores ou sócios de entidades privadas, reais responsáveis por ilícitos geradores de prejuízo ao erário, quando a atuação ilícita (prática de atos fraudulentos ou violação à lei, do contrato social ou dos estatutos) desses responsáveis fica demonstrada, conforme se verifica nos Acórdãos do TCU 83/2000-Plenário, 182/2000-Plenário, 1300/2009-1ª Câmara, 1525/2009-1ª Câmara, 791/2009-Plenário, 779/2009-Plenário, dentre outras.

66. Desta forma, os Srs. Roberto Graziano Russo, CPF 055.596.918-52, e Miguel Graziano Russo, CPF 051.332.318-06, deverão ser citados, solidariamente com a Independência Participações S/A, CNPJ 08.794.684/0001-52, beneficiária do aporte, na condição de administradores da empresa Independência, por divulgarem falsas informações da verdadeira situação econômica da empresa Independência S/A, braço operacional do grupo empresarial, com o objetivo de obter participação acionária do BNDESPAR no valor de R\$ 450 milhões, sendo que R\$ 250 milhões foram efetivamente liberados (peça 75).

1.2.1 Causas da ocorrência do achado:

- Distorção relevante no patrimônio da Companhia, reconhecida tão somente no final do ano de 2008;
- Possível fraude contábil;
- Apresentação de informações pelo Grupo Independência que não espelhavam a situação econômico-financeira da companhia Independência S.A.;
- Apresentação de justificativa enganosa acerca do pedido de alteração da condicionante de extinção do empréstimo junto ao banco JP Morgan.

1.2.2. Efeitos/Consequências do achado:

- Dano ao Erário decorrente da utilização de recursos públicos para financiar perdas com derivativos e outras perdas financeiras (R\$ 250.000.006,00) de empresa com situação econômico-financeira frágil já à época do pedido de aporte financeiro, sem que tal condição deficitária fosse informada ao BNDESPAR.

1.2.3. Critérios:

- Pronunciamento Técnico – CPC 13 (peça 46);
- Lei 11.638/07;
- Medida Provisória 449/08;
- Lei das Sociedades Anônimas – art. 177, § 4º, da Lei 6.404/76;
- Lei das Sociedades Anônimas – art. 176, da Lei 6.404/76;
- Acórdãos TCU 83/2000-Plenário, 182/2000- Plenário, 1300/2009 – 1ª Câmara, 1525/2009 – 1ª Câmara, 791/2009 – Plenário, 779/2009 – Plenário, dentre outras.

1.2.4. Evidências:

- Demonstrações financeiras anual de 2008- Independência S/A (peça 42);
- Demonstrações do terceiro trimestre de 2008- Independência S/A (peça 47);
- Demonstrações do segundo trimestre de 2008- Independência S/A (peça 77);
- Relatório KPMG (peça 41);
- Relatório técnico de perícia (peça 43);
- Procedimento Arbitral – 03/10 – Estenotipia da audiência de instrução (peça 44);
- Documento de instrução arbitral – Resultado com derivativos e abertura dos ajustes (peça 49);
- Sentença arbitral (peça 45);
- Prospecto de emissão de bonds (peça 56);
- Apresentação feita à BNDESPAR pelo Grupo Independência em 29/10/2008 (peça 48);
- Decisão Diretoria AMC 056/2008 e anexos (peça 53);
- Relatório de Análise Conjunto AMC/DEINV 04/08 e AI/DEAGRO 06/08 (peça 50);
- Contratos de derivativos (peças 68-71);
- Boletim de subscrição de ações (peça 75).

1.2.5. Responsáveis:

Nome: Independência Participações S/A - CNPJ 08.794.684/0001-52;

Nome: Miguel Graziano Russo – CPF: 051.332.318-06 – Cargo: Sócio administrador da empresa Independência S/A (de 29/10/2008 até 27/02/2009);

Nome: Roberto Graziano Russo – CPF: 055.596.918-52 – Cargo: Sócio administrador da empresa Independência S.A. (de 29/10/2008 até 27/2/2009).

1.2.6. Conduta:

- Apresentação ao banco de demonstrações financeiras contendo dados que não refletiam a real situação econômico-financeira da empresa Independência S/A, com o intuito de obter aportes financeiros no montante R\$ 450 milhões em participação acionária da BNDESPAR, por meio da Independência Participações S/A, conforme comprovado por meio de ajustes relevantes no valor de R\$ 966 milhões a menor no patrimônio líquido daquela, realizado tão somente após o referido aporte;

- Apresentação ao banco, em 29 de outubro de 2008, de informações sobre a Independência S/A sem mencionar as posições abertas de especulação em derivativos, que culminaram em perdas da ordem de R\$ 270 milhões em 2008;

- Apresentação de informações acerca da necessidade de mudança da condição de extinção do empréstimo junto ao JP Morgan enganosa, dado que o motivo real da necessidade de caixa seria financiar as perdas com derivativos.

1.2.7. Nexa de causalidade: Se os sócios administradores e a empresa tivessem apresentado informações que espelhassem a verdadeira situação econômico-financeira da Independência S/A, o BNDESPAR não teria sofrido perdas com o aporte de R\$ 250 milhões.

1.2.8. Culpaabilidade: A conduta dos responsáveis é culpável, ou seja, reprovável, e há ainda a obrigação de reparar o dano.

1.2.9. Proposta de encaminhamento:

Realizar a citação solidária da empresa Independência Participações S/A, CNPJ 08.794.684/0001-52, e de seus sócios e administradores Srs. Miguel Graziano Russo, CPF 051.332.318-06, e Roberto Graziano Russo, CPF 055.596.918-52, tendo em vista a aplicação da teoria da desconsideração da pessoa jurídica ao caso.

67. É relevante salientar que, a despeito de terem sido apresentados documentos e informações que não revelavam, de imediato, a verdadeira condição econômico-financeira da ISA, o BNDESPAR, em razão da atividade que exerce e com corpo técnico qualificado, tinha condições, com base nos documentos enviados, de avaliar a situação financeira delicada da companhia e a iminente possibilidade de insolvência, em consonância com o entendimento do juízo arbitral em sua decisão final (peça 45, p. 26). Ademais, os próximos achados de auditoria apontam para irregularidades na aprovação do projeto de apoio financeiro ao Independência S/A.

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

2.1. Situação encontrada

68. O enquadramento é a primeira fase do fluxo de operações internas com vistas a aprovação de diversas modalidades de apoio financeiro pelo BNDES. Sua normatização interna encontra-se no bojo do Anexo Único à Resolução 1463/2007 – BNDES (peça 54, p. 3):

Art. 8º A solicitação de colaboração financeira orientada por esta norma deverá ser submetida às condições de Enquadramento do BNDES, observado o roteiro de Consulta Prévia disponibilizado ao postulante.

69. Após análise e instrução do pedido de enquadramento por técnicos do Banco, o relatório é encaminhado para aprovação no Comitê de Enquadramento e Crédito – CEC. No relatório do enquadramento, eventualmente, constam recomendações que são submetidas a consideração do CEC.

70. A próxima etapa, relativa a apresentação do projeto pelo postulante do apoio, ocorre após o enquadramento (peça 54, p. 2).

71. A fase seguinte, denominada análise, é disciplinada por meio do art. 24 do Anexo Único à Resolução 1463/2007 – BNDES (peça 54, p. 7):

Da Análise

Art. 24. A operação deverá ser objeto de Análise da viabilidade da concessão de colaboração financeira ao postulante, tendo como objetivo fundamentar a decisão da Diretoria ou do Presidente na aprovação ou negação da solicitação. (Grifos acrescentados)

Parágrafo Primeiro – Na Análise da operação, deverão ser abordados os aspectos técnicos estabelecidos no Regulamento Geral de Operações – RGO ou em regulamento específico, considerando, inclusive, os documentos jurídicos relacionados na Orientação Normativa 2.2.1, bem como os aspectos técnicos relacionados a cada um dos segmentos de operações.

Parágrafo Segundo – O instrumento a ser utilizado no registro dos aspectos que forem objeto da Análise da operação é o Relatório de Análise – RAn.

72. No que tange à Operação de capitalização da Independência Participações S.A., observa-se que o relatório de enquadramento teceu recomendação adicional, acolhida pelo Comitê de Crédito, no sentido de ‘avaliar se a capacidade de geração de caixa da Empresa é compatível com os investimentos à serem realizados com recursos próprios’ (peça 55, p. 4).

73. Dando sequência ao rito interno de aprovação do BNDESPAR, o projeto passou pela fase de Análise, cujo relatório informa, sem apresentar os devidos cálculos, o cumprimento da recomendação emanada pelo enquadramento nos seguintes termos: ‘a empresa terá condições de levar adiante seu plano de investimentos com sua geração de caixa’ (peça 50, p.21).

74. Verificada a recomendação do Enquadramento, a operação foi aprovada pelo grupo de análise, porém condicionada a extinção de empréstimo de US\$ 100.000.000, 00 (cem milhões de dólares) com o Banco JP Morgan Chase Bank N.A. A condição de extinção foi motivada pelo teor de cláusulas impeditivas à operação de capitalização: (i) de vencimento antecipado da dívida, em caso de capitalização da Independência Participações S. A. e (ii) de garantia representada pelo penhor de 49% das Ações da Independência S/A, empresa subsidiária integral da Companhia (peça 51, p. 6-7).

75. O relatório de análise e suas condicionantes foram aprovados por meio da Decisão da Diretoria do BNDESPAR 126/2008 (peça 51, p.12-13). Porém, o presidente da Independência Participações S/A, por meio de carta, formalizou pedido de alteração da condição prévia constante da Decisão da Diretoria 126/2008, que tratou da exigência de comprovação da extinção do empréstimo (Loan Agreement) celebrado entre a Companhia e o JP Morgan Chase Bank N.A. Segundo o solicitante, a alteração da condição de extinção era motivada pelo agravamento da crise financeira (peça 53, p.6):

Em função da grave crise financeira internacional, que vem se agravando a cada semana, a manutenção da liquidez (recursos em caixa) vem se mostrando fator cada vez mais importante, tanto para manutenção de linhas de capital de giro da Companhia quanto com fornecedores de matéria-prima (gado), que neste momento de crise vêm exigindo, eventualmente, pagamentos à vista de forma a testar a solidez de seu cliente (frigorífico).

76. Segundo o relatório que recomendou a alteração das condições prévias, intitulado ‘Considerações Anexas à IP 13/2008’, de 19 de novembro de 2008, o aditamento proposto acarretaria (peça 53, p. 3):

- (i) Transferência do empréstimo (loan) da Companhia para a Operacional;
- (ii) Crédito entre a Operacional e Companhia (devedora), a ser devidamente remunerado, em função de a primeira ter assumido uma obrigação (passivo) da segunda.
- (iii) Liberação do penhor de 49% das Ações da Operacional.

77. O aditamento do contrato de empréstimo também alteraria a data de término da avença, que passaria a se pautar nos seguintes parâmetros (peça 53, p.11): (a) dois anos após a data de fechamento; (b) três dias úteis após o recebimento pela IP, pela ISA ou pelos acionistas da ISA de recursos advindos de subscrição pública ou privada de títulos de emissão desses, com exceção dos Aumentos de Capital da IP; (c) noventa dias após a data da integralização do Primeiro Aumento de Capital da IP, conforme definidos no Aditamento, como o aumento do capital social da IP em, no mínimo, R\$ 250.000.006,00 (duzentos e cinquenta milhões e seis reais), a ser subscrito pelo BNDESPAR. Assim, três meses após a subscrição do primeiro aporte do BNDESPAR a dívida com o JP Morgan venceria de acordo com o aditamento contratual.

78. Os impactos da alteração proposta refletiram no limite de endividamento da Independência S.A., empresa operacional do grupo. Os resultados foram detalhados nas considerações acerca da flexibilização pleiteada (peça 53. p. 4-5):

Em relação à escassez de financiamentos que deve se manter ao menos no curto prazo, percebe-se que a emissão dos ‘bonds’ (títulos de dívida) em maio deste ano confere um perfil de endividamento de maior conforto para a empresa, com mais de 80% de suas dívidas com vencimentos para depois de 2015. No entanto, vale aqui lembrar que esta emissão prevê um ‘covenant’, em que o teto para relação dívida líquida/EBITDA deve ser 4,0x. Considerando a dívida verificada em set/08 e que, no último trimestre de 2008, o EBITDA da Companhia seja idêntico ao do terceiro trimestre, a relação Dívida Líquida/EBITDA atingiria 4,93. (considerando a cotação R\$/US\$ de 1,9143 do fechamento de setembro). O não cumprimento deste ‘covenant’ não implicaria em ‘default’ (ou vencimento antecipado), mas impossibilitaria a empresa de contrair novos endividamentos.

Considerando o primeiro aporte da BNDESPAR (R\$ 250 milhões), que deverá ser efetuado ainda este ano, esta relação cairia para 4,14x. Caso os dois aportes fossem ocorrer em 2008, a relação dívida líquida/EBITDA do ano seria equivalente a 3,51x.

No entanto, as relações calculadas acima levam em consideração a taxa de câmbio do final de setembro (R\$/US\$ 1,9143) e, caso fossem utilizadas as cotações que estão sendo praticadas nesta semana (R\$/US\$ 2,30), a relação dívida líquida/EBITDA se elevaria para 6,0x antes do aporte do BNDESPAR, 5,22x depois do primeiro aporte e 4,59x depois do segundo aporte.

Outra questão importante a ser levantada em consideração é que o Grupo Independência vem crescendo fortemente com a entrada em operação de novas unidades. Como a relação dívida líquida/EBITDA sempre leva em consideração o EBITDA dos últimos quatro trimestres, com o passar do tempo a empresa tende a substituir EBITDAs menores por EBITDAs maiores (salvo efeitos adversos provenientes do agravamento da crise financeira mundial). Assim, considerando quatro trimestres equivalentes ao terceiro trimestre de 2008, a relação dívida líquida/EBITDA da empresa atingiria 3,47x considerando dois aportes da BNDESPAR e uma taxa de câmbio de R\$/US\$ 2,30.

79. A proposta de alteração da condição de extinção do Loan foi autorizada pela Decisão da Diretoria AMC/DEINV 056/2008, sem alteração do valuation da Companhia (peça 53, p.1).

2.2. Análise

80. Com vistas a analisar os termos da recomendação posta pelo Comitê de Enquadramento, convém entender a estrutura de financiamento e uso dos recursos do projeto de apoio financeiro, cujo detalhamento consta do denominado quadro de usos e fontes (peça 55. p.3):

Quadro 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 Usos	776	693	1.469	100
Fontes				
Geração Própria	281	392	673	45,8
Capitalização BNDES	450			30,6
Dívida	45	301	346	23,6
Total Fontes	776	693	1.469	100,00

Fonte: Instrução AP-DEPRI 227-08 (peça 55, p. 3)

81. Assim, o quadro de usos e fontes informa as origens dos recursos de financiamento, bem como onde serão aplicados os recursos do projeto. Após sucinta análise do pedido de apoio financeiro, o grupo de enquadramento acolheu ‘o pleito de apoio no valor de R\$ 450.000.000 (quatrocentos e cinquenta milhões de reais) mediante a subscrição privada de ações da Independência Participações S. A, observadas as recomendações a seguir: avaliar se a capacidade de geração de caixa da empresa é compatível com os investimentos a serem realizados com recursos próprios, conforme quadro de fontes apresentados pela empresa’ (Grifos acrescentados).

82. Importante frisar que a referida recomendação visou garantir a viabilidade de financiamento do projeto, pois os valores próprios a ser aportados representavam 45,8% das origens dos recursos.

83. Em resposta à recomendação do Enquadramento, consta do Relatório de Análise a seguinte informação, sem a apresentação dos devidos cálculos: ‘o grupo de análise entende que a empresa terá condições de levar adiante seu plano de investimentos com sua geração de caixa’ (peça 50, p.21).

84. Quanto ao termo ‘plano de investimentos’, que reduziu os investimentos previstos no quadro de usos e fontes para os anos de 2008 e 2009 e alongou o referido prazo até 2013, cumpre destacar que o relatório de análise informa que ‘decidiu-se por expor o plano de investimentos de longo prazo, e não o quadro de usos e fontes, uma vez que o aporte de R\$ 450 milhões da BNDESPAR visa contribuir com o primeiro’ (peça 50, p. 19). Segue abaixo, o quadro dos investimentos previstos no plano de investimentos em substituição ao quadro de usos e fontes:

R\$ MM	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2008 a 2011	Total 2008 a 2013
Expansão	87,0	193,0	33,0	10,0	107,0	100,0	323,0	530,0
Aquisição	6,7	72,8	3,2		-	-	82,7	82,7
Manutenção	12,0	42,1	52,5	55,2	55,8	55,8	161,8	273,4
Frota de Veículos	-	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	30,0	50,0
Investimento Giro	243,6	255,1	192,6	301,8	44,4	(7,9)	993,2	1.029,6
Total Investido	349,3	573,0	291,3	377,0	217,2	157,9	1.590,6	1.965,6

85. Quanto à capacidade de geração operacional, considerando os dados do valuation da Companhia (peça 52, p. 26-28), verifica-se que fora projetado, para o ano de 2008, uma geração operacional de caixa (Nopat - Lucro Operacional Líquido Depois dos Impostos + Depreciação) da ordem de R\$ 217,44 milhões, sendo este valor insuficiente para implementar o projeto analisado pelo enquadramento, segundo o quadro de usos e fontes (R\$ 281 milhões em 2008). Dessa forma, o fluxo de caixa da companhia não seria capaz de gerar os R\$ 281 milhões necessários para cumprir o estabelecido no quadro de usos e fontes. Analogamente, em 2009, a geração de caixa operacional estimada pelo grupo de análise foi de R\$ 285,71 milhões, valor inferior à previsão de recursos próprios do projeto (R\$ 392 milhões em 2009), segundo o quadro de usos e fontes. Registre-se que a geração operacional de caixa (Nopat + Depreciação) não contempla as despesas financeiras líquidas, que constam estimados no referido valuation pelos seguintes valores: 2007 - R\$ 132,9 milhões, 2008 – R\$ 2,8 milhões, 2009 - R\$ 98 milhões (peça 52, p. 27). Em outras palavras, o projeto em sua forma original já não era viável quanto à indicação de sua fonte de financiamento, mesmo considerando tão-somente a geração operacional, sem incluir no cálculo as despesas financeiras.

86. Cumpre observar que, considerando o cenário de aperto de liquidez, da valorização do dólar e da alta alavancagem da Companhia, não se mostra razoável a estimativa de despesas financeiras líquidas relativa ao ano de 2008 e 2009. Merece destaque trecho da circular de oferta

dos ‘bonds’ emitidos pela Independência, em maio de 2008, no valor de US\$ 300.000.000 (trezentos milhões de dólares), em que se faz um alerta sobre as despesas com juros (peça 56, p. 28):

Em Inglês

(...)

At December 31, 2007, our total outstanding indebtedness was R\$ 1,020.7 million, of which R\$ 336.1 million consisted of short-term debt (including the current portion of long-term debt) and R\$ 684.6 million consisted of long-term debt. Based on that level of indebtedness and interest rates applicable as of December 31, 2007, our annual interest expense as of December 31, 2007 was R\$ 126.2 million. Although we believe that our current cash flow is sufficient to cover our annual interest expense for the foreseeable future, any increase in the amount of debt or any decline in the amount of cash available to make interest payments may require us to divert funds identified for other purposes for debt service and impair our liquidity position. The significant level of our indebtedness could have important consequences, including the following:

- Requiring us to dedicate a substantial portion of our cash flows operations to pay principal interest on our indebtedness;
- Reducing our ability to obtain additional financing necessary to meet our future working capital, capital expenditure needs, acquisitions and debt service requirements;

(...)

Tradução Livre

(...)

Em 31 de Dezembro de 2007, o endividamento total era de R\$ 1.020,7 milhões, dos quais R\$ 336,1 milhões consistem em dívida de curto prazo e R\$ 684.6 milhões consistem em dívidas de longo prazo. Baseado no atual nível de endividamento e taxas e juros praticadas em 31/12/2007, nossa despesa anual com juros foi de R\$ 126,2 milhões. Em que pese acreditarmos que nosso atual fluxo de caixa é suficiente para cobrir nossas despesas anuais com juros para o futuro, qualquer aumento no montante de dívida ou qualquer declínio no montante de caixa disponível para o pagamento de juros pode nos obrigar a direcionar fundos identificados com outros propósitos para o pagamento do serviço da dívida e prejudicar nossa posição de liquidez. O significativo nível de endividamento pode ter consequências importantes, incluindo as seguintes:

- Exigindo que dediquemos uma parte substancial do nosso fluxo de caixa das operações para pagar o principal bem como os juros de nosso endividamento;
- Reduzindo nossa capacidade de obter financiamento adicional necessário para atingir futuras necessidades de capital de giro, despesas de capital (CAPEX), investimentos em aquisições e exigências do serviço da dívida.

(...)

87. Outrossim, de acordo com o relatório da administração, no terceiro trimestre de 2008 (peça 58), o endividamento total era de R\$ 1.847,3 milhões, superando em 81% a posição de endividamento do quarto semestre de 2007 (encerrado em 31/12/2007). Assim, considerando o alto endividamento da companhia em dólar (86%) e o cenário de aperto de liquidez, que pressionam os juros de curto prazo, era razoável inferir que os gastos no biênio 2008/2009 seriam superiores aos R\$ 126,2 milhões registrados em 2007, haja vista o alto custo financeiro das dívidas existentes.

88. Portanto, uma análise perfunctória demonstra a inviabilidade do projeto tal como apresentado no quadro de usos e fontes. Verifica-se, ainda, que as despesas com ‘variação

cambial' sugerem que a companhia, no terceiro trimestre de 2008, apresentou geração de caixa negativa, conforme os argumentos apresentados nos parágrafos que seguem.

89. Inicialmente, observa-se que, com base na resposta do BNDESPAR ao item 'e' do ofício de requisição 2-519/2016 (peça 57, p. 9), pode-se estimar a despesa com variação cambial (sem impactos de caixa) levada ao balanço do terceiro trimestre de 2008. Os resultados, adaptados pela equipe, encontram-se na tabela abaixo.

Tabela 2: Despesa com Variação Cambial (em Milhares)

Data:	30/6/2008		30/9/2008	
Tipo de Dívida	Ptax	1,5919	1,9143	Variação Cambial (R\$ mil)
	US\$	R\$ mil	R\$ mil	
ACC (adiantamento sobre contrato de câmbio)	73.810	117.498	141.294	23.796
Pré-Pgto	123.616	196.785	236.639	39.854
Bonds	525.000	835.747	1.005.007	169.260
Capital de Giro Longo	49.325*	78.520	94.423	15.903
Total	771.751	1.228.550	1.477.363	248.813

Fonte: resposta ao item 'e' do ofício de requisição 2-519/2016 (adaptado) e demonstrações financeiras do segundo e terceiro trimestre de 2008 da Independência S.A.

*Não considera o possível pagamento de parte da dívida no período (em torno de US\$ 5 milhões).

90. Registre-se que o restante do endividamento em dólar é resultado do aumento do saldo de ACC de junho a setembro de 2008 (de US\$ 73,810 milhões para US\$ 123 milhões) (peça 57, p. 9). Mesmo considerando que o aumento de ACC impactasse integralmente as despesas com variação cambial, caso sua contratação se desse no início do período – julho de 2008, seu valor aumentaria em aproximadamente 16 milhões, totalizando R\$ 264.671 milhões (R\$ 248.813 + R\$ 16).

91. Conforme calculado na tabela 2, o valor da despesa com variação cambial (sem impacto no caixa) é da ordem de R\$ 248.813 milhões, valor inferior ao apresentado pela Companhia (R\$ 394.048, peça 58, p. 14). Assim, estima-se que despesas da ordem de R\$ 145 milhões, com impactos no caixa, foram realizadas no terceiro trimestre de 2008. A análise acerca desta diferença não consta dos relatórios técnicos da operação de apoio financeiro.

91.1 Para melhor elucidar, se a variação cambial, que não tem impacto no caixa, seria de R\$ 248.813, o lançamento de valor a maior nesta rubrica (R\$ 394.048) poderia abarcar outras despesas com impactos no fluxo de caixa cuja existência a empresa não queria evidenciar.

92. Impende ressaltar que, em apresentação ao BNDESPAR, ocorrida em 29 de outubro de 2008, a ISA informou que o impacto da 'desvalorização do real nas dívidas' de longo prazo, entre Junho/2008 e Setembro/2008, foi da ordem de R\$ 290 milhões, considerando somente os financiamentos de longo prazo, cuja posição ao final do período (em 31/9/2008) era da ordem de R\$ 1.404.535 milhões. Tal montante, representa aproximadamente 20,65% do valor final dos referidos financiamentos, percentual equivalente à desvalorização do dólar entre Junho/2008 e Setembro/2008 (em torno de 20%) (peça 48, p. 5).

93. Dessa forma, verifica-se que o cálculo do impacto da variação cambial, realizado pela ISA, considerou a variação de 20,65% da moeda sobre o montante final dos financiamentos a longo prazo (R\$ 1.404.535 milhões), ou seja, fora utilizada uma base de cálculo que

incorporava a variação cambial do período. Logo, a empresa realizou um cálculo indevido de variação cambial, pois em vez de utilizar o valor em real da dívida em dólar à época do lançamento contábil e aplicar a variação cambial em torno de 20%, pegou-se o valor final já com os efeitos da variação cambial entre julho e setembro para então aplicar o aludido percentual (acrescentar 20% sobre 100 dá valor menor que retirar 20% de 120, por exemplo). Portanto, diante da inconsistência dos cálculos apresentados, serão considerados os valores calculados à tabela 2, como o montante do impacto da variação cambial das dívidas do ISA indexadas ao dólar no terceiro trimestre de 2008.

94. Como será demonstrado, considerando o relatório de administração e os demonstrativos do segundo e terceiro trimestre (peças 47, 58, p. 14 e 15, e 77), estima-se que o fluxo operacional efetivo da companhia no referido trimestre foi negativo em R\$ 146 milhões. Seguem os cálculos abaixo:

(Em Milhares)

Receitas de Vendas do Exercício	609.350
(-) acréscimo nos valores a receber (líquido da variação cambial)	(33.204)
Vendas Efetivamente Recebidas	576.146

Recebimento efetivo de Vendas: R\$ 576.146.000

(Em Milhares)

Saldo Inicial de Fornecedores (30/6/2008)	144.045
(+) Aumento dos Estoques no Período	23.220
(+) Custo de Produtos Vendidos	492.060
(-) Saldo Final de Fornecedores (31/9/2008)	(176.426)
Fornecedores efetivamente pagos:	482.899

Fornecedores efetivamente pagos: R\$ 482.899.000

(Em Milhares)

Despesas Operacionais (SG&A)	53.202
------------------------------	--------

Despesas Operacionais efetivamente pagas: R\$ 53.202.000

(Em Milhares)

Despesas Financeiras	471.397
(-) Despesas com variação cambial (sem efeito caixa)	(248.813)
Receitas financeiras	(69.598)
(+) Receitas com variação cambial (sem efeito caixa)	33.204
Despesa financeira (líquida) efetivamente paga	186.190

Despesa Financeira (líquida) efetivamente paga: R\$ 186.190.000

(Em Milhares)

Vendas recebidas	576.146
(-) Pagamento a Fornecedores	(482.899)
(-) Pagamento de Despesas Operacionais	(53.202)
(-) Pagamento de Despesas Financeiras	(186.190)
Fluxo de caixa Proveniente das Operações	(146.145)

Fluxo de Caixa Proveniente das Operações no Terceiro Trimestre de 2008: R\$ (146.145.000)

95. Com base no cálculo do fluxo de caixa efetivo das operações, percebe-se que a companhia não apresentava geração de caixa capaz de cumprir com a recomendação do enquadramento, mesmo antes dos ajustes realizados em sua contabilidade no valor de R\$ 966 milhões. Causa estranheza também, considerando o cenário de especulação cambial, a ausência de análise com vistas a procurar entender os motivos que deram causa à realização de vultosas despesas, contabilizadas como ‘variação cambial’.

96. Vale ressaltar que, em resposta à ordem processual 13 do tribunal arbitral, a Independência Participações teria apresentado elementos que demonstram a ciência do BNDESPAR da condição financeira apresentada pela ISA, pois as informações necessárias para efetuar tal constatação estavam expressas nas demonstrações financeiras do terceiro trimestre de 2008 (peça 79, p. 2-4):

(...) a tese do banco Requerente, de que a situação econômica do Grupo Independência teria configurado ‘surpresa’, ou ‘choque’, como tiveram alguns a coragem de afirmar perante esse tribunal, sem ruborizar, não se sustenta (...)

Com efeito, veja-se o quão cristalinas sempre foram as informações contidas no Relatório da BDO, datado de setembro de 2008, que BNDESPAR desde sempre teve acesso e que, de resto, está publicado no sítio da Requerida até os dias de hoje (...)

Fácil ver da transcrição acima (Fluxo de caixa - 3T/2008) que (i) a empresa já apresentava prejuízo no período, equivalente a R\$ 177.315.000,00 e (ii) a geração de caixa já estava dependente da captação de recursos no mercado (no caso, a emissão de U\$ 300 milhões de Bonds no mês de maio de 2008 que explica o ‘resultado positivo’ do fluxo de caixa no mês de setembro de 2008, no importe de R\$ 411.071.000,00). Como substituir a mera hipótese de o Requerente não enxergar isso? Ademais, a entrada de BNDESPAR como sócio da companhia se deu após a emissão de tais Bonds e após o advento da divulgação desse Relatório, como também após a eclosão da crise internacional de 2008. Certamente os analistas de risco do banco sabiam que a empresa já não gerava caixa naquele momento, tinha um potencial de geração de caixa enorme e por isso entraram como sócios. Não se contava com a extensão da crise! (Grifos acrescentados).

97. Ademais, o próprio perito contábil, contratado pelo BNDESPAR para atuar em sede Arbitral, destaca em seu parecer que o balanço patrimonial, datado de 30 de setembro de 2008, era a ‘informação disponível mais atualizada no momento da análise de investimento realizada pela BNDESPAR’ (peça 43, p. 3). Em suma, a análise das demonstrações de fluxo de caixa do terceiro trimestre de 2008 também indicavam a dificuldade de geração de caixa operacional que a companhia vinha apresentando.

98. Nesse contexto, perante a impossibilidade de demonstrar a viabilidade de financiamento com recursos próprios, a recomendação de enquadramento da operação é, supostamente, atendida utilizando-se o plano de investimentos a longo prazo, de forma a alongar os dispêndios no tempo (2008-2011). Importante destacar que o plano de investimentos apresentado pelos analistas do BNDESPAR que elaboraram o relatório de análise também difere do plano de negócios anexo ao Acordo de Acionistas (peça 51, p. 49). Segundo consta do relatório de análise ‘a diferença consistiu basicamente do fato de o cenário das projeções BNDESPAR ser mais conservador, resultando assim em um plano de investimentos menor que as projeções apontadas pela empresa’ (peça 50, p. 20).

99. Registre-se que o Acordo de Acionistas apenas vincula o uso do aporte para o cumprimento do plano de negócios, conforme disposto no item 1.5, in verbis (peça 51, p. 65):

Os recursos decorrentes da participação acionária do BNDESPAR destinar-se-ão, exclusivamente, à execução do Plano de Negócios apresentado pela Companhia e aprovado pela

BNDESPAR, na forma do Anexo 1.5 ao presente, que consiste, de forma geral: (i) na expansão da capacidade de plantas próprias; (ii) necessidade de capital de giro associada aos investimentos em expansão e aquisições já realizados e a serem realizados e (iii) no aproveitamento seletivo de oportunidades de aquisição. (Grifos acrescentados).

100. Frisa-se que o investimento em capital de giro, referente ao ano de 2009, estimado pelo grupo de análise do BNDESPAR foi de R\$ 255 milhões (peça 50, p. 54), enquanto o quadro de usos e fontes previa uma necessidade de investimento giro da ordem de R\$ 364 milhões (item 74 e 78). Porém, para o mesmo ano, o plano de negócios prevê investimento em giro da ordem de R\$ 506,2 milhões (peça 51, p. 49), valor muito superior ao verificado nas duas projeções.

101. Assim, verifica-se que o projeto foi substancialmente alterado, pois originalmente previa-se mais investimento em plantas, aquisições e expansões num curto espaço de tempo (18 meses) e necessidade de investimentos em capital de giro proporcional aos investimentos em aumento de produção. Cumpre observar que o desembolso total em plantas, aquisições e expansões entre 2008 e 2009 cai de R\$ 786 milhões para R\$ 363,2 milhões, quando compara-se o quadro de fontes e usos com o plano de negócios. Considerando o ano de 2008, o investimento cai de R\$ 456 milhões para R\$ 48 milhões, quase 10 vezes menos. Por outro lado, o investimento em capital de giro se mantém: varia de R\$ 683 milhões para R\$ 682,1 milhões.

102. O substancial aumento em investimento em capital de giro no ano de 2009, muito superior à necessidade projetada pelo grupo de análise do BNDESPAR, não fora justificado no bojo do relatório. Tal montante (R\$ 506,2 milhões) permite que a totalidade dos recursos aportados pelo BNDESPAR seja destinado a ‘investimentos em capital de giro’, sem descumprimento do Acordo de Acionistas.

102.1 Com efeito, o investimento em expansão da produção foi sendo modificado para baixo no curto prazo, sem a conseqüente diminuição da necessidade de capital de giro, que se manteve praticamente inalterada. Isso é uma incoerência não justificada no âmbito da análise do BNDESPAR, pois o investimento em capital de giro é realizado para suportar a aquisição ou expansão de plantas, de forma a financiar o aumento da produção. Se não se vai mais investir em novos negócios, não faria sentido manter o valor do caixa alto a não ser para saldar outros passivos/despesas da empresa.

103. Vale lembrar que o objetivo principal do Relatório de Análise é de verificar a viabilidade da concessão de colaboração financeira ao postulante, conforme estabelece o artigo 24 do Anexo Único à Resolução 1463/2007 – BNDES. Pelo exposto, o projeto original não era viável nos termos aprovados pelo enquadramento, tendo sido substituído por um projeto com desembolsos de longo prazo e sem estabelecimento das condições de financiamento e de uso dos recursos. Em outras palavras, o financiamento de um projeto foi substituído pelo financiamento de um plano de negócios a longo prazo, sem a especificação de ‘quando’ e ‘como’ deveriam ser empregados os recursos da capitalização do banco e das contrapartidas do beneficiário.

104. Impende ressaltar que, se fosse mantido o formato original do projeto aprovado pelo enquadramento e a Independência apresentasse boa saúde financeira, o aporte do BNDESPAR se justificaria sob a forma de renda variável, dado o volume em investimentos com forte impacto na geração de caixa da companhia. Assim, no médio prazo (a partir de 2010), o forte crescimento da produção se traduziria na expectativa de bons retornos sobre investimento realizado pelo BNDESPAR, em consonância com o risco assumido com a modalidade de apoio. O prazo de 1,5 ano era outro ponto atrativo do projeto, pois favoreceria a gestão da carteira do BNDESPAR, dado que o desinvestimento poderia ser realizado, em sua máxima valorização, no médio prazo.

105. Outros pontos que reforçam a descaracterização da operação relacionam-se com as informações geradas no bojo da alteração da condição de extinção de empréstimo junto ao

banco JP Morgan (peça 53). O primeiro ponto refere-se à capacidade de endividamento da companhia, pois, em sua forma original, o projeto seria também financiado por dívida. O valor do financiamento por endividamento seria de R\$ 46 milhões, em 2008, e de R\$ 301 milhões, em 2009, de acordo com o quadro de usos e fontes. No entanto, a empresa não apresentava capacidade de endividamento, tendo em vista a extrapolação dos limites definidos em covenants (item 78). Assim, no curto prazo, a companhia não poderia cumprir com suas obrigações de investimento, em particular, no ano de 2009. Mesmo sem considerar o financiamento por dívida, como definido no quadro de usos e fontes, a ausência de capacidade de endividamento comprometeria o cumprimento das metas de investimento previstas no plano de negócios aprovado, pois põe em risco a flexibilidade do plano de financiamento.

106. De maneira geral, frente à incerteza decorrente da crise internacional, torna-se imprescindível manter a capacidade de endividamento com vistas a servir de fonte de financiamento complementar à geração operacional de caixa, em função da possível frustração dos EBITDAs projetados, em decorrência da iminente recessão global. Ademais, como antes demonstrado, o fluxo de caixa operacional líquido da Independência, relativo ao terceiro trimestre de 2008, apresentou resultado negativo, revelando situação financeira extremamente frágil em um cenário de crise que demandava robustez.

107. Outrossim, destaca-se que a justificativa apresentada para mudança na condicionante de extinção do Loan (item 75) reforça a descaracterização da operação. Resta claro que a Companhia destinaria o aporte para contornar os problemas de liquidez de mercado e buscar garantir o financiamento de suas dificuldades de curto prazo.

108. Outro ponto que merece destaque refere-se ao endividamento a curto prazo da Companhia. O relatório de administração da Independência S.A., relativo ao terceiro trimestre de 2008, já informava que o percentual da dívida de longo prazo era de 71% (peça 58, p. 15). Outro fato importante, é o crescimento da dívida de curto prazo no período: 102,6% (3T08/2T08), enquanto a dívida de longo prazo variou em 16,7%. Assim, os resultados do terceiro trimestre marcam uma variação no perfil da dívida em direção ao curto prazo. Com a assunção da dívida do JP Morgan no valor de R\$ 255 milhões (peça 57, p. 8), o percentual da dívida de longo prazo cai para 65%, considerando o câmbio de R\$/US\$ 2,3. O diferimento do pagamento do empréstimo junto ao JP Morgan aumenta as disponibilidades da Companhia, mas a dívida de curto prazo atinge R\$ 855 milhões, considerando o mesmo câmbio.

109. Em complemento à análise do parágrafo anterior, é importante frisar que o endividamento total da companhia, com a assunção da dívida do JP Morgan, chega a R\$ 2,4 bilhões (peça 57, p. 8). O endividamento líquido chega a R\$ 1,9 bilhões. Vale lembrar que, em 2007, com a posição final de endividamento de R\$ 1,02 bilhão, as despesas anuais com juros da Companhia foram, em 2007, da ordem de R\$ 126 milhões.

110. Portanto, os seguintes fatores pressionavam a manutenção das operações de curto prazo da companhia: (i) o encurtamento do perfil da dívida; (ii) a impossibilidade de endividamento da empresa; (iii) o aumento da necessidade de investimento em giro - decorrente de investimentos anteriores e do aumento do capital de giro sazonal (crise financeira); (iv) o aumento das despesas com o serviço da dívida; (v) incerteza acerca da capacidade da companhia em apresentar fluxos operacionais de caixa positivos. Todos estes elementos impactavam a viabilidade do cumprimento dos investimentos em expansão/aquisição previstos até mesmo no Acordo de Acionistas para o ano de 2009 (em torno de R\$ 315 milhões), porém seus impactos não foram mensurados em conjunto, de forma a verificar a viabilidade econômica do plano de negócios.

111. Dessa forma, verifica-se que a operação foi desvinculada de seu propósito original, compatível com a modalidade de renda variável, ou seja, vultosos investimentos centrados no aumento da produção de forma a criar valor para companhia em curto espaço de tempo (18 meses).

112. O prazo de 1,5 ano era outro ponto atrativo do projeto, pois favorecia a gestão da carteira do BNDESPAR, dado que o desinvestimento poderia ser realizado, em sua máxima valorização, no médio prazo (2010). Em função do aumento das necessidades de caixa da empresa, devido ao aprofundamento da crise internacional e da abrupta variação do dólar, a operação, em sua forma final, revela marcantes contornos de operação de crédito para socorro financeiro de curto prazo, sem as contrapartidas desta modalidade, quais sejam: garantias e retorno compatível com o risco de crédito.

113. Pelo exposto, as mudanças das condições originalmente pactuadas foram substancialmente modificadas, sem as devidas justificativas. Dada as pressões de curto prazo sobre a companhia, o projeto original, que era vantajoso para o BNDESPAR, foi modificado de forma a revelar marcantes características de operação de crédito, sem as garantias e retorno desejáveis desta modalidade. Conclui-se que foi aprovado projeto inviável sob a ótica econômico-financeira em descumprimento ao art. 24 do Anexo Único à Resolução 1463/2007 – BNDES.

Achado 3: Negligência do BNDES em aprovar o apoio financeiro ao Grupo Independência sem avaliar com a devida diligência a solvência a curto prazo de seu braço operacional, a companhia Independência S.A.

3.1 Contextualização: A crise mundial de 2008 e seus reflexos no Brasil

114. A crise financeira mundial de 2008 teve origem na expansão de empréstimos de segunda linha nos Estados Unidos da América (subprime). Em 2008, os principais eventos que culminaram com o agravamento da crise estão resumidos abaixo (Gillén - peça 59):

9 de Janeiro: o banco Mundial prevê que a economia global iria se desacelerar em 2008, a medida que a crise de crédito se instalasse no mundo desenvolvido;

18 de Janeiro: As bolsas globais registram a maior queda desde Setembro de 2001;

10 de Fevereiro: Os líderes dos países desenvolvidos integrantes do G7 estima que as perdas mundiais decorrentes da crise dos 'suprimes' poderia alcançar os 400 bilhões de dólares;

16 de março: O banco Bear Stearns é comprado pelo J.P. Morgan Chase num negócio orquestrado pelo Governo Americano, resultando no declínio das ações e na perda da confiança nesta Companhia;

8 de abril: O Fundo Monetário Internacional – FMI, alerta que as perdas potenciais com a crise financeira podem chegar a 1 trilhão de dólares.

8 de julho: Com base em pesquisa realizada a Câmara de Comércio do Reino Unido sugere que seus países integrantes podem entrar em recessão nos próximos meses;

14 de julho: Autoridades financeiras intervêm nas maiores empresas de empréstimos imobiliários dos Estados Unidos Fannie Mae e Freddie Mac. Como garantidoras e proprietárias de \$5 trilhões de empréstimos imobiliários, eram consideradas cruciais para o mercado, portanto, era um consenso entre as autoridades que elas não poderiam falir;

4 de agosto: A gigante global HSBC alertou que as condições dos mercados financeiros eram as mais duras 'das últimas décadas' depois de sofrer um declínio de 28% dos lucros semestrais;

7 de setembro: As companhias de empréstimo hipotecário Fannie Mae e Freddie Mac – que eram responsáveis por aproximadamente metade das hipotecas americanas – foram resgatadas pelo governo americano, sendo considerada uma das maiores operações de resgate de todos os tempos;

11 de setembro: Lehman Brothers anuncia que está interessado em ser comprado, logo após ter reportado um prejuízo de US\$ 4 bilhões;

15 de setembro: O Banco Lehman Brothers anuncia a falência, sendo considerada a maior da história americana;

25 de setembro: Irlanda se torna o primeiro Estado da Zona do Euro a entrar em recessão.

28 de setembro: A crise de crédito atinge o setor bancário a partir da nacionalização da Seguradora Fortis;

2 de outubro: O senado americano aprova resgate financeiro de US\$700 bilhões;

9 de outubro: O FMI anuncia planos de emergência para resgatar governos afetados pela crise financeira;

24 de outubro: Economia do Reino Unido começa a encolher, com a maior queda do PIB desde 1990. Economias dos países emergentes e suas moedas sofrem uma pressão extrema. Investidores estão tirando dinheiro do Leste Europeu, da América Latina e da Ásia dado o impacto da crise financeira mundial;

30 de outubro: O Banco Central Americano corta a taxa de juros de 1,5% para 1%. O Departamento de Comércio Americano apresenta dados que mostram que a economia americana contraiu a uma taxa de 0,3% entre julho e setembro;

9 de novembro: A China anuncia um pacote de estímulo à economia de \$ 586 bilhões;

10 novembro: Tesouro americano anuncia investimento de 40 bilhões de dólares em ações preferenciais da AIG;

18 de novembro: O Japão oficialmente entra em recessão;

1 de dezembro: A recessão nos Estados Unidos da América é confirmada pelo 'National Bureau of Economic Research'.

115. Segundo Freitas, a falência do Lehman Brothers (em 15/9/2008) marca a internacionalização da crise financeira (peça 60, p. 1):

A falência do banco de investimentos Lehman Brothers marca a transformação da crise financeira internacional, iniciada no mercado americano de hipotecas de alto risco, em meados de 2007, em uma crise global sistêmica. De um lado, o aumento da aversão ao risco e a preferência absoluta pela liquidez nas principais economias avançadas desencadeou um movimento generalizado de fuga para a qualidade dos investidores globais e a virtual interrupção das linhas externas de crédito comercial, resultando na abrupta desvalorização das moedas de várias economias. De outro lado, a forte retração da atividade econômica das economias centrais associada ao movimento de desalavancagem do sistema financeiro e de deflação dos ativos se traduziu em menor dinamismo do comércio mundial.

116. A mesma autora detalha a crise de liquidez que se abateu no sistema bancário brasileiro, causada, em grande parte, por perdas com derivativos de empresas produtivas (peça 60, p. 5):

A crise sistêmica global atingiu fortemente a economia brasileira tanto pela via do comércio exterior como pela via dos fluxos financeiros, incluindo as linhas de crédito comercial. O congelamento dos mercados interbancários e financeiros internacionais e a abrupta desvalorização do real associada à fuga para segurança dos investidores estrangeiros e à desmontagem das operações com derivativos cambiais realizadas pelas empresas conduziram à rápida deterioração das expectativas dos bancos que reagiram contraindo crédito e 'empoçando' a liquidez.

Ao longo de 2008, os bancos enfrentaram crescente dificuldade em renovar suas linhas de crédito externas que sustentam as operações de repasse e de Adiantamentos de Contrato de Câmbio - ACC. Porém, após a falência do Lehman Brothers, levou à interrupção da concessão de crédito com recursos externos no mercado doméstico, afetando seriamente o financiamento

do comércio exterior brasileiro e exigindo providências do governo federal para assegurar o fornecimento de recursos para essa atividade.

A crise internacional atingiu a economia brasileira em um momento de auge, quando completava uma sequência de seis trimestres de crescimento em aceleração. Nesse contexto, no qual as empresas produzem mais e planejam novos investimentos, o crédito bancário é essencial tanto para o giro quanto para a expansão da produção. Na reversão das expectativas, os bancos reagiram com excesso de prudência e retraíram fortemente o crédito, levando as empresas a rever os planos de produção e de investimento. O resultado foi a rápida desaceleração da atividade econômica no último trimestre do ano.

Os crescentes rumores sobre as perdas, de empresas e bancos, com derivativos de câmbio desencadearam um movimento de absoluta aversão ao risco e preferência pela liquidez por parte dos bancos. Por desconhecerem o grau de exposição dos demais participantes ao risco de perdas nessas operações, os bancos retraíram o crédito tanto para as empresas e pessoas físicas como para outros bancos. Essa reação exacerbada dos grandes bancos brasileiros foi facilitada pela existência de títulos públicos indexados à taxa básica de juros, os quais se tornaram ainda mais atraentes com a elevação da Selic pelo Banco Central do Brasil em setembro. O prazo relativamente curto do crédito bancário do Brasil favorece igualmente esse movimento de realocação de portfólio, característico da administração de caixa dos balanços dos bancos. (Grifos acrescentados)

117. A crise de derivativos é também detalhada em publicação do Instituto de Pesquisa Econômica – IPEA, intitulada ‘Crise Financeira Global – mudanças estruturais e impactos sobre os emergentes e o Brasil’. Dentre os autores do estudo, o artigo publicado por Gomes detalha o momento de euforia do mercado brasileiro, no momento pré-crise, passando à incerteza, após a quebra do Lehman Brothers e do anúncio dos prejuízos cambiais de empresas nacionais (peça 61, p. 59-60):

Os primeiros sinais da magnitude das posições alavancadas existentes no mercado brasileiro somente se tornaram conhecidas na fase mais aguda da crise, em setembro de 2008, quando o Federal Reserve (Fed) tomou a decisão de não socorrer o banco de investimento Lehman Brothers, levantando dúvidas quanto à robustez do sistema financeiro americano. Nesse cenário, a fuga dos capitais privados para ativos mais líquidos e seguros – especialmente títulos do Tesouro Americano e o próprio dólar – provocou um forte enxugamento da liquidez internacional e teve como desdobramento imediato a valorização da moeda americana frente ao real, além da queda do preço das commodities no mercado externo.

Apesar dos bancos nacionais possuírem participações mínimas no mercado de hipotecas americano, o chamado ‘subprime brasileiro’ abrangeu as operações com derivativos cambiais realizadas entre importantes bancos – tanto domésticos quanto estrangeiros – e empresas nacionais. A surpreendente revelação de que corporações de grande porte – como Sadia, Aracruz e Votorantim – incorreram em perdas financeiras, por estarem envolvidas em transações especulativas no mercado de derivativos cambiais, causou enorme temor entre os operadores do sistema financeiro brasileiro diante da incerteza quanto ao real volume dos prejuízos das instituições envolvidas. Segundo estudo de Novaes (2010), os dois casos mais relevantes, Sadia e Aracruz – ambas com ADR negociados na Bolsa de Valores de Nova York – sofreram perdas da ordem de R\$ 760 milhões e de R\$ 1, 95 bilhão em transações financeiras de câmbio futuro. Além disso, o Banco de Compensações Internacionais (BIS) divulgou estimativa para as perdas das companhias brasileiras com derivativos cambiais, no último trimestre de 2008, de cerca de US\$ 25 bilhões – seis vezes superiores àquelas estimadas para o México (US\$ 4 bilhões).

(...)

O rompimento das expectativas no mercado brasileiro ocorreu na ocasião do colapso financeiro em 2008, cujo impacto imediato repercutiu sob a forma de intensa e abrupta

desvalorização da moeda brasileira em relação ao dólar. Entre a metade de setembro e o início de outubro de 2008, o real desvalorizou 29,6%, o que desencadeou a sequência de prejuízos financeiros atrelados às referidas operações com derivativos.

No mercado financeiro, o cenário de euforia anterior cedeu lugar ao pânico. Os rumores de insolvência envolvendo as grandes corporações empresariais seguiram acompanhados de enormes incertezas quanto ao grau de envolvimento das instituições financeiras contrapartes nas transações descobertas ou com passivos em créditos concedidos àquelas. As dúvidas quanto à rigidez do sistema financeiro naquele momento eram justificadas pelo completo desconhecimento tanto dos volumes envolvidos como dos agentes participantes. Prevalencia, portanto, uma evidente incerteza no sentido atribuído por Keynes, essa expressa, sobretudo, nas palavras do então presidente do Banco Central do Brasil, Henrique Meirelles: ‘ (...) eram empresas grandes, não se sabia quantas e quais. Elas tinham contratos majoritariamente com bancos internacionais. Só que mantinham linhas de crédito com grandes bancos nacionais – aqui de novo, não se sabia quantos e nem quais’ (Grifos acrescentados)

118. No artigo intitulado ‘Operações com derivativos financeiros das corporações de economias emergentes’, Farhi e Borghi evidenciam que as perdas com derivativos de empresas exportadoras foram um fenômeno que atingiu diversos países emergentes (peça 62, p. 3-6):

(...) foram reveladas enormes perdas financeiras de importantes empresas de economias emergentes em posições nos mercados de derivativos de câmbio. Elas haviam realizado operações de montantes elevados nesses mercados, apostando que a moeda nacional não se depreciaria contra o dólar.

Essa decisão foi aparentemente tomada no primeiro semestre de 2008, período em que o dólar sofreu intensa desvalorização em relação ao conjunto das moedas, contribuindo para a forte alta dos preços internacionais das commodities, expressos em dólar. Contudo, o aprofundamento da crise gerou fortes quedas dos preços das commodities e nova tendência de apreciação internacional do dólar. Foi nesse momento que os prejuízos das empresas provocados pelas apostas especulativas vieram à tona.

Destaca-se o fato de muitas empresas serem exportadoras, ou seja, aquelas que mais sofrem o impacto de uma apreciação da taxa de câmbio de suas moedas nacionais. De um ponto de vista microeconômico, fazia sentido essas empresas buscarem coberturas de riscos contra a apreciação. Todavia, os montantes elevados de suas operações, muito superiores aos volumes de suas exportações, caracterizaram sua postura especulativa e tiveram, no segundo semestre de 2008, efeitos macroeconômicos, entre outros porque contribuíram para acentuar a depreciação da taxa de câmbio. Um relatório do banco HSBC sobre a América Latina aponta para a extensão e profundidade desse impacto:

Apenas quando o setor corporativo no México, Brasil e alguns outros países latino-americanos forçou um enfraquecimento maior das moedas, como resultado dos derivativos cambiais altamente alavancados em outubro, foi que notamos quão verdadeiramente global a crise seria, com uma profundidade e alcance muito superior às estimativas prévias.

(...) O relatório do FMI (2008), embora enfatize o uso de derivativos financeiros como hedge para o risco cambial, também destaca sua utilização especulativa, geralmente ‘fora do balanço’, referindo-se às perdas incorridas por empresas brasileiras e mexicanas em decorrência da depreciação das moedas domésticas. (Grifos acrescentados).

No caso das brasileiras, é importante assinalar que parte desses contratos foi firmada no mercado de balcão offshore, de modo que não é possível avaliar seu tamanho e extensão. (Grifos acrescentados).

A tabela 2 mostra as perdas com derivativos, até 14 de outubro de 2008, ligadas à alta do dólar de algumas das principais empresas de economias emergentes. Muitas são brasileiras ou mexicanas. Há também provenientes da China e de Hong Kong. Diversos prejuízos

ultrapassaram US\$ 1 bilhão. Pode-se notar que os ramos de atuação das firmas listadas são diversos, indicando que a utilização dos instrumentos de derivativos para além da cobertura de riscos de empresas exportadoras foi generalizada, isto é, caracterizou o comportamento de corporações de distintos setores. Do Brasil, destacam-se: Aracruz, Grupo Votorantim, Sadia e Vicunha Têxtil (que não aparece na Tabela), além de algumas empresas de médio porte, de capital fechado, e a TAM.

Tabela 2 – Prejuízos de empresas com derivativos ligados à alta do dólar

Empresa	País	Setor	Perdas (milhões de dólares)
Citic Pacific	Hong Kong	Infraestrutura	-2.400
Controladora Comercial Mexicana	México	Varejo	-2.200
Aracruz	Brasil	Celulose	-2.130
Grupo Votorantim	Brasil	Diversificado	-1.040
Cemex	México	Cimento	-711
Gruma	México	Alimentos de milho	-684
China Cosco Holdings Co.	China	Construção naval	-577
Air China Ltd.	China	Companhia aérea	-450*
Sadia	Brasil	Alimentos processados	-360
Alfa	México	Diversificado	-273
Vitro	México	Vidro	-227

Fonte: Elaboração própria a partir de Regalado & Lyons (2008), Caminada & Price (2008), Mavin (2008), Randewich (2008) e Diaz (2009).

* Perdas relacionadas a contratos de *hedge* de combustível.

Nota: Nem todas as perdas estão contabilizadas. Evidentemente, muitas empresas não estão listadas e algumas posições de derivativos encontram-se em aberto.

119. Quanto ao comportamento da bolsa de ações brasileira, o índice Bovespa teve forte queda com a desvalorização das commodities e dos efeitos da crise financeira nos países desenvolvidos, num primeiro momento. Posteriormente, com a falência do Lehman Brothers e com a incerteza trazida pelas operações especulativas de câmbio, o índice acentua sua queda. Entre 25 de setembro e 27 de outubro, o índice passa dos 51 mil pontos para 29 mil pontos, registrando uma contração de 43% no período.

120. Impende destacar que as ações das empresas exportadoras de proteínas acompanharam o movimento do índice, registrando acelerada desvalorização, conforme se verifica no gráfico abaixo (data base 1/1/2008).

Gráfico 1: Comportamento Das Ações Das Companhias Exportadoras De Proteína Listadas No Bovespa Durante A Crise Financeira Mundial (2008).



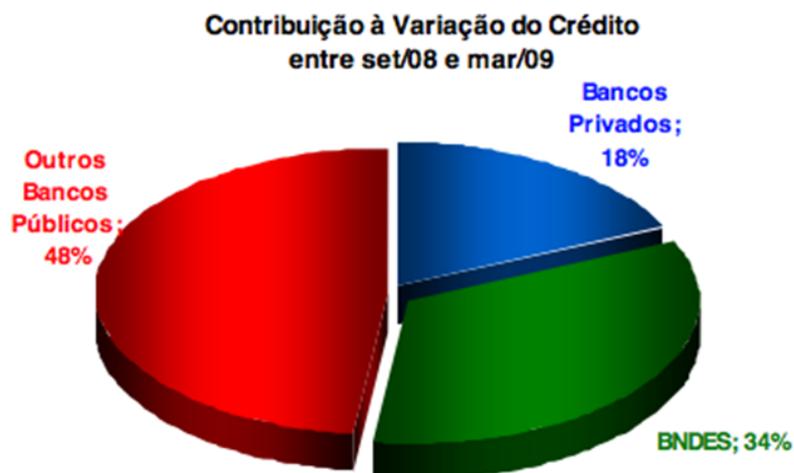
Fonte: elaboração própria a partir do site Exame/Thompson Reuters.

<http://exame.abril.com.br/mercados/cotacoes-bovespa/indices/BVSP/grafico> (acesso em 19/2/2017)

121. Frente à paralisação do crédito, deflagrada pelo aprofundamento da crise financeira mundial, o BNDES, desde setembro de 2008, 'adotou medidas anti-crise com os seguintes objetivos' (peça 63, p. 11):

- Ampliar a oferta de Capital de Giro (produção, exportação, empréstimo ponte);
- Fortalecer as Micro, Pequenas e Médias Empresas: cartão BNDES e Refinanciamento;
- Manutenção da capacidade de investimentos dos Estados da Federação;
- Ampliar o nível de participação do BNDES no investimento;
- Aumentar o apoio por intermédio da Renda Variável.

122. Segundo o BNDES, os bancos públicos sustentaram o crédito bancário durante e após a crise financeira internacional. A figura abaixo ilustra o papel dos bancos públicos na variação do crédito entre set/08 e mar/09 (peça 63, p. 10):



3.2. Negligência na análise da exposição cambial da Independência S.A

3.2.1. Situação Encontrada

123. Segundo consta do relatório de análise, a ISA adotava ‘como política ficar vendida em dólar em até 50% do seu fluxo mensal de exportação de até 12 meses’. Com relação à posição em aberto de derivativos, fora informado que a empresa estava vendida em dólar ‘a uma taxa média de R\$/US\$ 1,79 para o fluxo de cerca de 30% de suas exportações mensais (cerca de US\$ 23 milhões mensais)’ (peça 50, p.47)

124. Com vistas a mensurar os efeitos da exposição ao dólar, o grupo de análise do BNDESPAR apresentou simulação do resultado decorrente de diversos cenários de variação cambial, conforme reproduzido na tabela abaixo (peça 50, p. 47):

(...)

125. Quanto ao resultado líquido positivo, foi esclarecido que ‘apesar da atual desvalorização representar um possível ajuste negativo, as exportações da empresa no mesmo cenário seriam beneficiadas em cerca de R\$ 16 milhões por mês (‘hedge natural para endividamento em dólar’)’.

126. Em direção contrária à sensibilidade realizada pelo BNDESPAR, a ISA registrou, no bojo das demonstrações anuais de 2008, um resultado negativo líquido com derivativos da ordem de R\$ 270 milhões (peça 42, p.27) Os resultados estão destacados na tabela abaixo:

RESULTADO DE DERIVATIVOS - 4Q08			
OPERAÇÃO	AJUSTE (R\$ mil)		
	NEGATIVO	POSITIVO	LÍQUIDO
Captação com derivativos - resultado efetivo do trimestre	(66.474)	920	(65.554)
Captação com derivativos - resultado apurado pelo valor justo	-	5.586	5.586
Hedge para exportações	(27.081)	-	(27.081)
Hedge taxa de juros - resultado efetivo do trimestre	(26.304)	-	(26.304)
Derivativo sobre bond - resultado efetivo do trimestre	(24.553)	2.565	(21.988)
Derivativo sobre bond - resultado apurado pelo valor justo	(124.887)	-	(124.887)
Trava de preço de boi	(1.400)	3.099	1.699
TOTAL	(270.699)	12.170	(258.529)

Fonte: Demonstrações contábeis da Independência S.A. - exercício findo em 31/12/2008 (peça 42, p. 27)

3.2.2. Análise

127. Inicialmente, é importante ressaltar que o risco de solvência das companhias exportadoras, em função da exposição com derivativos, era notório. Desde a divulgação de perdas pela Sadia e Aracruz, ao final de setembro, a imprensa especializada vinha dando cobertura extensiva ao tema.

128. Como exemplo cita-se o artigo intitulado ‘Alavancagem de empresas puxa dólar a R\$ 2,311’, veiculado no jornal ‘Valor Econômico’ no dia 8/10/2008, de autoria de Lucchesi e Cristiana Perini, cujos trechos são reproduzidos abaixo (peça 64):

As operações de alto risco no mercado de derivativos realizadas por empresas acabam por contribuir para enxugar ainda mais a liquidez no mercado interno, sangrando o caixa não apenas de companhias, mas também de bancos que atuaram como contraparte nos contratos e que têm de pagar ajuste diário na BMFBovespa toda a vez que o dólar sobe. Ontem, o dólar foi a R\$ 2,3110, uma alta de 5,14%, acumulando uma puxada de 48% desde seu nível mínimo, no dia 1º de agosto.

O Valor teve acesso a ofertas feitas pelos bancos a empresas exportadoras para a realização de um hedge (proteção) contra a queda no dólar ‘ultra turbinado’, à semelhança da transação feita pela Aracruz e que levou a perdas potenciais de R\$ 1,95 bilhão. (Grifos acrescentados).

129. Notícia veiculada pela Folha de São Paulo, em 24/10/2008, intitulada ‘o BNDES avalia ajudar empresas que perderam com derivativos cambiais’, informava (peça 65):

O presidente do BNDES (Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social), Luciano Coutinho, afirmou nesta sexta-feira, em palestra no Rio, que a instituição pretende ajudar as empresas exportadoras que tiveram perdas com derivativos cambiais. Sem dar muitos detalhes, explicou que o processo está em discussão e será feito em conjunto com outros bancos.

‘É uma parte de empresas exportadoras, que tinham gestão financeira mais sofisticada que entraram nesse tipo de derivativo. É um conjunto limitado e é um processo que está em curso. A grande maioria está renegociando com a própria rede bancária condições para solucionar isso’, afirmou.

O executivo destacou que o BNDES vai avaliar o caso. Ele acrescentou que o setor bancário privado está disposto a refinanciar as perdas dessas empresas e ‘diluir isso na frente’. O BNDES, segundo ele, atuaria de forma complementar.

‘Uma vez que isso seja solucionado vai desaparecer um elemento de incerteza que tem travado um pouco o processo de concessão de crédito dentro do sistema bancário. E nós estamos trabalhando intensamente para acelerar a solução desses casos. E conseguiremos fazer isso de maneira muito bem sucedida’, complementou.

Por enquanto, Sadia, Aracruz e Votorantim anunciaram perdas na casa dos R\$ 5 bilhões com as chamadas operações de ‘hedge’ (proteção cambial). O governo, porém, já estimou em torno de 200 empresas que podem estar expostas a este tipo de ativo.

130. Três dias após as declarações do então presidente do BNDES, em 27/10/2008, o ministro da fazenda, Sr. Guido Mantega, declarou que o governo não iria socorrer empresas que especularam com derivativos de câmbio. Segue, abaixo, trecho da suposta declaração, veiculada no Jornal do Brasil (peça 66):

O ministro da Fazenda, Guido Mantega, admitiu nesta segunda-feira que a economia mundial caminha para uma recessão, mas ressaltou que o governo brasileiro está tomando medidas para conter o impacto no país. Ele também afirmou que o prejuízo de empresas com derivativos de câmbio, estimadas em US\$ 20 bilhões, é ‘perfeitamente absorvível’ pela economia brasileira.

Mantega ressaltou que o governo ‘não vai salvar nenhuma empresa’ de perdas com operações no mercado financeiro, mas ponderou que vai garantir crédito a essas companhias.

As empresas que ousaram no mercado futuro (de câmbio) têm que pagar o preço de sua ousadia e não será o governo que vai cobrir isso. Agora, o governo tem a obrigação de dar crédito e liquidez a valores de mercado disse Mantega a jornalistas após reunião com o presidente Luiz Inácio Lula da Silva e com o presidente do Banco Central, Henrique Meirelles, em São Paulo.

Na sexta-feira, o presidente do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) Luciano Coutinho, disse que o banco de fomento iria ajudar empresas que tiveram problemas com derivativos cambiais.

O ministro citou as três empresas que, segundo ele, tiveram os maiores prejuízos com as operações de derivativos Aracruz, Votorantim e Sadia e relatou que a Aracruz deve equacionar o problema nos próximos dias.

131. Com base nos textos jornalísticos, podemos afirmar que o corpo diretivo do BNDES estava ciente do risco conjuntural relacionado às empresas exportadoras alavancadas em dólar. Ademais, conforme estudo, mencionado no item 121, o BNDES estava ciente da crise de liquidez. Dessa forma, infere-se que, como agente qualificado, o banco estaria ciente de suas causas, em particular, do agravamento da crise em função da incerteza da exposição a variação cambial das companhias exportadoras.

132. Ocorre que o relatório de análise, datado de 4/11/2008, realiza cálculo de sensibilidade em relação aos impactos da variação cambial que projeta ganho financeiro (item 125). A perda máxima projetada pelo Banco, dada uma taxa de câmbio de R\$/US\$ 2,20, era de R\$ 9,4 milhões mensais (R\$ 28,3 milhões no trimestre). Tal perda contrasta com o resultado apresentado nas demonstrações de final de ano, que registraram despesas da ordem de R\$ 270 milhões a uma taxa média de câmbio de R\$/US\$ 2,28 no trimestre. No passivo circulante, a conta 'derivativos a realizar' apresentava saldo de R\$ 190 milhões (peça 42).

133. Outrossim, verificaram-se substanciais posições de derivativos em aberto, cujos cenários projetavam perdas que variavam de 153 milhões a 522 milhões, a depender da variação do câmbio (R\$/US\$ 2,20 a 3,50) (peça 42, p. 29).

134. Diante da magnitude da diferença verificada, quando se compara o resultado de perdas projetadas pela equipe de análise do BNDESPAR com o das perdas cambiais informadas no quarto quadrimestre de 2008, a equipe do TCU buscou esclarecimentos junto ao BNDESPAR. Em resposta, o banco apresentou duas tabelas, ambas constantes das demonstrações financeiras do terceiro trimestre de 2008, que informam a posição de derivativos em aberto da Independência S.A. em 30 de setembro de 2008 (peça 57, p. 4-5).

135. Com base nas tabelas apresentadas, o banco esclareceu que os resultados de sua sensibilidade estão em linha com projeções informadas nas demonstrações contábeis do terceiro trimestre de 2008. Nessa sentido, inferiu o seguinte (peça 57, p. 5):

Entretanto, as demonstrações financeiras de 31/12/2008, emitidas posteriormente à entrada da BNDESPAR no capital social da Companhia, revelavam que ou as demonstrações financeiras anteriores declaravam de forma incorreta sua posição em derivativos ou o Grupo Independência se expôs a outros derivativos, além da contratação de operações de venda futura de dólares, relacionadas às exportações de carnes, sem dar ciência ao mercado e à BNDESPAR, seja por meio de seus demonstrativos ou fatos relevantes, ainda que emitidos no bojo da crise internacional.

136. Ao examinar as tabelas apresentadas pelo BNDESPAR, verifica-se que a sensibilidade realizada pelo grupo de análise do BNDESPAR se baseou em uma delas, intitulada 'Quadro Demonstrativo de Análise de Sensibilidade do Independência – Efeito Caixa', constante das demonstrações contábeis do terceiro trimestre de 2008 (peça 47, p. 18). Ocorre que a referida tabela é apresentada nas demonstrações com a seguinte indicação: '(NÃO AUDITADO)'. Tal ressalva foi cortada da tabela acostada nos esclarecimentos do BNDESPAR.

137. Em relação à possível exposição por parte do Grupo Independência a derivativos em período posterior ao aporte, tal afirmação não se sustenta quando da análise dos contratos apresentados no bojo do processo arbitral (peças 68-71), pois estes apresentam posições especulativas em aberto desde julho de 2008. Ademais, constam das demonstrações financeiras anuais (2008) projeções de contratos a termo com posição vendida de R\$\$/US\$ 1,90, cujas avenças foram assinadas em julho de 2008 (peça 67, p.1-4)

138. Em suma, a equipe de análise baseou os cálculos de perda com derivativos em informações não auditadas, fato que demonstra negligência por parte dos técnicos e do corpo diretivo do BNDESPAR, haja vista a notória incerteza acerca da exposição cambial das empresas exportadoras alavancadas em dólar.

138.1 Tendo em vista a conjuntura econômica da época e o forte impacto da crise financeira sobre os derivativos, o gestor diligente teria investigado com maior profundidade a exposição da empresa à variação do câmbio, em particular suas posições com derivativos.

139. Vale lembrar que a Independência S.A., conforme consta dos demonstrativos do terceiro trimestre de 2008, tinha antecipado as exportações em contratos de ACC e Pré-exportação no valor total de US\$ 186 milhões (peça 47, p. 15). Considerando o contrato com o banco JP Morgan, as obrigações de curto prazo em dólar chegavam a US\$ 286 milhões, sem a devida análise dos impactos de exposição cambial. Em outras palavras, em caso de especulação com derivativos, a companhia teria que ir a mercado comprar dólar, resultando em prejuízos efetivos.

140. Outro ponto que reforça a negligência da análise realizada pelo BNDESPAR refere-se à omissão em verificar os motivos que levaram a perdas financeiras substanciais, no terceiro trimestre de 2008, registrados sob a rubrica 'variação cambial' (item 95). O volume das perdas financeiras registradas no período eram forte indicativo de que a companhia poderia estar operando com derivativos especulativos.

141. Por fim, impende transcrever trecho das razões de decidir da Câmara Arbitral, cuja sentença foi desfavorável ao BNDESPAR (peça 45, p. 24-26):

Em resumo, as informações apresentadas pelos Requeridos permitem apontar a seguinte seqüência de fatos que antecederam ao pedido de recuperação judicial:

(i) Recuperação judicial: fatores de risco de ordem sistêmica afetaram a economia mundial e doméstica, em particular, o seguimento industrial em que operava a Companhia, a saber: produção e venda de carne bovina in-natura;

(ii) tais fatores eram de conhecimento difundido no universo daqueles que acompanhavam tais atividades, o que pode ser observado nos relatórios da KPMG e Moody's;

(iii) a situação econômico-financeira no período que antecedeu ao pedido de recuperação judicial era grave, particularmente tendo em vista: (a) os contratos de derivativos firmados e seus resultados; e (b) a deterioração da situação financeira da Companhia, que ocorreu essencialmente entre setembro e dezembro de 2008.

Com base nas provas produzidas, conclui o Tribunal Arbitral que havia elementos comprobatórios suficientes de que a companhia encontrava-se em situação financeira delicada e que a recuperação judicial parecia ser inevitável.

É de se supor que a Requerente, em razão da natureza da atividade que exerce e com corpo técnico especializado, tinha condições de avaliar a situação então presente à luz dos fatos acima relatados; portanto, não houve sonegação de informações por parte dos Requeridos que pudesse ser classificada como violadora de obrigação contratual assumida.

As atividades empresariais envolvem riscos inerentes aos negócios assumidos. Na condição de agente econômico qualificado, a Requerente teve condições de avaliar os riscos

assumidos na operação efetuada com os Requeridos e é responsável pela escolha adotada. (Grifos acrescentados)

142. Quanto aos riscos do negócio, a Câmara Arbitral complementa apresentando jurisprudência do STJ (peça 45, p. 26 – nota de rodapé):

A jurisprudência do STJ quanto aos riscos do negócio, pontifica: (...) 3. No investimento em fundos derivativos, principalmente os vinculados ao dólar-americano, é ínsito o alto grau de risco, tanto para grandes ganhos, como para perdas consideráveis. Aqueles que se encorajam a investir em fundos arrojados, estão cientes dos riscos do negócio(...)

143. Pelo exposto, fica evidenciada a negligência dos técnicos do BNDESPAR ao avaliar a exposição cambial da Independência S.A com base em informações não auditadas, em meio à notória incerteza acerca de empresas exportadoras que vinham operando com derivativos. Conforme verificado, os diretores do BNDESPAR estavam cientes do aprofundamento da crise em função dos problemas de exposição das empresas exportadoras, porém aprovaram a operação de apoio ao Independência S.A., empresa altamente alavancada em dólar, sem a devida análise sobre sua exposição à variação da moeda.

3.3. Omissão em não realizar a análise de solvência de curto prazo da Independência S/A.

3.3.1. Situação Encontrada

144. Os riscos de solvência de curto prazo da Independência S.A não foram mensurados, bem como não foram feitos cálculos de sensibilidade com vistas a simular cenários adversos possíveis.

3.3.2. Análise

145. Conforme informado no relatório anexo à Informação Padronizada - IP AMC/DEINV 13/2008 (peça 53, p. 5), a relação dívida líquida/EBITDA, em caso da manutenção da geração de caixa do terceiro trimestre, só retornaria a patamar abaixo do exigido pelos covenants em três trimestres. Dessa forma, o risco de insolvência no curtíssimo prazo toma relevo, ante a impossibilidade do aumento de endividamento. Nesse contexto, uma análise aprofundada da solvência de curto prazo deveria ter sido realizada, de forma a identificar e mensurar os riscos a ser subscritos pelo BNDESPAR. Em sentido contrário, não foram feitas análises mais aprofundadas.

146. Primeiramente, vale lembrar que o aporte do BNDESPAR daria certa folga financeira à Companhia por apenas um trimestre, dado que a dívida de R\$ 255 milhões junto ao JP Morgan passou a vencer em 90 dias, em função do aditamento contratual. Isto posto, considerando os dados relativos ao terceiro trimestre de 2008 (peça 58), estimam-se os custos e despesas operacionais trimestrais em R\$ 545 milhões (despesas com SG&A e custo de produtos), sem considerar as despesas financeiras. Portanto, o caixa da Companhia no valor de R\$ 478 milhões, líquido da dívida junto ao JP Morgan, poderia ser insuficiente para saldar a dívida e para suprir as despesas operacionais, os custos e outras obrigações a vencer. Dessa forma, a manutenção de caixa em patamar elevado, nos próximos trimestres, era indispensável para manutenção das linhas de giro da Companhia e para o pagamento ao JP Morgan.

147. Soma-se a este cenário, a incerteza quanto à capacidade de gerar fluxos de caixa positivos durante a crise (itens 94-97). Com o aprofundamento da crise, o câmbio passa de R\$/US\$ 1,91 para R\$/US\$ 2,30, desvalorização semelhante à verificada no decorrer do terceiro trimestre de 2008 (em torno de 20%). Dessa forma, os impactos de caixa com 'despesas com variação cambial' poderiam resultar em novo trimestre com um fluxo operacional de caixa negativo. Sem a capacidade de endividamento, a Companhia teria que financiar o prejuízo com seu caixa. Considerando a necessidade de manutenção de caixa de forma a manter as linhas de giro da companhia, os impactos sobre o caixa da companhia poderiam inviabilizar o financiamento do próximo ciclo operacional da empresa.

148. Os impactos da variação cambial, entre novembro de 2008 e fevereiro de 2009, são detalhados em trecho da sentença arbitral (peça 45, p. 23):

Com base na análise das demonstrações e fluxo de caixa, observa-se que as despesas financeiras no período de setembro de 2008 a fevereiro de 2009 foram responsáveis pela deterioração da geração líquida de caixa, apesar da melhora na geração operacional de caixa de R\$ 286,4 milhões. Partindo-se deste valor e ajustando para o resultado financeiro líquido negativo de R\$ 753 milhões e de outras receitas e despesas operacionais, resultado de tributos, investimentos e outras variações ativas e passivas, chega-se à geração líquida negativa de caixa de R\$ 870,3 milhões em novembro de 2008. Esse déficit foi financiado com: (a) R\$ 416,4 milhões de dívida bancária de curto-prazo; (b) R\$ 795,8 milhões de dívida bancária de longo prazo; e (c) aporte de 250 milhões de capital pela Requerente. (Grifos acrescentados)

149. A análise referente ao mês de aporte do BNDESPAR deixa clara que a situação financeira da companhia era grave, tendo o apoio financeiro suportado os efeitos da geração líquida negativa do período. Conforme verificado, os dados relativos ao terceiro trimestre de 2008 já reportavam substancial deterioração da geração de caixa líquido; ou seja, os riscos eram previsíveis, porém não foram mensurados. Outrossim, conforme observado (item 108), os números relativos ao terceiro trimestre de 2008 revelaram uma variação no perfil da dívida em direção ao curto prazo e um aumento substancial do endividamento total.

150. Dessa forma, no curto prazo, era razoável esperar uma deterioração no caixa da companhia decorrente dos seguintes fatores: o vencimento de outras dívidas de curto prazo, o possível aumento dos gastos com o serviço da dívida (itens 86-87 e 109) e a dificuldade de geração líquida de caixa que a companhia vinha apresentando. Em que pese a ISA não ter acesso a crédito (restrição por covenant) e apresentar expectativa de deterioração de caixa, não foi realizada uma análise com vistas a verificar a solvência de curto prazo da Companhia.

151. Outros indicadores, com base nos resultados do terceiro trimestre de 2008, revelam um aumento da pressão financeira no curto prazo. Como exemplo, cita-se a rubrica 'devoluções de vendas' que, quando comparada com o segundo trimestre, revela um aumento de 506%. A relação disponibilidades/duplicatas a receber que era de 3,5 pontos no segundo semestre passa a 2,5 no terceiro trimestre, indicando um possível aumento no prazo de recebimento ou mesmo diminuição de dinheiro em caixa disponível. O aumento dos referidos índices é um indicativo do aumento da necessidade de investimento em giro sazonal devido à crise financeira internacional. Ademais, de acordo com o próprio administrador do frigorífico:

Em função da grave crise financeira internacional, que vem se agravando a cada semana, a manutenção da liquidez (recursos em caixa) vem se mostrando fator cada vez mais importante, tanto para manutenção de linhas de capital de giro da Companhia quanto com fornecedores de matéria-prima (gado), que neste momento de crise vêm exigindo, eventualmente, pagamentos à vista de forma a testar a solidez de seu cliente (frigorífico).

152. Dessa forma, com o agravamento da crise, é razoável inferir que as pressões de giro de curto prazo aumentariam, demandando recursos adicionais de caixa. Destaca-se que o risco de redução das margens era real, conforme se depreende de trecho do relatório de análise (peça 50, p. 37):

(...)

O gráfico a seguir demonstra que, até o momento, o preço da carne tem acompanhado o aumento do preço do boi. No entanto, com o cenário de desaquecimento das principais economias do mundo, ainda é incerto a manutenção das margens no curto prazo. Algumas empresas acompanhadas, como Marfrig e Bertin e Independência apresentavam alguma redução na margem dos bovinos, mas não significativo. O JBS, por outro lado, apresentou substancial redução de margem no mercado brasileiro, se descolando de seus pares. Ao passo que os concorrentes têm atuado no sentido de reduzir abate e manter margens, o JBS vem buscando

ocupar espaço no mercado para ganhar e se beneficiar quando o ciclo do boi se reverter. (Grifos acrescentados).

153. Conforme indica o trecho acima, com o aprofundamento da crise, o ambiente concorrencial poderia onerar o custo de giro da companhia, em função da necessidade de aumento das rubricas: volume das vendas a prazo, devoluções, pagamentos à vista dos fornecedores e descontos concedidos. Todos estes impactos sobre o custo do ciclo financeiro da Companhia faziam parte de um cenário possível, porém não foram efetuados pelo BNDESPAR cálculos de sensibilidade com vistas a mensurar os cenários potencialmente adversos decorrentes do aprofundamento da crise financeira mundial.

154. Com base nos argumentos do parágrafo anterior, a equipe do TCU solicitou esclarecimentos ao BNDESPAR (peça 31) quanto ‘as razões pelas quais não foram avaliados/reavaliados os impactos da variação cambial na exposição de curto prazo da Independência S.A. (dívida, derivativos, capacidade de pagamento das obrigações de curto prazo, etc.)’.

155. Em resposta, o BNDESPAR informou (peça 57, p. 9):

A Companhia encerrou o terceiro trimestre do ano de 2008 com um expressivo resultado operacional. A receita bruta atingiu R\$ 703 milhões, um crescimento de 64% quando comparado com o trimestre anterior. Este resultado foi impulsionado, principalmente, pelo aumento no volume de abates (aumento de 31% ao trimestre anterior). Além do crescimento de vendas, a Companhia também apresentou margem EBITDA no trimestre em linha com seu histórico (17,3% contra 15,5% no mesmo trimestre do ano anterior e de 14,7% do segundo trimestre de 2008).

O endividamento bruto da Companhia aumentou cerca de R\$ 1.568 milhões em junho de 2008 para R\$ 2.059 milhões em setembro, um aumento de cerca de 492,6 milhões. Considerando a PTAX de fechamento de junho de 2008 e setembro de 2008 de R\$ 1,59 e R\$ 1,91, respectivamente, cerca de R\$ 268,7 milhões são atribuídos à variação cambial. Cabe ressaltar, no entanto, que o endividamento em dólar da Companhia seria saudável, pois era de natureza substancialmente de longo prazo e lastreado no fluxo de exportações.

156. Conforme se depreende do texto, o BNDESPAR não buscou esclarecer as razões pelas quais não foi realizada a avaliação dos impactos da variação cambial na exposição de curto prazo da Independência S.A. Note-se que a capacidade de geração operacional de caixa é defendida pelo crescimento do EBITDA, muito embora a companhia já apresentasse dificuldades de geração operacional líquida de caixa no terceiro trimestre de 2008.

157. Impende ressaltar que a taxa média do câmbio, em outubro de 2008, fora de US\$/R\$ 2,17, superior ao câmbio utilizado para efetuar as análises no relatório técnico (US\$/R\$ 1,91). Portanto, muito embora o dólar continuasse sua trajetória de apreciação, o grupo de análise do BNDESPAR utilizou câmbio defasado. Dessa forma, os técnicos do BNDESPAR foram negligentes ao não produzir cenários de sensibilidade com vistas a alertar sobre os efeitos, na situação econômico-financeira da companhia, da contínua desvalorização do real frente ao dólar.

158. Conforme observado, embora a situação de fragilidade financeira apresentada pela Independência S/A exigisse uma robusta análise de solvência da companhia, as avaliações dos riscos de curto prazo do BNDESPAR foram superficiais.

3.4. Outros riscos de exposição de curto prazo não mensurados pelo BNDESPAR.

3.4.1 Situação Encontrada

159. Em 21/11/2007, foi firmado um acordo de financiamento à exportação (Pré-Export Finance Agreement) entre o Citibank N.A. e a Independência S.A., no valor de US\$ 100.000.000,00 (peça 72).

160. Como forma de mitigar os riscos da operação, o desenho contratual previa a vinculação das receitas decorrentes de contratos de exportação a uma conta de propriedade do Citibank (Collection Account) (peça 72, p. 16).

161. Em visita ao site do Citibank (www.citibank.com), é informado, em linhas gerais, o funcionamento e a estrutura contratual desta modalidade de financiamento. O acordo é estabelecido da seguinte forma (peça 73):

1. O exportador assina contrato comercial com um importador pré-aprovado pelo Citibank.

2. (a) O exportador e o Citibank dão entrada nos documentos do crédito à exportação.

(b) O exportador transfere os direitos sobre as receitas do contrato de exportação.

(c) O exportador dá ciência e consentimento do ajuste ao importador.

(d) O importador assina documento de ciência onde se compromete a efetuar o pagamento da importação em uma conta off-shore, controlada pelo Citibank, denominada 'Collection Account'.

3. O Citibank efetua os desembolsos nos termos do contrato de financiamento à exportação (Pré-Export Finance Agreement).

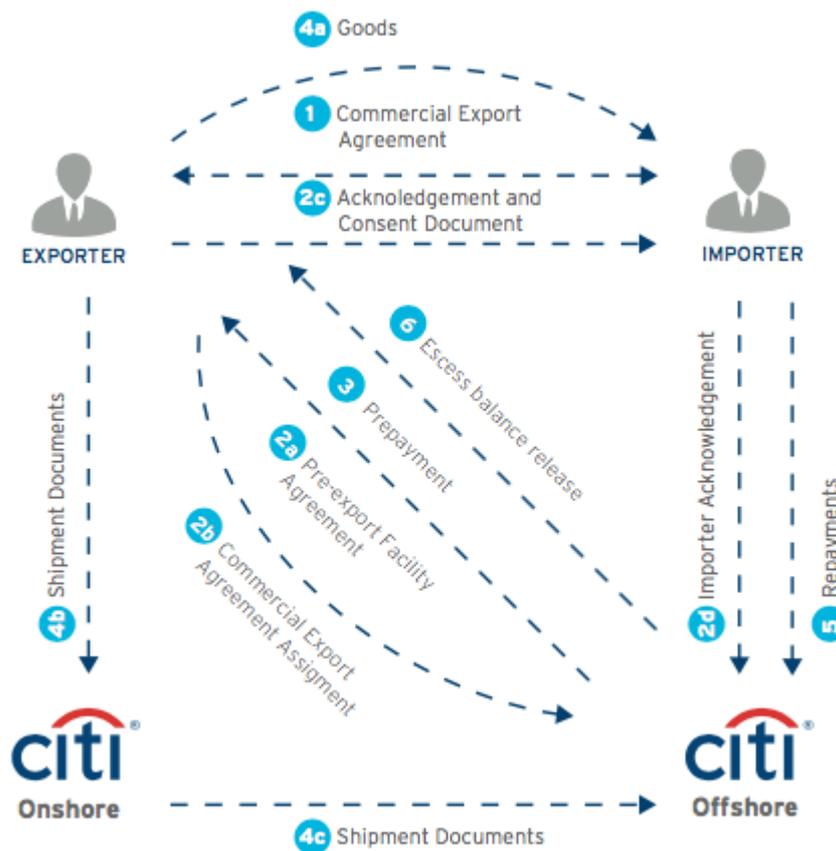
4. (a) O exportador envia as mercadorias para o importador nos termos do contrato de exportação.

(b) O exportador entrega cópia do conhecimento de embarque ao Citibank.

5. O importador paga pelos produtos, em período depois de cada embarque, diretamente a conta offshore sobre o controle do Citibank.

6. O saldo líquido da Collection Account, após retido o pagamento do principal e dos juros, são remetidos ao exportador.

162. Dessa forma, o risco de não pagamento é mitigado, pois as receitas da exportação são recolhidas para uma conta de domínio do Citibank (Collection Account), com vistas a garantir o pagamento do montante principal e dos juros, referentes ao cronograma de pagamento acordado. A figura abaixo ilustra o formato geral dos contratos de financiamento à exportação.



Fonte: http://www.citibank.com/transactionservices/home/docs/directory/fpf2012/product_info/trade_finance/citi_preexport_finance.pdf (acesso em 28/02/2017)

163. O contrato de financiamento à exportação celebrado entre a Independência S.A. e o Citibank seguia, em sua essência, a estrutura padrão apresentada na figura, com cláusulas que definem a ‘Collection Account’ e com mecanismo de proteção de risco, instituído por meio da retenção do produto da exportação. Quanto às especificidades do contrato, eram previstas normas restritivas e outros remédios com vistas a reduzir o risco de inadimplência, dentre os quais destaca-se a exigência de cumprimento de ‘covenants’.

164. As ‘covenants’ financeiras estão previstas na Secção 7.11 do instrumento contratual (peça 72, p. 27) e exigem que no final de cada quadrimestre e ano fiscal a relação dívida líquida/EBITDA (nos últimos 12 meses) deve estar, a qualquer tempo, inferior a:

- (i) 4,25x no período entre 1/7/2007 e 31/12/2007;
- (ii) 4,00x no período entre 1/1/2008 e 1/12/2008;
- (iii) 3,75x no período entre 1/1/2009 e 31/12/2009;
- (iv) 3,50x após 31/12/2009.

165. Destaca-se que a não performance das ‘covenants’ financeiras deve ser notificada ao Citibank. Após a notificação, a companhia teria quinze dias úteis para efetuar gestões no sentido de buscar atingir o índice pactuado, ou conseguir consentimento do Citibank para o descumprimento (waiver). Em caso de negativa do banco e da continuidade do descumprimento, ocorre um evento de inadimplência (Event of Default) (peça 72, p. 30).

166. De acordo com o artigo IX do instrumento contratual (peça 72, p. 32), na ocorrência e durante a continuidade de um evento de inadimplência (Event of Default), o credor pode, após

dar ciência ao devedor, declarar o vencimento antecipado das dívidas pendentes de pagamento (principal mais juros).

167. No Anexo contratual denominado 'Form of Note' (características do título) é reforçado que 'os títulos são sujeitos a aceleração do total da dívida na ocorrência de um ou mais eventos de inadimplência' (peça 72, p. 47).

168. Outro efeito adverso do não cumprimento das 'covenants' refere-se à possibilidade de retenção pelo credor de todo os valores acumulados no 'Collection Account', com vistas a promover o pagamento das obrigações inadimplidas (peça 72, p. 12-13).

169. O calendário dos vencimentos do principal da dívida está detalhado no quadro abaixo:

Data de vencimento	Valor em (US\$)
26/11/2008	11.111.111,11
26/2/2009	11.111.111,11
26/5/2009	11.111.111,11
26/8/2009	11.111.111,11
27/11/2009	11.111.111,11
26/2/2010	11.111.111,11
26/5/2010	11.111.111,11
26/8/2010	11.111.111,11
26/11/2010	11.111.111,12

170. Impende ressaltar que, no anexo da Decisão Conjunta das Diretorias AMC/DEINV 056/2008, constam novas modificações no contrato (Loan Agreement) celebrado entre o banco JP Morgan e a Independência Participações S.A., que viriam a ser incorporadas por termo aditivo, dentre as quais destaca-se:

(v) Contrato de pré-financiamento para exportação: dentre as obrigações da ISA, a de adimplemento dos itens 7.08, 7.11, 8.02, 8.04 e 8.06 do Contrato de pré-financiamento para exportação celebrado entre a ISA e o Citibank, N.A., em 21 de novembro de 2007.

3.4.2 Análise

171. Conforme exposto no relatório complementar de análise, as projeções dos índices financeiros relacionados às covenants assumidas pela Companhia, na data da análise, eram as seguintes: 'caso fossem utilizadas as cotações que estão sendo praticadas nesta semana (R\$/US\$ 2,30), a relação dívida líquida/EBITDA se elevaria para 6,0x antes do aporte do BNDESPAR, 5,22x depois do primeiro aporte e 4,59x depois do segundo aporte' (peça 53, p. 5).

172. Considerando o câmbio no patamar de R\$/US\$ 2,30 e a geração operacional de caixa verificada no terceiro trimestre de 2008 (sem considerar os impactos das despesas financeiras), demorariam mais três semestres para que o índice dívida líquida/EBITDA atendesse o patamar exigido na covenant contratual com o Citibank (3,75x no ano de 2009). Assim, constata-se que o índice alcançaria 3,93x ao final de primeiro trimestre de 2009, caso a geração operacional e o câmbio se mantivessem nos mesmos patamares e considerando dois aportes do BNDESPAR. Em outras palavras, no curto prazo, a Companhia corria risco de não atingir a covenant financeira estabelecida no contrato com o Citibank. Impende ressaltar que, no terceiro trimestre de 2008, o limite estabelecido (4,0x) não tinha sido alcançado (peça 58, p. 16), portanto, já a partir do quarto trimestre de 2008, estaria configurada a continuidade do descumprimento da covenant.

173. Tal descumprimento e sua continuidade, por força contratual, poderia levar ao default e, conseqüentemente, ao vencimento antecipado de toda dívida por vencer, mais os encargos. O não pagamento do total da dívida, mais encargos, poderia gerar inadimplências cruzadas (cross default) de outros contratos de dívida do frigorífico (captação por bonds), levando à insolvência da Companhia. Portanto, havia risco de insolvência que não fora mencionado na análise complementar, caso a companhia não fosse capaz de pagar o montante total decorrente da aceleração da dívida. Registre-se que a ciência do risco de aceleração da dívida, pelo grupo de análise, fica comprovada pelo estabelecimento de nova exigência pelo JP Morgan, constante do aditivo contratual, consignada no anexo da Decisão Conjunta das Diretorias AMC/DEINV 056/2008, que obriga a Independência a adimplir as covenants financeiras (item 170).

174. Observa-se que, caso a dívida com o Citibank fosse antecipada, o montante de vencimentos poderia chegar a US\$ 89 milhões (considerando o pagamento da parcela de novembro – item 169), ou R\$ 204 milhões, tendo como referência o câmbio de R\$/US\$ 2,30. Assim, com o vencimento, em 90 dias, da dívida do JP Morgan no total de R\$ 255 milhões, tem-se um impacto potencial de R\$ 459 milhões no curto prazo.

175. Pelo exposto, verifica-se que potenciais riscos derivados do vencimento antecipado da dívida junto ao Citibank não foram avaliados pelos técnicos do BNDESPAR.

3.4.3 Situação encontrada

176. O parecer da auditoria externa relativo às demonstrações do terceiro trimestre de 2008 informou (peça 47, p. 1-4):

Conforme comentado na nota explicativa 3(h) às demonstrações contábeis, a Administração da Companhia não havia concluído seus estudos sobre os impactos do cálculo do ajuste a valor presente nas rubricas de ativos e passivos para atendimento à Lei 11.638/07 de forma a possibilitar o registro contábil de eventuais efeitos ou divulgar uma estimativa dos possíveis efeitos no patrimônio líquido e no resultado do semestre findo em 30 de setembro de 2008, além de estar revisando seus controles internos, visando adequar as contas patrimoniais de ativos e passivos. Não nos foi possível, através da aplicação de procedimentos adicionais de auditoria quantificar os eventuais efeitos destas atividades.

3.4.4 Análise

177. Em que pese a ênfase da auditoria externa, a operação foi aprovada com base nos demonstrativos trimestrais do segundo e terceiro trimestre. Considerando o ambiente de incerteza, a deterioração da situação econômico-financeira da companhia no terceiro trimestre de 2008 e possíveis outros impactos adversos da crise econômica mundial, e, ainda, tendo em vista o alerta da auditoria externa de futuros ajustes, os gestores e técnicos do BNDES deveriam ter condicionado a aprovação do projeto à entrega de demonstrações contábeis auditadas já com os efeitos do ajuste contábil.

178. Vale lembrar que os demonstrativos contábeis do terceiro trimestre foram liberados antes da aprovação da operação em 31 de outubro de 2008 (peça 47, p. 4). O próprio parecer técnico de contabilidade traz esta informação:

Segundo o Balanço Patrimonial datado de 30 de setembro de 2008, informação disponível mais atualizada no momento da análise de investimento realizada pelo BNDESPAR (...)

179. De qualquer forma, caso os relatórios técnicos não tenham se baseado em informações auditadas do terceiro trimestre, verificar-se-ia flagrante negligência, dada a conjuntura de risco da época, cujos impactos já eram perceptíveis ao final do terceiro trimestre (desvalorização do real em 20% e divulgação de perdas com derivativos pela Sadia e Aracruz).

180. Impende ressaltar que os relatórios trimestrais sofrem revisão limitada da auditoria externa, menos aprofundada que a auditoria realizada nos balanços anuais. Tal fato também é informado pelo perito no bojo da instrução arbitral (peça 44, p. 34):

Excelente pergunta, pelo seguinte: o balanço de 31 de dezembro de 2007 não houve nenhum tipo de ressalva. No balanço de 30 de junho de 2008, que sofre uma revisão limitada, mas que é um procedimento simplificado de auditoria, também não há nenhum tipo de ressalva.

181. Pelo exposto, os técnicos e gestores do BNDESPAR foram negligentes ao aprovar a operação de apoio sem exigir a apresentação de demonstrações auditadas já com os impactos dos ajustes decorrentes da Lei 11.638/07 e da revisão dos controles internos.

3.5. Responsabilização

3.5.1. Causas da ocorrência do achado:

- Agravamento da situação econômico-financeira da Independência S/A decorrente da súbita variação cambial;
- Geração própria de caixa insuficiente para cobrir os investimentos relacionados no projeto aprovado pelo enquadramento;
- Verificação da exposição cambial da Independência S/A com base em informações contábeis não auditadas obtidas nos demonstrativos do terceiro trimestre de 2008;
- Avaliação da operação com base em demonstrações financeiras com revisão limitada, sem considerar os efeitos dos ajustes futuros em decorrência da Lei 11.638/07 e da revisão dos controles internos;
- Avaliação superficial da exposição de curto prazo da companhia.

3.5.2. Efeitos/Consequências do achado:

- Aprovação de operação de renda variável com características de operação de crédito para socorro financeiro de curto prazo, sem a necessidade de oferecimento de garantias e sem retorno definido pelo risco da operação;
- Aprovação de projeto inviável, dada a incapacidade de geração de caixa, a impossibilidade de contrair dívidas e a deterioração dos índices de endividamento da ISA;
- Dano aos cofres do BNDESPAR, decorrente da perda de R\$ 250 milhões.

3.5.3. Critérios:

- Constituição Federal, art. 37, caput;
- Violação ao princípio da eficiência e da economicidade;
- Art. 24 do Anexo Único à Resolução 1463/2007 – BNDES (peça 54);
- Art. 153 da Lei 6404/76;
- Acórdão TCU 723/2005 – Plenário;
- Acórdão TCU 1358/2008 – Plenário.

3.5.4. Evidências:

- Anexo Único à Resolução 1463/2007 – BNDES (peça 54);
- Instrução AP/DEPRI 277/2008 - Relatório de enquadramento (peça 55);
- Relatório de Análise Conjunto AMC/DEINV 04/08 e AI/DEAGRO 06/08 (peça 50-52);
- Decisão Dir. 126/2008 – BNDESPAR (peça 51, p. 10);
- Decisão Diretoria AMC 056/2008 e anexos (peça 53);

- Acordo de Acionistas (peça 51, p.61);
- Plano de Negócios anexo ao Acordo de Acionistas (peça 51, p.49);
- Relatório técnico de perícia contábil apresentado no bojo do processo Arbitral (peça 43);
- Procedimento Arbitral –03/10 – Estenotipia da audiência de instrução (peça 44);
- Demonstrações financeiras anual de 2008- Independência S/A (peça 42);
- Demonstrações do segundo trimestre de 2008- Independência S/A (peça 77);
- Demonstrações do terceiro trimestre de 2008- Independência S/A (peça 47);
- Relatório da administração do segundo trimestre de 2008 - Independência S/A (peça 76);
- Relatório da administração do terceiro trimestre de 2008- Independência S/A (peça 58);
- Resposta do BNDESPAR ao item ‘e’ do ofício de requisição 2-519/2016 (peça 57);
- Prospecto de emissão de bonds (peça 56);
- Apresentação feita à BNDESPAR pelo Grupo Independência em 29/10/2008 (peça 48);
- Contratos de derivativos (peças 68-71);
- Planilhas com operações em derivativos (peça 67);
- Sentença Arbitral (peça 45);
- Acordo de financiamento à exportação (Pré-Export Finance Agreement) entre o Citibank N.A. e a Independência S.A (peça 72);
- Boletim de subscrição de ações (peça 75).

3.5.5. Responsáveis

Nome: Armando Mariante Carvalho - CPF: 178.232.937-49 – Cargo: Diretor (Vice-Presidente BNDES de 7/12/2004 até 17/5/2011).

Conduta: Culpa por negligência

Descumprimentos reiterados do art. 153 da Lei 6404/76 ao:

- aprovar operação inviável sob o ponto de vista econômico-financeiro, pleiteada por empresa em situação de fragilidade econômico-financeira (Decisão Dir. 126/2008 – BNDESPAR);
- não exigir justificativas sobre a omissão do grupo de análise em avaliar a recomendação do Enquadramento, ratificada pelo Comitê de Crédito;
- não exigir justificativas sobre a alteração substancial do projeto aprovado pelo Enquadramento e pelo Comitê de Crédito;
- não exigir análise aprofundada dos impactos futuros, nos demonstrativos da ISA, da aplicação da Lei 11.638/07 e da revisão dos controles internos, previstos no parecer da auditoria externa junto às demonstrações do terceiro trimestre de 2008;
- aprovar a mudança da condição de extinção da dívida junto ao JP Morgan (Decisão Diretoria AMC 056/2008) sem exigir análises mais aprofundadas da exposição de curto prazo da ISA, muito embora a difícil situação econômico-financeira da companhia tenha ficado clara, no bojo do pedido de alteração da condicionante endereçado ao BNDESPAR pelo Presidente da Independência Participações S/A;

- aprovar operação de apoio à Independência S.A., empresa altamente alavancada em dólar, em meio à notória incerteza acerca das posições com derivativos das empresas exportadoras, sem a exigência de uma diligente análise sobre sua exposição cambial;

- aprovar operação de companhia sob forte pressão cambial cujos demonstrativos mais recentes evidenciavam uma deterioração na geração operacional de caixa líquida e em outros índices relacionados diretamente à solvência da companhia.

Nome: Bruno Lintz dos Santos – CPF: 088.497.847-83 – Cargo: Gerente AMC/DEINV.

Conduta: Culpa por negligência

Descumprimento do art. 24 do Anexo Único à Resolução 1463/2007 – BNDES quanto à elaboração e recomendação de projeto inviável sob o prisma econômico financeiro, tendo agido com negligência ao:

- não avaliar a capacidade de geração operacional de caixa em conformidade com a recomendação do Enquadramento, ratificada pelo Comitê de Crédito;

- não justificar a alteração substancial realizada no projeto aprovado pelo Enquadramento e pelo Comitê de Crédito;

- não avaliar, com a devida profundidade, os impactos futuros, nos demonstrativos da ISA, em decorrência da aplicação da Lei 11.638/07 e da revisão dos controles internos, previstos no parecer da auditoria externa junto às demonstrações do terceiro trimestre de 2008;

- avaliar de forma superficial a exposição e capacidade de pagamento de curto prazo da companhia, com vistas a verificar a sua solvência, muito embora a companhia apresentasse dificuldade de geração líquida de caixa e alto endividamento;

- avaliar posições em aberto de câmbio da ISA, em meio à notória incerteza acerca das posições com derivativos das empresas exportadoras, com base em informações não auditadas obtidas nas demonstrações trimestrais da companhia.

Nome: Caio Marcelo de Medeiros Melo – CPF: 376.763.691-34 – Cargo: Superintendente da Área de Mercado de Capitais (de 10/11/2008 até 17/5/2011);

Conduta: Culpa por negligência

Descumprimento do art. 24 do Anexo Único à Resolução 1463/2007 – BNDES c/c o Acórdão TCU 723/2005 - Plenário, quanto à chancela de projeto inviável sob o prisma econômico financeiro, tendo agido, no seu dever de supervisão, com negligência ao:

- não exigir justificativas sobre a omissão do grupo de análise em avaliar a recomendação do Enquadramento, ratificada pelo Comitê de Crédito;

- não exigir justificativas sobre a alteração substancial do projeto aprovado pelo Enquadramento e pelo Comitê de Crédito;

- não exigir análise aprofundada dos impactos futuros, nos demonstrativos da ISA, da aplicação da Lei 11.638/07 e da revisão dos controles internos, previstos no parecer da auditoria externa junto às demonstrações do terceiro trimestre de 2008;

- não exigir análise mais robusta da exposição e da capacidade de pagamento de curto prazo da companhia, com vistas a verificar a sua solvência, muito embora a companhia apresentasse dificuldade de geração líquida de caixa e alto endividamento;

- chancelar a análise das posições em aberto de câmbio da ISA, em meio à notória incerteza acerca das posições com derivativos das empresas exportadoras, realizada com base em informações não auditadas obtidas nas demonstrações trimestrais da companhia.

Nome: Eduardo Rath Fingerl – CPF: 373.178.147-68 – Cargo: Diretor das Áreas Industrial, de Capital Empreendedor e de Mercado de Capitais (de 26/6/2007 até 22/12/2009).

Conduta: Culpa por negligência

Descumprimentos reiterados do art. 153 da Lei 6404/76 ao:

- aprovar operação inviável sob o ponto de vista econômico-financeiro, pleiteada por empresa em situação de fragilidade econômico-financeira (Decisão Dir. 126/2008 – BNDESPAR);
- não exigir justificativas sobre a omissão do grupo de análise em avaliar a recomendação do Enquadramento, ratificada pelo Comitê de Crédito;
- não exigir justificativas sobre a alteração substancial do projeto aprovado pelo Enquadramento e pelo Comitê de Crédito;
- não exigir análise aprofundada dos impactos futuros, nos demonstrativos da ISA, da aplicação da Lei 11.638/07 e da revisão dos controles internos, previstos no parecer da auditoria externa junto às demonstrações do terceiro trimestre de 2008;
- aprovar a mudança da condição de extinção da dívida junto ao banco JP Morgan (Decisão Diretoria AMC 056/2008) sem exigir análises mais aprofundadas da exposição de curto prazo da ISA, muito embora a difícil situação econômico-financeira da companhia tenha ficado clara, no bojo do pedido de alteração da condicionante endereçado ao BNDESPAR pelo Presidente da Independência Participações S/A;
- aprovar operação de apoio à Independência S.A., empresa altamente alavancada em dólar, em meio à notória incerteza acerca das posições com derivativos das empresas exportadoras, sem a exigência de uma diligente análise sobre sua exposição cambial.
- aprovar operação de companhia sob forte pressão cambial cujos demonstrativos mais recentes evidenciavam uma deterioração na geração operacional de caixa líquida e em outros índices relacionados diretamente à solvência da companhia.

Nome: Flávia de Paula Peixoto Pereira – CPF: 054.222.257-40 – Cargo: Administradora AMC/DEINV.

Conduta: Culpa por negligência

Descumprimento do art. 24 do Anexo Único à Resolução 1463/2007 – BNDES quanto à elaboração e recomendação de projeto inviável sob o prisma econômico financeiro, tendo agido com negligência ao:

- não avaliar a capacidade de geração operacional de caixa em conformidade com a recomendação do Enquadramento, ratificada pelo Comitê de Crédito;
- não justificar a alteração substancial realizada no projeto aprovado pelo Enquadramento e pelo Comitê de Crédito;
- não avaliar, com a devida profundidade, os impactos futuros, nos demonstrativos da ISA, em decorrência da aplicação da Lei 11.638/07 e da revisão dos controles internos, previstos no parecer da auditoria externa junto às demonstrações do terceiro trimestre de 2008;
- avaliar de forma superficial a exposição e capacidade de pagamento de curto prazo da companhia, com vistas a verificar a sua solvência, muito embora a companhia apresentasse dificuldade de geração líquida de caixa e alto endividamento;
- avaliar posições em aberto de câmbio da ISA, em meio à notória incerteza acerca das posições com derivativos das empresas exportadoras, com base em informações não auditadas obtidas nas demonstrações trimestrais da companhia.

Nome: Fernando Américo de Rezende Neto – CPF: 441.314.617-49 – Cargo: Advogado AMC/DEINV.

Conduta: Culpa por negligência

Descumprimento do art. 24 do Anexo Único à Resolução 1463/2007 – BNDES quanto à elaboração e recomendação de projeto inviável sob o prisma econômico financeiro, tendo agido com negligência ao:

- não avaliar a capacidade de geração operacional de caixa em conformidade com a recomendação do Enquadramento, ratificada pelo Comitê de Crédito;
- não justificar a alteração substancial realizada no projeto aprovado pelo Enquadramento e pelo Comitê de Crédito;
- não avaliar, com a devida profundidade, os impactos futuros, nos demonstrativos da ISA, em decorrência da aplicação da Lei 11.638/07 e da revisão dos controles internos, previstos no parecer da auditoria externa junto às demonstrações do terceiro trimestre de 2008;
- avaliar de forma superficial a exposição e capacidade de pagamento de curto prazo da companhia, com vistas a verificar a sua solvência, muito embora a companhia apresentasse dificuldade de geração líquida de caixa e alto endividamento;
- avaliar posições em aberto de câmbio da ISA, em meio à notória incerteza acerca das posições com derivativos das empresas exportadoras, com base em informações não auditadas obtidas nas demonstrações trimestrais da companhia.

Nome: Guilherme de Lemos Medina Coeli – CPF: 082.200.447-05 – Cargo: Gerente AMC/DEINV;

Descumprimento do art. 24 do Anexo Único à Resolução 1463/2007 – BNDES quanto à elaboração e recomendação de projeto inviável sob o prisma econômico financeiro, tendo agido com negligência ao:

- não avaliar a capacidade de geração operacional de caixa em conformidade com a recomendação do Enquadramento, ratificada pelo Comitê de Crédito;
- não justificar a alteração substancial realizada no projeto aprovado pelo Enquadramento e pelo Comitê de Crédito;
- avaliar de forma superficial a exposição e capacidade de pagamento de curto prazo da companhia, com vistas a verificar a sua solvência, muito embora a companhia apresentasse dificuldade de geração líquida de caixa e alto endividamento;
- avaliar posições em aberto de câmbio da ISA, em meio à notória incerteza acerca das posições com derivativos das empresas exportadoras, com base em informações não auditadas obtidas nas demonstrações trimestrais da companhia.

Nome Jaldir Freire Lima – CPF: 244.727.001-15 – Cargo: Chefe Departamento AI/DEAGRO;

Descumprimento do art. 24 do Anexo Único à Resolução 1463/2007 – BNDES quanto à elaboração e recomendação de projeto inviável sob o prisma econômico financeiro, tendo agido com negligência ao:

- não avaliar a capacidade de geração operacional de caixa em conformidade com a recomendação do Enquadramento, ratificada pelo Comitê de Crédito;
- não justificar a alteração substancial realizada no projeto aprovado pelo Enquadramento e pelo Comitê de Crédito;
- não avaliar, com a devida profundidade, os impactos futuros, nos demonstrativos da ISA, em decorrência da aplicação da Lei 11.638/07 e da revisão dos controles internos, previstos no parecer da auditoria externa junto às demonstrações do terceiro trimestre de 2008;
- não exigir análise mais robusta da exposição e da capacidade de pagamento de curto prazo da companhia, com vistas a verificar a sua solvência, muito embora a companhia apresentasse dificuldade de geração líquida de caixa e alto endividamento;

- avaliar posições em aberto de câmbio da ISA, em meio à notória incerteza acerca das posições com derivativos das empresas exportadoras, com base em informações não auditadas obtidas nas demonstrações trimestrais da companhia.

Nome: Júlio Cesar Maciel Raimundo - CPF: 003.592.857-32 - Cargo: Superintendente Área Industrial.

Conduta: Culpa por negligência

Descumprimento do art. 24 do Anexo Único à Resolução 1463/2007 – BNDES c/c o Acórdão TCU 723/2005 - Plenário, quanto à chancela de projeto inviável sob o prisma econômico financeiro, tendo agido, no seu dever de supervisão, com negligência ao:

- não exigir justificativas sobre a omissão do grupo de análise em avaliar a recomendação do Enquadramento, ratificada pelo Comitê de Crédito;

- não exigir justificativas sobre a alteração substancial do projeto aprovado pelo Enquadramento e pelo Comitê de Crédito;

- não exigir análise aprofundada dos impactos futuros, nos demonstrativos da ISA, da aplicação da Lei 11.638/07 e da revisão dos controles internos, previstos no parecer da auditoria externa junto às demonstrações do terceiro trimestre de 2008;

- não exigir análise mais robusta da exposição e da capacidade de pagamento de curto prazo da companhia, com vistas a verificar a sua solvência, muito embora a companhia apresentasse dificuldade de geração líquida de caixa e alto endividamento;

- chancelar a análise das posições em aberto de câmbio da ISA, em meio à notória incerteza acerca das posições com derivativos das empresas exportadoras, realizada com base em informações não auditadas obtidas nas demonstrações trimestrais da companhia.

- não exigir análises mais aprofundadas da exposição de curto prazo da ISA, muito embora a difícil situação econômico-financeira da companhia tenha ficado clara, no bojo do pedido de alteração da condicionante endereçado ao BNDESPAR pelo Presidente da Independência Participações S/A (Decisão Diretoria AMC 056/2008).

Nome: Laura Bedeschi Rego de Mattos– CPF: 253.585.728-64 – Cargo: Chefe de Departamento AMC/DEINV;

Descumprimento do art. 24 do Anexo Único à Resolução 1463/2007 – BNDES quanto à elaboração e recomendação de projeto inviável sob o prisma econômico financeiro, tendo agido com negligência ao:

- não avaliar a capacidade de geração operacional de caixa em conformidade com a recomendação do Enquadramento, ratificada pelo Comitê de Crédito;

- não justificar a alteração substancial realizada no projeto aprovado pelo Enquadramento e pelo Comitê de Crédito;

- não avaliar, com a devida profundidade, os impactos futuros, nos demonstrativos da ISA, em decorrência da aplicação da Lei 11.638/07 e da revisão dos controles internos, previstos no parecer da auditoria externa junto às demonstrações do terceiro trimestre de 2008;

- avaliar de forma superficial a exposição e capacidade de pagamento de curto prazo da companhia, com vistas a verificar a sua solvência, muito embora a companhia apresentasse dificuldade de geração líquida de caixa e alto endividamento;

- avaliar posições em aberto de câmbio da ISA, em meio à notória incerteza acerca das posições com derivativos das empresas exportadoras, com base em informações não auditadas obtidas nas demonstrações trimestrais da companhia.

Nome: Leonardo Botelho Bandeira de Mello – CPF: 095.187.277-08 – Cargo: Advogado AMC/DEINV;

Descumprimento do art. 24 do Anexo Único à Resolução 1463/2007 – BNDES quanto à elaboração e recomendação de projeto inviável sob o prisma econômico financeiro, tendo agido com negligência ao:

- não avaliar a capacidade de geração operacional de caixa em conformidade com a recomendação do Enquadramento, ratificada pelo Comitê de Crédito;
- não justificar a alteração substancial realizada no projeto aprovado pelo Enquadramento e pelo Comitê de Crédito;
- não avaliar, com a devida profundidade, os impactos futuros, nos demonstrativos da ISA, em decorrência da aplicação da Lei 11.638/07 e da revisão dos controles internos, previstos no parecer da auditoria externa junto às demonstrações do terceiro trimestre de 2008;
- avaliar de forma superficial a exposição e capacidade de pagamento de curto prazo da companhia, com vistas a verificar a sua solvência, muito embora a companhia apresentasse dificuldade de geração líquida de caixa e alto endividamento;
- avaliar posições em aberto de câmbio da ISA, em meio à notória incerteza acerca das posições com derivativos das empresas exportadoras, com base em informações não auditadas obtidas nas demonstrações trimestrais da companhia.

Nome: Renata Bastos Maccacchero Vicer – CPF: 024.899.207-40 – Cargo: Gerente Executiva AMC/JUAMC;

Descumprimento do art. 24 do Anexo Único à Resolução 1463/2007 – BNDES quanto à elaboração e recomendação de projeto inviável sob o prisma econômico financeiro, tendo agido com negligência ao:

- não avaliar a capacidade de geração operacional de caixa em conformidade com a recomendação do Enquadramento, ratificada pelo Comitê de Crédito;
- não justificar a alteração substancial realizada no projeto aprovado pelo Enquadramento e pelo Comitê de Crédito;
- não avaliar, com a devida profundidade, os impactos futuros, nos demonstrativos da ISA, em decorrência da aplicação da Lei 11.638/07 e da revisão dos controles internos, previstos no parecer da auditoria externa junto às demonstrações do terceiro trimestre de 2008;
- avaliar de forma superficial a exposição e capacidade de pagamento de curto prazo da companhia, com vistas a verificar a sua solvência, muito embora a companhia apresentasse dificuldade de geração líquida de caixa e alto endividamento;
- avaliar posições em aberto de câmbio da ISA, em meio à notória incerteza acerca das posições com derivativos das empresas exportadoras, com base em informações não auditadas obtidas nas demonstrações trimestrais da companhia.

Nome: Sergio Földes Guimarães – CPF: 014.873.977-63 – Cargo: Superintendente Substituto.

Descumprimento do art. 24 do Anexo Único à Resolução 1463/2007 – BNDES c/c o Acórdão TCU 723/2005 - Plenário, quanto à chancela de projeto inviável sob o prisma econômico financeiro, tendo agido, no seu dever de supervisão, com negligência ao não exigir análises mais aprofundadas da exposição de curto prazo da ISA, muito embora a difícil situação econômico-financeira da companhia tenha ficado clara, no bojo do pedido de alteração da condicionante endereçado ao BNDESPAR pelo Presidente da Independência Participações S/A (Decisão Diretoria AMC 056/2008).

3.5.6. Nexa de causalidade: Se os técnicos e gestores do BNDESPAR tivessem atuado com a devida diligência, o BNDESPAR não teria sofrido perdas com o aporte de R\$ 250 milhões.

3.5.7. Culpabilidade: A conduta dos responsáveis é culpável, ou seja, reprovável, e há ainda a obrigação de reparar o dano.

V. CONCLUSÃO

182. Pelo exposto, as informações coletadas no curso da auditoria revelam que a operação de apoio à Independência S/A resultou em dano aos cofres do BNDESPAR no valor de R\$ 250 milhões, devido ao pedido de recuperação judicial da Independência S/A. Restou claro que, caso as informações repassadas ao BNDESPAR fossem fidedignas à condição econômico-financeira da ISA, a operação não seria efetivada. Porém, sem considerar a possível fraude contábil, as informações encaminhadas ao banco eram suficientes para considerar o apoio inviável e incompatível com a modalidade de renda variável, pois a assunção de elevados riscos só se justificaria com a exigência de garantias robustas.

183. Ademais, os riscos não foram devidamente mapeados, e questões sensíveis à aprovação, como a capacidade de geração de caixa líquida da companhia, não foram objeto de análise técnica, muito embora a conjuntura de crise e os números apresentados pela companhia exigissem extrema diligência.

184. As análises dos impactos da variação cambial foram superficiais e não foram produzidas sensibilidades para avaliar os efeitos da contínua desvalorização do real, muito embora a companhia tenha alavancado seu crescimento captando em dólar. Em particular, as perdas com exposição a derivativos foram baseadas em informações contábeis não auditadas, em meio à conjuntura de incerteza quanto à exposição cambial das companhias exportadoras.

185. Portanto, em face das negligências verificadas no processo de análise e aprovação da operação de apoio ao Grupo Independência, os responsáveis arrolados no item 3.5.5 devem ser citados em solidariedade com os responsáveis pela empresa beneficiária e a com a própria empresa.

VI. PROPOSTA DE ENCAMINHAMENTO

186 Diante do exposto, encaminham-se os autos à consideração superior, propondo as seguintes medidas:

186.1 conhecer da presente Representação, satisfeitos os requisitos de admissibilidade previstos nos arts. 235 e 237, inciso VI, do Regimento Interno do TCU, e no art. 103, § 1º, da Resolução–TCU 259/2014, para, no mérito, considerá-la procedente;

186.2 determinar, nos termos do art. 47 da Lei 8.443/1992, a conversão do presente processo em tomada de contas especial, autorizando, desde logo, as citações propostas nos itens 1.2.5 e 3.5.5 da presente instrução;

186.3 apensar os presentes autos ao processo de tomada de contas especial que vier a ser autuado, na forma prevista no art. 41 da Resolução–TCU 259/2014;

186.4 desconsiderar, com supedâneo nos Acórdãos do TCU 83/2000-Plenário, 182/2000-Plenário, 1300/2009–1ª Câmara, 1525/2009–1ª Câmara, 791/2009–Plenário, 779/2009–Plenário, a personalidade jurídica da empresa Independência Participações S/A - CNPJ 08.794.684/0001-52, a fim de responsabilizar seus sócios administradores, em solidariedade com os demais responsáveis, o Sr. Miguel Graziano Russo – CPF: 051.332.318-06 e o Sr. Roberto Graziano Russo – CPF: 055.596.918-52, pelo débito aos cofres do BNDESPAR de R\$ 250.000.006,00 (valor original), decorrente da conduta detalhada no item 1.2.5 do presente relatório;

186.5 promover, com fundamento nos arts. 10, § 1º, e 12, incisos I e II, da Lei 8.443/1992 c/c o art. 202, incisos I e II, do Regimento Interno/TCU, a citação solidária dos responsáveis relacionados nos itens 1.2.5 e 3.5.5 da presente instrução, para que, no prazo de quinze dias, apresentem alegações de defesa e/ou recolham, solidariamente, aos cofres do BNDES Participações S/A a quantia de R\$ 250.000.006,00 (valor original), liberada pelo banco

em 28/11/2008, que, acrescida da correção monetária e dos juros legais, equivale, em 28/3/2017, a R\$ 418.425.010,00, atualizada monetariamente a partir da respectiva data até o efetivo recolhimento, abatendo-se na oportunidade a quantia eventualmente ressarcida, na forma da legislação em vigor, em decorrência das condutas geradoras de dano ao erário também detalhadas nos itens 1.2.5 e 3.5.5 da presente instrução;

186.6 dar ciência do acórdão que vier a ser proferido, assim como do relatório e do voto que o fundamentarem, ao Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social.”

2. A seguir, o BNDEs apresentou memorial, que reproduzo abaixo (peça 120):

MEMORIAL

com os esclarecimentos técnicos e jurídicos necessários ao melhor julgamento da Representação em epígrafe, com a confiança de que estará respondendo a todos os questionamentos feitos por este E. Tribunal de Contas.

1. Trata-se de representação autuada por determinação do Acórdão nº 3.011/2015-TCU-Plenário, item 9.4.1, para análise dos supostos indícios de irregularidades relacionadas à operação de participação acionária do BNDES na empresa Independência Participações S.A.

2. Apesar de o presente processo ter sido autuado por determinação de Acórdão que trata de supostos indícios de irregularidades em operações de participação acionária da BNDESPAR em JBS S.A., cumpre ressaltar que a operação em tela não possui qualquer relação com os investimentos realizados pelas empresas do Sistema BNOES em JBS S.A..

1. Breve Síntese dos Fatos

3. No âmbito da citada representação, o BNDES teve acesso ao Relatório de Inspeção da SecexEstataisRJ, 3ª Diretoria Técnica, datado de 28/03/2017 ("Relatório de Inspeção").

4. O Relatório de Inspeção aponta no "Achado 1" que a apresentação das informações pela Independência S.A. - ISA não espelhavam a verdadeira situação econômico-financeira da companhia.

5. A análise apresentada no Relatório de Inspeção responsabiliza os Controladores da Independência, os Srs. Roberto Graziano Russo e Miguel Graziano Russo, e a própria Companhia por divulgarem falsas informações acerca da situação econômica da última.

6. A análise do Relatório de Inspeção se inicia com as informações trazidas do parecer do perito contábil, contratado pela BNDESPAR à época do processo arbitral.

7. Conforme item 44 do Relatório de Inspeção, o perito contábil trouxe clara s 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 31/12/2007, 30/06/2008, 31/12/2008 e, ainda, no relatório preparado pela KPMG nominado de Análise Preliminar e Performance.

8. Em seguida, o Relatório de Inspeção aprofunda-se nos detalhes dos ajustes realizados nas demonstrações financeiras de 31/12/2008 publicadas em 29/03/2009 (após o pedido de recuperação judicial). Estes demonstrativos informavam que a Companhia havia promovido ajustes retroativos no balanço de 31/12/2007 com data de 01/01/2008.

9. Nas notas explicativas, a Companhia informa que os ajustes realizados foram decorrentes das alterações na legislação societária introduzidas pela Lei nº 11.638, de 28/12/2007, com as respectivas modificações introduzidas pela Medida Provisória nº 449, de 03/12/2008, ajustes de controles internos e conciliações.

10. O quadro abaixo resume os ajustes realizados no Patrimônio Líquido da Companhia, conforme demonstrativos contábeis de 31/12/2008.

Patrimônio líquido em 31 de dezembro de 2007
572.753
Ativo circulante (367.057)
Passivo circulante (93.565)
Empréstimos e financiamentos (505.465)
Adiantamentos para futuras instalações (27)
Patrimônio líquido em 01 de janeiro de 2008 (393.361)

11. O perito contábil afirmou que ajustes dessa magnitude não poderiam ser decorrentes de revisão de controles internos e conciliações, uma vez que, como a Companhia já havia passado por um processo de reestruturação e readequação das suas informações contábeis em 2006, esses ajustes tenderiam a não ser significativos. Essa posição é corroborada no item 57 do Relatório de Inspeção, que afirma que "o frigorífico omitia em demonstrativos financeiros anteriores a real situação econômica do grupo".

12. O Relatório de Inspeção indica, ainda, no item 53 que: "a materialidade do ajuste de R\$ 966,1 milhões informados tão somente nas demonstrações posteriores ao a porte do BNDESPAR indica possível fraude contábil. Conforme indicado na sentença arbitral, somente R\$ 130 milhões seriam decorrentes do ajuste por Lei".

13. No item 55, 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.

14. Com isso, torna-se de extrema importância o entendimento de que a análise da BNDESPAR para a tomada de decisão do investimento partiu de informações com claros indicativos de fraude, que comprovadamente não refletiam a real situação patrimonial da Companhia, tendo em vista a materialidade dos ajustes contábeis realizados (no valor de R\$ 966,1 milhões).

15. Não obstante o disposto acima, o Relatório de Inspeção, nos demais achados, de forma contraditória, imputa aos profissionais do BNDES - que cumpriram, como se demonstrará, rigorosamente a lei, as normas da CVM e as normas do BNDES vigentes à época - a responsabilidade pela possível fraude praticada pela Independência e por seus acionistas controladores.

16. Nos termos do Relatório de Inspeção, teriam os profissionais do BNDES agido de forma negligente na avaliação econômico-financeira da operação, motivo pelo qual não teriam sido capazes de desvelar a possível fraude contábil praticada pela empresa e por seus acionistas controladores.

17. O Relatório de Inspeção vai além e cria a tese de que, independentemente das informações financeiras inverídicas apresentadas pela empresa, as análises econômico-financeiras realizadas pelo BNDES deveriam apontar a inviabilidade da operação sob o prisma econômico-financeiro.

18. O presente Memorial pretende demonstrar que a tese que imputa responsabilidade aos profissionais do BNDES contém falhas econômico-financeiras, jurídicas e, sobretudo, lógicas. A contradição de teses (fraude contábil praticada pela empresa vis-à-vis responsabilização dos profissionais do BNDES) é tão evidente que o próprio Relatório de Inspeção a reconhece de forma cabal, no item 182:

182 . [...] Restou claro que, caso as informações repassadas ao BNDESPAR fossem fidedignos à condição econômico-financeira da ISA, a operação não seria efetivada [...].

II. Esclarecimentos sobre a Operação de Participação Acionária e sobre os Apontamentos do Relatório de Inspeção

II.1) Inexistência da Descaracterização da Operação Original de Capitalização da Independência Participações S.A..

II.1.1) Substituição do Quadro de Usos e Fontes pelo Plano de Investimentos

19. O "Achado 2" do Relatório de Inspeção indica uma suposta descaracterização da operação original de capitalização da Independência, sob o fundamento de que a operação de subscrição de ações da Companhia teria sofrido alteração entre a fase de Enquadramento e a fase de Análise e posterior aprovação pela Diretoria da BNDESPAR. A alegação está focada, particularmente, na substituição do "Quadro de Usos e Fontes" contido na Instrução de Enquadramento da operação pelo "Plano de Investimento" contido no item 2.2. do Relatório de Análise Conjunto AMC/DEINV nº 04/2008 e AI/DEAGRO nº 06/2008, relativo à operação de subscrição("R.An.").

20. Afirma ainda o Relatório de Inspeção, equivocadamente, que a fase de Análise da operação não observou uma das recomendações feitas durante a fase de Enquadramento.

21. A visão do Relatório de Inspeção é incorreta por desconsiderar as normas processuais do Sistema BNDES, encaminhadas à Equipe de Fiscalização do TCU em resposta aos ofícios atinentes ao Processo TC 034.940/ 2015-4. Referidas normas afirmam claramente que o Relatório de Análise da operação pode conter ou um "Quadro de Usos e Fontes" ou um "Plano de Investimento". Ademais, não há qualquer irregularidade no fato de a fase de Análise trazer dados adicionais à fase de Enquadramento - é parte essencial do processo que a fase posterior seja mais profunda que a anterior!

22. Ademais, cabe mencionar que o apoio do Sistema BNDES por meio de participação acionária usualmente se dá com base no Plano de Investimentos da Companhia e não apenas no Quadro de Usos e Fontes de um projeto. Isso porque, nas operações de renda variável, a possibilidade de ganhos pela BNDESPAR é mensurada pelos impactos dos investimentos na companhia como um todo e não pela execução de um projeto específico. O Quadro de Usos e Fontes geralmente é adotado para financiar e acompanhar projetos, ao passo que o Plano de Investimentos se apresenta como mais adequado para embasar a análise de propostas de participação acionária.

23. Quanto à recomendação da fase de Enquadramento de avaliar se a empresa teria condições de levar adiante seu plano de investimentos com a sua geração de caixa, é importante registrar que esta foi atendida, o que pode ser verificado pela análise prospectiva apresentada no R.An. Ademais, demonstrar-se-á abaixo que as premissas nas quais se baseia o Relatório de Inspeção não estão corretas.

24. À época da operação com o Grupo Independência, os normativos internos do BNDES que regulavam os procedimentos operacionais referentes aos pleitos de colaboração financeira e o fluxo das operações eram a Resolução nº 1.358/2006-BNDES e a Resolução nº 1.463/2007-BNDES (As regras atualmente vigentes não diferem materialmente das que vigiam à época da Operação no que se refere aos pontos aqui explorados).

25. Nos termos do disposto na Resolução nº 1.463/2007-BNDES, o fluxo das operações compreendia, em regra, as seguintes fases: Enquadramento, Apresentação do Projeto, Análise, Contratação, Acompanhamento, Quitação e/ou Desinvestimento.

26. Na fase de Enquadramento são realizadas, em síntese, análises prévias como, por exemplo, quanto à adequação da operação às Políticas Operacionais e de Crédito do BNDES. Nessa fase, essa verificação inicial é formalizada na Instrução de Enquadramento, que é elaborada com base exclusivamente nas informações fornecidas pelo Postulante. Esse é o

documento inicial pelo qual as propostas de apoio financeiro são submetidas ao Comitê de Enquadramento, Crédito e Mercado de Capitais (CEC), composto pelos Superintendentes do BNDES, todos profissionais de carreira da instituição.

27. Caso o CEC enquadre a operação proposta, esta é encaminhada para a fase de Análise, que compreende uma avaliação mais profunda, incluindo análise econômico-financeira, análise jurídica, negociação de minutas contratuais, entre outras verificações.

28. Assim, o Quadro de Usos e Fontes constante da Instrução de Enquadramento foi elaborado exclusivamente com base nas informações fornecidas pelo Postulante (o que está de acordo com as normas internas). O CEC, ao avaliar a proposta, fez a recomendação de que fosse verificado se a capacidade de geração de caixa da empresa era compatível com os investimentos a serem realizados com recursos próprios. E, por fim, na fase de Análise, após verificações mais profundas e diversas interações com o Grupo Independência, chegou-se a um plano de investimento mais conservador e mais adequado, na opinião do grupo de Análise, à capacidade de geração de caixa projetada.

29. Note-se que o R. An. é o documento que se destina ao registro dos aspectos da Análise, para subsidiar a tomada de decisão pela autoridade ou órgão decisório competente. Ele é elaborado pela equipe técnica e encaminhado pelo Superintendente da Área ao Gabinete do Diretor desta Unidade, a quem cabe adotar as providências necessárias para a submissão da matéria à alçada competente (que, no caso, era a Diretoria da BNDESPAR), caso esteja de acordo com a análise técnica.

30. Conforme observado pelo próprio Relatório de Inspeção, a Resolução nº 1463/2007-BNDES, em seu artigo 24, define que a operação deverá ser objeto de Análise de viabilidade da concessão de colaboração financeira ao postulante, tendo como objetivo fundamentar a decisão da Diretoria ou do Presidente na aprovação ou negação da solicitação". Portanto, fica claro que a fase de Análise sucede a fase de Enquadramento e é a partir dela que a Diretoria decide sobre a aprovação ou não da operação financeira.

31. Nos termos do Estatuto da BNDESPAR vigente à época, em seu art. 17, V e IX, competia à Diretoria da BNDESPAR deliberar sobre a operação em tela. As deliberações da Diretoria, conforme dispunha o Estatuto, são tomadas por maioria de votos e registradas em atas, cabendo ao Diretor-Presidente, além do voto ordinário, o de qualidade.

32. O encaminhamento das propostas à Diretoria para deliberação é feito pelo gabinete do Diretor responsável pela matéria anteriormente à reunião que irá apreciá-la. Realizada a pauta, todos os Diretores têm acesso aos documentos referentes a cada uma das propostas, para balizarem seu posicionamento em reunião de Diretoria.

33. A operação com o Grupo Independência passou por todas as fases previstas até - a sua contratação. Foi regularmente enquadrada, analisada, aprovada por unanimidade pela Diretoria, e contratada com a observância de ado o rito normativo.

34. Isso posto, passemos aos pontos de crítica do Relatório de Inspeção em relação ao "Achado 2". Os itens 72 e 73 do Relatório de Inspeção referem-se à suposta não apresentação dos devidos cálculos que comprovavam o atendimento da recomendação do CEC de "avaliar se a capacidade de geração de caixa da Empresa é compatível com os investimentos a serem realizados com recursos próprios".

35. Ocorre que, a partir da página 46 do R.A n. (item 4.2), é iniciada a Análise Prospectiva da operação. Nesta seção do relatório são explicadas as premissas relativas à capacidade produtiva, utilização da capacidade, preços, capital de giro e investimentos em ativos fixos, entre outras que embasam as projeções (estimativas de receita, custo, etc.).

36. Os resultados das projeções são parte integrante do R.An., na forma de seu Anexo 2, e mostram o Grupo Independência, antes do aporte de capital da BNDESPAR; com uma estrutura

de capital em desalavancagem e capaz de gerar caixa para honrar seus investimentos e compromissos.

37. O R.An., portanto, ao afirmar que "a empresa terá condições de levar adiante seu plano de investimentos com sua geração de caixa", o fez a partir das análises e projeções que fazem parte desse mesmo documento. Cabe lembrar que, conforme apresentado no Relatório de Inspeção, o R.An. baseou-se em demonstrativos financeiros que posteriormente sofreram ajustes negativos retroativos de aproximadamente R\$ 1 bilhão.

38. No que se refere à substituição do "Quadro de Usos e Fontes", faz-se necessário verificar que a Resolução nº 1470/07-BNDES, conforme já mencionado, previa a possibilidade de escolha entre "Quadro de Usos e Fontes" ou "Plano de Investimentos". Essa escolha deveria ser feita durante a fase de análise, cabendo à Diretoria do BNDES ou da BNDESPAR, conforme o caso, avaliar sua adequação, de acordo com as análises econômico-financeiras efetuadas durante a fase de Análise. Além disso, como citado anteriormente, a utilização de Planos de Investimento geralmente se mostra mais adequada a operações de renda variável.

39. Não havia e não há qualquer normativo interno que mencione que os dados apresentados no Quadro de Usos e Fontes ou nas análises iniciais que constam da Instrução de Enquadramento não possam ser alteradas durante a fase de Análise, até porque tal normativo, a depender da interpretação que lhe confere a equipe técnica do TCU, impediria que qualquer verificação adicional fosse realizada na fase de Análise, o que seria um contrassenso.

40. É natural que as análises iniciais sejam complementadas ou alteradas pelas análises mais profundas realizadas posteriormente: por se tratar de uma análise inicial, as informações e conclusões expostas na Instrução de Enquadramento não são (e nem poderiam ser, devido ao escopo de cada fase) tão completas como as registradas no Relatório de Análise. A título de exemplo do que ora se afirma, na Instrução de Enquadramento não há seção que trate da análise econômico-financeira prospectiva, sendo apenas apresentados dados econômico-financeiros dos últimos anos.

41. Ressalte-se, ainda, que ao longo do período entre o protocolo da operação no Sistema BNDES e a conclusão do Relatório de Análise e seus Anexos (04/11/2008), a equipe técnica do BNDES 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 (O modelo de valuation é resultado da fase de Análise da BNDESPAR, sendo natural que seus números sejam diferentes dos apresentados no Quadro de Usos e Fontes elaborado pela empresa. Considerando que a BNDESPAR era o investidor, ou seja, quem iria desembolsar recursos para adquirir um percentual de participação da Companhia, é natural que o cenário do modelo de valuation construído pela Equipe Técnica utilize premissas mais conservadoras (i.e. que resultam em um preço mais baixo) que os dados apresentados pela própria Companhia (que estava recebendo recursos por um percentual de participação em seu capital e se beneficiaria mais quanto mais alto fosse o preço calculado).

42. Dito isso, a análise realizada no item 85 do Relatório de Inspeção não é tecnicamente adequada, pois ela compara a geração de caixa projetada na análise e baseada no Plano de Investimentos com os investimentos previstos no Quadro de Usos e Fontes antes da análise da operação.

43. Ademais, é importante ressaltar que o Plano de Negócios considerado pela BNDESPAR e constante do Relatório de Análise é baseado em premissas mais conservadoras de crescimento da companhia, o que é compatível com investimentos também menores em expansão e capital de giro e resultou em um valor por ação inferior ao que seria alcançado se as

premissas utilizadas para elaborar o Quadro de Usos e Fontes originalmente apresentado fossem mantidas.

44. Este fato é comum em operações de participação acionária, uma vez que os controladores tendem a apresentar uma visão mais otimista sobre o crescimento da empresa. Não por outro motivo, foi estruturado um mecanismo de ajuste de participação, em que a participação final da BNDESPAR no capital da empresa dependeria do EBITDA atingido no ano de 2009, conforme descrito nas páginas 15 a 18 do R.An.. Ou seja, caso a companhia não atingisse em 2009 a performance apresentada no seu Plano de Negócios, a BNDESPAR teria direito a receber uma participação maior no capital da companhia.

45. Em suma, não é possível afirmar que houve irregularidade na escolha de "Plano de Investimento" em vez de "Quadro de Usos e Fontes", pois a própria norma processual do Sistema BNDES que regulava o modelo de Relatório de Análise estabelecia essa opção. Cabe à Diretoria da BNDESPAR, como efetivamente coube, analisar as avaliações econômico-financeiras realizadas durante a fase de Análise, constantes do R.An., bem como as recomendações do CEC, e verificar a pertinência da escolha de uma visão de "Plano de Investimento" - avaliando e deliberando sobre o processo como um todo.

II.1.2) Evolução do Endividamento do Grupo Independência

46. Ainda em relação ao "Achado 2", tentando demonstrar que a capacidade da Independência de executar seu Plano de Investimento não foi adequadamente avaliada, o Relatório de Inspeção menciona, em seu item 87, que a Companhia encerrou o terceiro trimestre do ano de 2008 com um endividamento total de R\$ 1.847,3 milhões, superando em 81% a posição de endividamento do quarto trimestre de 2007,.. O relatório avança afirmando que, "considerando o alto endividamento em dólar (86%) e o cenário de aperto de liquidez, que pressionam os juros de curto prazo, era razoável inferir que os gastos do biênio 2008/2009 seriam superiores aos R\$ 126,2 milhões registrados em 2007, haja vista o alto custo financeiro das dívidas existentes". No parágrafo seguinte conclui que "uma análise perfunctória demonstra a inviabilidade do projeto tal como apresentado no quadro de usos de fontes".

47. Tal conclusão desconsidera o conceito de liquidez vis-à-vis curto prazo/longo prazo. Conforme se demonstrará a seguir (e conforme já demonstrava o R.A n. da operação), a posição de caixa e aplicações financeiras da Companhia em 30/09/2008 era suficiente para honrar 93,3% da dívida de curto prazo, enquanto que em 31/12/2007 era suficiente para honrar 24,3% dessas dívidas. Mesmo considerando a dívida do JP Morgan (que será mais bem detalhada a seguir) como uma dívida de curto prazo, a posição de cobertura das dívidas de curto prazo ainda seria superior ao exercício anterior (68%).

48. Em outras palavras, não obstante a dívida bruta do Grupo Independência ter aumentado no período, a sua posição de liquidez também aumentou, tendo em vista a sua maior capacidade de pagamento das dívidas de curto prazo. Na verdade, a liquidez teria aumentado se os demonstrativos financeiros do grupo estivessem corretos. Novamente, considerando que os demonstrativos financeiros auditados já em 31/12/2007 continham erros de aproximadamente R\$ 1 bilhão, as avaliações sobre endividamento realizadas tanto pela BNDESPAR quanto pelo próprio Relatório de Inspeção foram contaminadas por ato alheio aos agentes da BNDESPAR.

49. Dito isso, passa-se à análise da evolução do endividamento da Companhia. Apesar de o endividamento bruto ter crescido 81% do período entre 31/12/2007 e 30/09/2008, o endividamento líquido da Companhia apresentou crescimento substancialmente menor, de cerca de 44%. A diferença entre as duas posições é justamente a posição em caixa e aplicações financeiras, que era equivalente a R\$ 492,9 milhões. A tabela a seguir ilustra essa situação:

Independência S.A	30/9/2008	31/12/2007
Caixa	295.131	67.316
Aplicações financeiras	197.753	14.497

Sub-total Caixa (a)	492.884	81.813
Empréstimos CP	528.377	336.107
Empréstimos LP	1.318.993	684.607
Dívida Bruta (b)	1.847.370	1.020.714
Dívida Líquida (b) – (a)	1.354.486	938.901
Aumento Dívida Bruta	826.656	
Aumento Dívida Bruta (%)	81%	
Aumento da Dívida Líquida	44%	
Caixa / Aplicações / Dívida Curto Prazo	93,3%	24,3%
Dívida JP Morgan (US\$)	100.000,00	
Dívida JP Morgan (R\$ mil)	191.430,00	
Empréstimos de CP	719.807	
Empréstimos de LP	1.318.993	
Dívida Bruta	2.038.800	
Caixa / Aplicações / Dívida Curto Prazo	68,5%	
Ptax	1,9143	1,7713

50. Uma parte do crescimento do endividamento bruto está justamente relacionado à emissão de bonds pela empresa. O R.An. da operação, em sua página 44, explicita tal situação ao afirmar que a "empresa, seguindo uma estratégia de alongamento de seu perfil de endividamento, emitiu, em maio de 2008, um bônus no mercado internacional no montante de US\$ 300 milhões (7 anos)". Os US\$ 300 milhões eram equivalentes a cerca de R\$ 574,3 milhões, considerando a taxa de câmbio de fechamento do terceiro trimestre de 2008.

51. No terceiro trimestre de 2008, a empresa apresentou uma receita líquida de R\$ 609,3 milhões, o que corresponde a um crescimento de 74,6% quando comparado com as receitas líquidas observadas no terceiro trimestre de 2007. O volume de gado abatido apresentou crescimento similar no mesmo período (70,6%).

Período:	3T08	4T07
Receita Líquida	609.350	349.033
Crescimento	74,6%	
Gado Abatido	417.695	245.658
Crescimento	70,0%	

52. A relação entre o aumento das receitas e o aumento do endividamento foi abordado no R. An. da operação. No item 2.1, na página 15, e também na página 45 do R.An., é mencionado que:

“Ao longo dos últimos 3 anos, e principalmente em 2007, a empresa realizou, com recursos próprios e de terceiros (eurobonds}, aquisições dentro e fora do território nacional, bem como diversos investimentos em expansão de capacidade das suas plantas.

O terceiro trimestre de 2008 foi marcado por um expressivo aumento na capacidade produtiva do Independência, com o abate crescendo 31% em relação ao trimestre anterior.”

53. A afirmação, portanto, que uma análise perfunctória demonstra a inviabilidade do projeto não é verdadeira. O aumento do endividamento bruto, conforme já mencionado, é facilmente explicado pela emissão ocorrida no mercado internacional. Este aumento do

endividamento proporcionou uma maior posição de liquidez, tal como mostrado acima. Além disso, o aumento de endividamento foi acompanhado de substancial aumento de volume de gado abatido e de receitas.

54. Considerando ainda, que além dos R\$ 250 milhões aportados, a operação do Independência previa um segundo aporte de cerca de R\$ 200 milhões (aporte este cancelado pela Diretoria da BNDESPAR posteriormente ao pedido de recuperação judicial da Independência), a posição financeira resultante conferiria conforto suficiente para a empresa perseguir sua trajetória de crescimento - isso se os dados financeiros de dezembro de 2007, junho de 2008 e setembro de 2008 fossem verdadeiros.

55. Além do acima exposto, o Relatório de Inspeção, ao Imputar aos profissionais do BNDES responsabilidade por não “visualizarem” a possível fraude contábil, traz, a partir do item 86 em diante, a ideia de que as estimativas sobre despesas financeiras do Grupo Independência não eram razoáveis. Para tanto, transcreve trecho da Circular da Oferta de bonds realizada pelo grupo em 2008- , em que a empresa elenca os possíveis riscos envolvidos na operação:

“Tradução livre

(...)

Em que pese acreditarmos que nosso atual fluxo de caixa é suficiente para cobrir nossas despesas anuais com juros para o futuro, qualquer aumento no montante de dívida . ou qualquer declínio no montante de caixa disponível para o pagamento de juros pode nos obrigar a direcionar fundos Identificados com outros propósitos para o pagamento do serviço da dívida e prejudicar nossa posição de liquidez.

O significativo nível de endividamento pode ter consequências importantes, incluindo as seguintes:

- Exigindo que dediquemos uma parte substancial do nosso fluxo de caixa das operações para pagar o principal bem como os juros de nosso endividamento;
- Reduzindo nossa capacidade de obter financiamento adicional necessário para atingir futuras necessidades de capital de giro, despesas de capital (CAPEX), investimentos em aquisições e exigências do serviço da dívida.

(...)”

56. Ocorre que o disclaimer não comprova a tese do Relatório de Inspeção. Conforme se demonstrou acima, a análise econômico-financeira acerca da evolução do endividamento inserida no Relatório de Inspeção não é correta. Mais uma vez o Relatório de Inspeção parece desconsiderar os impactos da possível fraude contábil nas análises realizadas pelo BNDES: não fosse pelo “sumiço” de R\$ 1 bilhão realizado a posteriori nas demonstrações financeiras auditadas de 31/12/2007 do Grupo Independência, este muito provavelmente teria mantido a sua solvabilidade.

57. Disclaimers como o apresentado acima são extremamente comuns em ofertas públicas. Todo prospecto de colocação de valores mobiliários (tanto no Brasil quanto no mercado internacional) apresenta seção específica destinada à menção sobre todos os riscos mapeáveis a que aquele investimento está sujeito, o que não impede a realização dos investimentos em valores mobiliários. Os apontamentos sobre riscos observados nos prospectas de emissões, especialmente em 2008, mencionam os efeitos da crise internacional e uma série de outros riscos. Entretanto, o risco de uma possível fraude contábil, real motivo da insolvência do Grupo Independência, não era um risco passível de previsão.

58. Caso o disclaimer apontado pelo Relatório de Inspeção fosse prova relevante de uma futura insolvência do Grupo Independência, como parece inferir o referido . Relatório, a emissão dos próprios bonds no valor de US\$ 300 milhões não teria obtido sucesso.

59. Mas o que se verificou foi justamente o contrário: investidores internacionais tomaram a totalidade dos títulos de dívida, a exemplo de outros agentes de mercado que concederam crédito ao grupo, conforme será detalhado posteriormente. Teriam todos os investidores dos bonds ignorado a futura insolvência previsível apontada pela equipe técnica dessa Corte?

II.1.3) Aditamento ao Loan Agreement

60. Um terceiro aspecto indicado no "Achado 2", o qual alega ter havido descaracterização da operação original de capitalização do Grupo Independência, é o aditamento do Loan Agreement celebrado com o JP Morgan, e, com isso, faz-se necessário apresentar alguns esclarecimentos sobre o tema.

61. Tendo em vista que a Independência Participações S.A. era uma holding pura, criada para controlar as sociedades operacionais do grupo, fazia sentido que a participação acionária da BNDESPAR se desse em tal sociedade. O item 1.2 do R.An. da operação dispõe sobre o tema: "A entrada da BNDESPAR dar-se-á através da Independência Participações 5/A, uma "holding" pura, com as atividades operacionais sendo desenvolvidas pela Independência S.A.".

62. O mesmo R.An. prevê como finalidade da operação a consecução do seu Plano de Negócios/ Investimentos, o qual abrangia, entre outras iniciativas, a modernização e ampliação de unidades industriais, que pertenciam às empresas operacionais do grupo, e o investimento em giro, atividade tipicamente operacional. Portanto, a transmissão de recursos da Independência Participações S.A. para suas controladas operacionais, para cumprimento do Plano de Negócios, era esperada e já tratada no R.An.

63. Em relação ao Loan Agreement do JP Morgan, cumpre ressaltar que sua extinção foi incluída como condição precedente para o aporte da BNDESPAR por dois motivos.

64. Inicialmente, o próprio Loan Agreement previa vencimento antecipado em caso de a Companhia realizar um aumento de capital. Desse modo, o aporte de recursos pela BNDESPAR, por si só, ensejaria a exigibilidade imediata do pagamento daquele contrato. Por essa razão, a operação originalmente aprovada pela Diretoria da BNDESPAR não só previa como condição precedente, mas era consistente com a extinção do Loan Agreement.

65. O segundo motivo para a quitação do financiamento antes do aporte da BNDESPAR era que o Loan Agreement contava com o penhor de 49% das ações de emissão da Independência S.A., empresa operacional do grupo. Tais ações seriam vinculadas ao acordo de acionistas celebrado entre a BNDESPAR e os acionistas controladores do Grupo Independência, e com a extinção do Loan Agreement, tais ações passariam a estar desoneradas e livres para vinculação ao acordo de acionistas.

66. Conforme descrito na IP AMC/DEINV nº 13/2008, a Independência, naquele momento apresentou à BNDESPAR a seguinte proposta: o contrato de Loan Agreement, ao em vez de ser quitado, seria transferido da Independência Participações 5.A. para a Independência S.A. e teria seu prazo de pagamento aumentado em 90 dias. Essa era uma situação que claramente representava maior preservação de liquidez (caixa) para a empresa, o que a beneficiaria e, por consequência, a seus acionistas, incluindo a BNDESPAR. A proposta também substituiu a garantia de penhor das ações pela fiança dos acionistas controladores, desonerando as ações que seriam vinculadas ao Acordo de Acionistas. Por esses motivos, a proposta foi aprovada.

67. Ademais, cumpre esclarecer que o aditamento ao Loan Agreement não trazia impactos para o valuation da operação. O impacto da dívida do Loan Agreement foi considerada na dívida consolidada descontada da avaliação econômico-financeira realizada para fins de aporte da BNDESPAR.

68. Assim, considerando que o modelo de avaliação das ações da empresa, detalhado no R.An., considerou o empréstimo de US\$ 100.000.000,00 no cálculo da Dívida Bruta, não havia

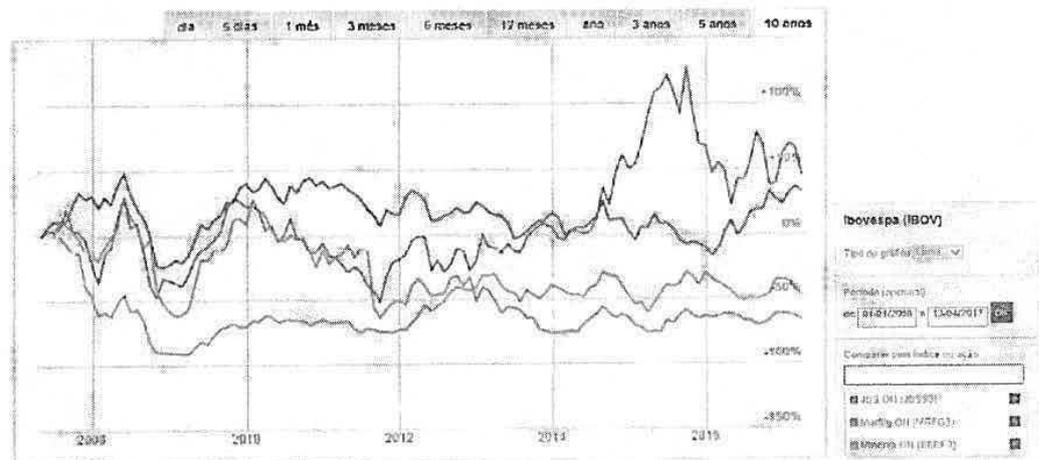
ajuste a ser feito com relação ao pagamento imediato ou não da referida dívida, porque o resultado da Dívida líquida era rigorosamente o mesmo em ambos os casos (e consequentemente o valor do equity). Desta forma, o pagamento imediato ou em 90 dias do empréstimo do JP Morgan não representava qualquer alteração no endividamento líquido da empresa ou qualquer necessidade de ajuste no valuation utilizado no R. An.

II.2) Inexistência de Negligência pela Equipe do BNDES

69. No "Achado 3" do Relatório de Inspeção é apontada a suposta negligência do BNDES em aprovar o apoio financeiro ao Grupo Independência. Para tanto, é realizada inicialmente uma análise geral da crise mundial de 2008 e seus reflexos no Brasil.

70. No Relatório de Inspeção é mencionado também o comportamento da bolsa de valores brasileira, apresentando-se gráfico sobre o comportamento dos preços do índice e das ações de mais três companhias exportadoras de proteínas. Utilizando a mesma fonte que a Equipe de Fiscalização do TCU e estendendo o mesmo gráfico até os dias de hoje (de 01/01/2008 a 13/04/2017), pode-se observar que para além do período apresentado (apenas o ano de 2008), estes preços apresentaram variações relevantes ao longo dos quase 10 anos, sendo que o eventual investimento em uma das companhias selecionadas (JBS) superaria o IBOVESPA no momento, o que, entretanto, não representa qualquer indicativo de comportamento futuro por si só.

Comportamento BM&F Bovespa:



71. Um aspecto que é apontado no Relatório de Inspeção que perpassa diversas alegações de que teria havido negligência da equipe do BNDES na avaliação da operação é o fato de que teriam sido analisados demonstrativos financeiros não auditados. Com isso, esse ponto será abordado em um item específico. Os demais itens desse tópico seguirão a sequência apresentada no Relatório de Inspeção.

II.2.1) Auditoria das Demonstrações Financeiras

72. Não obstante reconheça que a Independência e seus acionistas controladores tenham apresentado ao BNDES demonstrações financeiras que não representavam a real situação econômico-financeira do grupo (Achado 1), o Relatório de Inspeção cria, equivocadamente, a tese de que os profissionais do BNDES teriam agido culposamente, por negligência, e dado causa ao dano sofrido pelo BNDES.

73. Referida negligência, conforme entendimento manifestado no Relatório de Inspeção, advém mormente da alegação de que os técnicos do BNDES deveriam exigir auditoria adicional nas Demonstrações Financeiras do 3º trimestre de 2008, conforme se transcreve abaixo:

“138. Em suma, a equipe de análise baseou os cálculos de perda com derivativos em informações não auditadas, fato que demonstra negligência por parte dos técnicos e do corpo

diretivo do BNDESPAR, haja vista a notória incerteza acerca da exposição cambial das empresas exportadoras alavancadas em dólar.”

74. Inicialmente, cumpre informar que a afirmação não é verdadeira. Conforme se comprova pela seção 4 (Aspectos Econômico-Financeiros) do R.An. - cujo início se transcreve abaixo -, as avaliações econômico-financeiras basearam-se nas Demonstrações Financeiras auditadas de Dezembro de 2005, 2006 e 2007, e basearam-se ainda nas Demonstrações Financeiras Semestrais de Junho de 2008, submetidas a processo de Revisão limitada, e informações trimestrais do 3º trimestre de 2008, ainda não auditadas. Tal informação foi apresentada à Equipe de Fiscalização do TCU em resposta ao Ofício 04-519/2016-TCU/SecexEstataisRJ, porém foi desconsiderada - sem explicações - no Relatório de Inspeção.

“4. ASPECTOS ECONÔMICO-FINANCEIROS

4.1. Principais Indicadores Econômicos-financeiros

Demonstrações Contábeis da Independência S.A auditadas pela BLB Auditores e Consultores (2005 e 2006); e pela DBO Trevisan (2007 e primeiro semestre de 2008). As informações sobre o terceiro trimestre de 2008 não tiveram o processo de auditoria, coordenado pela DBO Trevisan, finalizados.”

5. Ainda que o parecer de Revisão Limitada dos Demonstrativos Financeiros de Setembro de 2008 tenha a data -base de 31/10/2008, a apresentação dos mesmos ao mercado ocorreu apenas no dia 17/11/2008. A publicação de Demonstrações Financeiras revisadas pela empresa de auditor ia independente sempre ocorre a posteriori em relação à sua data-base, devido ao tempo de elaboração da demonstração pela empresa e ao tempo de revisão pela firma de auditoria. Por exemplo, as Demonstrações Financeiras anuais de data-base 31 de dezembro são apresentadas em regra somente no fim de março do ano posterior à data-base, em linha com o previsto no artigo 133 da Lei nº 6.404/1976.

75. Conforme explicado na resposta ao supracitado Ofício, os aspectos econômico-financeiros das operações de colaboração financeira direta são analisados com base em Demonstrações Financeiras auditadas anuais. Não havia (e atualmente não há) norma do Sistema BNDES que exigisse o levantamento de Demonstrações Financeiras auditadas com outras datas-base. Tal procedimento é aplicável tanto para operações de renda variável (subscrição de ações) quanto para operações de financiamento, não sendo exigido do beneficiário que realize nova auditoria completa com data-base do mês da operação.

76. Ressalte-se que as normas do Sistema BNDES estão em linha com as exigências da Lei nº 6.404/76 ("Lei das S.A.") e da Lei nº 11.638/2007, as quais determinam às companhias fechadas (ainda que consideradas de grande porte) o levantamento das demonstrações anuais, não sendo obrigatória a auditoria de outros períodos. Note-se que mesmo as companhias abertas não são obrigadas a realizar processo de auditoria externa para demonstrações financeiras periódicas em período não anual, sendo admitida a emissão de relatório de revisão especial, conforme norma emanada pela Comissão de Valores Mobiliários ("CVM"), Instrução CVM nº 202/1993 (vigente à época da operação) e Instrução CVM nº 480/2009 (vigente atualmente).

77. No caso do R.An., as avaliações econômico-financeiras foram além das exigências normativas, pois, complementarmente às demonstrações financeiras -anuais auditadas de Dezembro de 2005, 2006 e 2007. basearam-se ainda nas seguintes informações: Demonstrações Financeiras Semestrais de Junho de 2008. submetidas a processo de Revisão limitada - realizado por auditoria externa, e informações trimestrais do 3º trimestre de 2008, não auditadas. Note-se que a Independência S.A. e a Independência Participações S.A., não obstante fossem companhias fechadas, já publicavam informações em base trimestral - adotando prática de companhias abertas. Em outras palavras, a análise formalizada no R.An. seguiu todas as normas legais, infralegais e normas internas do BNDES. A equipe de análise baseou-se em demonstrações auditadas referentes a todo o período analisado, à exceção do trimestre findo em

setembro de 2008, para o qual ainda não havia relatório de auditoria disponível no momento da análise.

78. Isso posto, uma análise que observa a lei, as normas da CVM e as regras internas do BNDES não pode ser considerada como uma conduta negligente. Negligência consiste na não-realização de algo a que o agente estava obrigado, por dever de qualquer ordem, a fazê-lo. Consiste na omissão em relação à conduta que era esperada para uma determinada situação. Ora, se toda a regulamentação (legal, infralegal e interna do BNDES) e prática foram observadas pelos técnicos do BNDES no que se refere à exigência de Demonstrações Financeiras, é juridicamente incorreto caracterizar tal conduta como negligente.

79. De acordo com o civilista Caio Mário da Silva Pereira, para a caracterização da culpa, é essencial que o agente tenha descumprido norma preexistente. Não havendo o descumprimento da norma, não se caracteriza a culpa e a conduta não é punível.

80. Note-se que as normas do BNDES posteriormente evoluíram para exigir, adicionalmente ao previsto na Lei das S.A. e nas normas da CVM, a realização prévia de processo de diligência contábil, por empresa externa (também conhecido como due diligence). Em 03/07/2012, com a instituição da Política de Atuação em Renda Variável do Sistema BNDES, por meio da Resolução nº 2.272/2012-BNDES, foi instituída a obrigação de realização de due diligence externa para as operações da BNDESPAR de subscrição de valores mobiliários em companhias fechadas. A instituição da Política de Atuação em Renda Variável decorreu, além da evolução das práticas internas, de recomendação do TCU nos termos do Acórdão nº 2618/2011, de 28/09/2011, o qual requereu a institucionalização de regras específicas para a atuação do Sistema BNDES em renda variável, com a inclusão, entre outros temas, de um conjunto mínimo de informações e documentos para a análise da operação.

81. Nesse contexto, o Relatório de Inspeção tenta imputar aos profissionais do BNDES, que cumpriram rigorosamente a lei, as normas da CVM e as normas do BNDES vigentes à época, a responsabilidade pela possível fraude praticada pela Independência e por seus acionistas controladores. Por essa tese, a vítima da fraude deve realizar análises que vão além das exigências legais e infralegais, partindo da premissa de que os dados auditados apresentados possam estar fraudados e, caso não o faça, será responsabilizada solidariamente com o fraudador. A tese não é razoável e atenta até mesmo contra Enunciado do próprio TCU:

“A negligência do gestor deve ser abalizada com a possibilidade de antevisão do resultado. Se não era do seu conhecimento a existência de esquema fraudulento e se da fraude não auferiu benefícios, pondera-se exagerada a hipótese de responsabilizá-lo por ter concorrido culposamente para o dano ao erário, mesmo que a ocorrência tenha se dado a partir do uso de sua senha pessoal cedida, de boa-fé, a outro agente público.” (Acórdão 6544/2010-Primeira Câmara / Relator: WALTON ALENCAR RODRIGUES) (grifo nosso)

82. Prevalendo a tese do Relatório de Inspeção, qualquer gestor público poderá ser considerado negligente ainda que tenha cumprido rigorosamente todas as normas legais e infralegais (inclusive normas específicas de processo estabelecidas institucionalmente pelos órgãos públicos).

83. Note-se ainda que a realização, por agente público, de exigências em descompasso com as regras legais e infralegais existentes pode, inclusive, caracterizar conduta irregular. Se o Egrégio Tribunal de Contas entende que as regras eram (ou são) insuficientes, não é justo responsabilizar os funcionários que apenas as cumpriram. Se, para o TCU, as regras internas eram insuficientes, não faz sentido punir os técnicos da instituição, mas sim, na sua missão de órgão de controle, recomendar melhorias a serem implementadas pelo BNDES (como já ocorreu diversas vezes no passado).

84. Ademais, a tese do Relatório de Inspeção não se sustenta por outra razão. Conforme explicado acima, a tese de negligência fundamenta-se no fato de a equipe de análise ter se baseado em informações não auditadas. Contudo, o corolário dessa afirmação -é que

informações financeiras auditadas, levantadas no 3º trimestre de 2008 - exigência não prevista em lei ou em normas infralegais, conforme asseverado; -, seriam capazes de identificar os derivativos omitidos e demais problemas contábeis.

85. Ocorre que o ajuste contábil negativo da ordem de R\$ 1 bilhão realizado em 2009, responsável pela insolvência do Independência S.A., deu-se retroativamente em relação às demonstrações financeiras auditadas de 31/12/2007. Explica-se: a Independência publicou, em 2009, novas demonstrações financeiras com a data-base de 01/01/2008; no período compreendido entre 31/12/2007 (demonstrações financeiras auditadas apresentadas ao Sistema BNDES) e 01/01/2008, de apenas 1 dia, ocorreu um ajuste contábil negativo de aproximadamente R\$ 1 bilhão, ajuste realizado em 2009 - posteriormente ao investimento da BNDESPAR. Tais ajustes contábeis foram considerados irregulares pelo próprio Relatório de Inspeção e são a base para a conclusão de "possível fraude contábil" e "apresentação de informações pelo Grupo Independência que não espelhavam a situação econômico- financeira da companhia Independência S.A".

86. Do exposto, conclui-se que: (i) o ajuste contábil responsável pela insolvência do Grupo Independência ocorreu em data-base de 31/12/2007 - 01/01/2008, muito anterior ao 3º trimestre de 2008; e (ii) as demonstrações financeiras auditadas de 31/12/2007 já continham informações irregulares da ordem de R\$ 1 bilhão não vistas pela empresa de auditoria externa. Ou seja, o fato de os demonstrativos anteriores haverem sido regularmente auditados não impediu que os balanços da companhia fossem fraudados.

87. De acordo com a tese apresentada no Relatório de Inspeção, a auditoria realizada nas demonstrações de 31 de dezembro de 2007 e a revisão limitada realizada pela mesma empresa de auditoria nas demonstrações de junho de 2008 deveriam ser suficientes para identificar as irregularidades. Mas, como se viu, os problemas nas demonstrações financeiras que omitiram informações da ordem de R\$ 1 bilhão já existiam muito antes do 3º trimestre de 2008.

88. Adernais, se as demonstrações financeiras auditadas de dezembro de 2007 já continham a "possível fraude" de aproximadamente R\$ 1 bilhão, não descoberta pela empresa de auditoria, é evidente que mesmo uma auditoria não é imune a possíveis fraudes. Note-se que tais demonstrações financeiras auditadas não continham qualquer ressalva feita pela empresa de auditoria.

89. É importante ainda destacar que a BDO Trevisan, responsável à época pela auditoria externa do Grupo Independência, era a quinta maior firma de auditoria do Brasil e a rede BDO Internacional era a quinta maior firma de auditoria e consultoria do mundo. Se uma empresa especializada em auditar demonstrações financeiras não foi capaz de detectar irregularidades nas demonstrações financeiras da Independência, como poderia ser esperado que os técnicos do BNDES o fizessem?

90. Complementarmente aos esclarecimentos dispostos acima, vale a pena uma análise mais detida em relação ao fato de que o ajuste contábil negativo da ordem de R\$ 1 bilhão ocorreu em relação às Demonstrações Financeiras auditadas de 31/12/2007.

91. A auditoria é considerada uma medida de segurança contra a possibilidade de manipulação de informações, de forma que os investidores usualmente exigem que as demonstrações financeiras da empresa receptora de recursos sejam examinadas por um profissional independente e de reconhecida capacidade técnica. Portanto, o registro contábil das transações, particularmente as de risco, como as operações com derivativos, foi (ou deveria ter sido) objeto de análise pelos auditores independentes do Grupo Independência, para verificação de sua exatidão.

92. A elaboração das Demonstrações Financeiras e o exercício da atividade de auditor independente são objeto de extensa regulação legal e infralegal. E, inclusive, o registro desse

tipo de contrato demanda uma série de testes, verificações e circularizações. Além disso, cabe mencionar que a DBO Trevisan era uma firma de auditoria muito reconhecida.

93. Vale lembrar que o Grupo Independência, além de contar com a auditoria BDO Trevisan, contava ainda com a assessoria da empresa de estruturação financeira Latitude Investment Partners Gestão e Finanças Ltda. (CNPJ 03.976.496/0001.21), empresa credenciada na CVM como administradora de recursos, na pessoa do sócio Carlos da Costa Parcias Junior.

94. Se, conforme verificamos no caso, as Demonstrações Financeiras auditadas do Grupo Independência de 31/12/2007 continham erro na ordem de R\$ 1 bilhão a menos, todos aqueles que analisaram a situação financeira com base em tais demonstrações auditadas estavam em situação de erro. Analisaram, na verdade, uma empresa que não existia, uma ficção.

95. Isso se comprova pela quantidade de instituições financeiras de primeira linha e pelo grande volume de crédito existente quando da recuperação judicial da Independência, já apresentados à Equipe de Fiscalização do TCU. Seriam todas essas instituições negligentes? Por óbvio que a conclusão mais razoável é de que todas elas se basearam nas informações financeiras porque estas se presumem verdadeiras, nos termos do arcabouço legal acima mencionado.

96. Frise-se que o Grupo Independência emitiu e teve sucesso na colocação de dívida (bonds) no valor de US\$ 300 milhões no mercado internacional em 2008. Ressalte-se que tal oferta de bonds foi realizada nos termos da Regra 144A ("Rule 144a") e da Regra 903 do Regulation S da Securities and Exchange Commission - SEC (CVM norte-americana) para investidores institucionais qualificados (qualified institutional buyers). Ademais, o Grupo Independência conseguiu captar, em janeiro de 2009, aproximadamente US\$ 100 milhões junto ao Banco Santander e R\$ 69 milhões com o Citibank.

97. Dentre os credores financeiros que constam da lista de créditos financeiros quirografários da Independência, destacam -se as seguintes instituições de primeira linha, conforme lista de credores constante do Processo de Recuperação Judicial (em valores aproximados - somatório de dívidas quirografárias):

Bank of New York - US\$ 520 milhões

Citibank - US\$ 81 milhões e R\$ 11 milhões

JP Morgan - US\$ 106 milhões e R\$ 16 milhões

Santander - R\$ 80 milhões

Votorantim - US\$ 15 milhões e R\$ 119 milhões

Barclays - R\$ 65 milhões

Unibanco - € 37 milhões

II.2.2) Análise da Exposição Cambial da Independência

98. O Relatório de Inspeção afirma, no item 131, com base em textos jornalísticos genéricos sobre derivativos de outras empresas - nenhuma delas relacionadas ao Grupo Independência -, que o BNDES estava ciente do risco conjuntural relacionado a empresas exportadoras alavancadas em dólar.

99. Entretanto, o mesmo Relatório de Inspeção reconhece que o Grupo Independência omitiu do mercado e da BNDESPAR a existência de derivativos não compatíveis com os aprovados na sua política de hedge, em suas demonstrações financeiras de junho de 2008 e setembro de 2008, bem como no Comunicado ao Mercado realizado pela Independência em 26/09/2008.

100. Assim, os cálculos constantes do R.A n. da operação não podem se confundir com os resultados apresentados pelo Relatório de Inspeção com relação aos demonstrativos de 31/12/2008 (quarto trimestre de 2008), que ainda não estavam dispo níveis quando o aporte da BNDESPAR foi aprovado.

101. Conforme apresentado à Equipe de Fiscalização, em Resposta ao Ofício nº 02-519/2016 - TCU/SecexEstataisRJ - Processo TC 034.940/2015-4, os cálculos realizados pelo BNDES à época da análise estavam compatíveis com as informações declaradas pela Independência nas demonstrações financeiras, conforme se reproduz abaixo.

“Durante a fase de análise, os Demonstrativos Financeiros da Empresa, com relação aos instrumentos financeiros derivativos, informavam, que (Demonstrações Financeiras de 31/12/2007 e 30/06/2008):

‘INSTRUMENTOS FINANCEIROS - DERIVATIVOS

A INDEPENDÊNCIA S.A. opera internacionalmente e está exposta a riscos de mercado advindos de mudanças de cotações de moedas estrangeiras e de preços de seus produtos nos mercado nacional e internacional.

Dessa forma, a Administração utiliza-se de instrumentos derivativos, por meio de contratos nos mercados de futuros, de opções e swaps, com o objetivo de proteção de ativos e passivos. (grifamos)

Ante as políticas e práticas estabelecidas para as operações com derivativos, a Administração considera improvável a ocorrência de situações de risco não mensuráveis.’ (grifamos)

A Companhia informou, durante a fase de análise, após a crise financeira iniciada com a insolvência do Banco Lehman Brothers em 15/09/2008, em Comunicado ao Mercado em 26/09/2008 (anexo VII), que:

‘O Independência S.A. ("Independência") gostaria de comunicar que possui uma política conservadora de hedge, dentro da realidade de suas operações.

É importante salientar que a política de hedge do Independência visa uma proteção parcial das nossas exportações e não uma posição especulativa.

A Companhia também mantém elevado saldo de caixa e possui um cenário de dívidas mais concentrado no longo-prazo, garantindo boa liquidez para a empresa.

Dessa forma acreditamos que a saúde financeira da companhia não sofrera com este momento de volatilidade do mercado. Nossos resultados do terceiro trimestre de 2008 deverão refletir nossa exposição normal ao dólar e operações financeiras regulares.’ (grifamos)

A Política de Hedge Cambial, informada pela empresa, declarava que, como uma empresa exportadora, as operações de hedge visavam proteger os recebíveis externos de uma queda do Dólar frente ao Real. A estratégia adotada para esse fim era a venda de dólares futuros em valores não superiores a 50% das exportações mensais da companhia.

Segundo informações da Companhia, contidas nas Demonstrações Financeiras de 31/12/2007 e 30/06/2008, esta contratava operações de derivativos não especulativos para minimizar os efeitos das mudanças nas taxas de câmbio na liquidação de seus ativos em moeda estrangeira.

Foi contemplada na análise, na página 47 do R.An. AMC/DEINV n. 04/08 e AI/DEAGRO n. 06/08, um exercício do possível impacto das operações de hedge, informadas pela empresa, caso houvesse variação positiva do câmbio, dado que a empresa estava vendida em dólares, em conjunto com o resultado das exportações em dólar, dado que a companhia só vendia parte do seu fluxo futuro de dólares.

Segue a memória de cálculo, conforme solicitado.

Exportações mensais esperadas (US\$ milhões)	76.67	76.67	76.67	76.67	A
Dólar	1,90	2,00	2,10	2,20	B
Exportações mensais esperadas (R\$ milhões)	145.67	153.33	161.00	168.67	A*B=C
% Hedge	30%	30%	30%	30%	D
Fluxo hedgeado (US\$ milhões)	23,00	23,00	23,00	23,00	A*D=E
Taxa hedge (R\$/US\$)	1,79	1,79	1,79	1,79	F
Fluxo hedgeado (R\$ milhões)	41.17	41.17	41.17	41.17	E*F=G
Cotação R\$/US\$	1,90	2,00	2,10	2,20	B
1. Resultado Hedge (R\$ MM)	(2,53)	(4,83)	(7,13)	(9,43)	G-(C*D)=H
2. Impacto Variação Cambial no Fluxo de Exportações (R\$MM)	8,43	16,10	23,77	31,43	(A*B)-(A*F)=I
3. Resultado Líquido - 1 + 2 (R\$ MM)	5,90	11,27	16,64	22,00	I+H

Na época da análise, a empresa informou que estava vendida em dólar, a uma taxa média de R\$ 1,79 para o fluxo de cerca de 30% de suas exportações mensais (cerca de US\$ 23 milhões mensais) até junho de 2009.

Para uma taxa de câmbio de US\$/R\$ 2,10, a empresa teria um ajuste negativo mensal de cerca de R\$ 7 milhões. Apesar de a desvalorização representar um possível ajuste negativo, as exportações da empresa no mesmo cenário seriam beneficiadas em cerca de R\$ 23,8 milhões por mês ("hedge natural para endividamento em dólar"). A tabela a seguir (Quadro Demonstrativo da Análise de Sensibilidade da companhia disponível no ITR do 3T08) apresenta o Impacto no fluxo mensal da variação cambial nos resultados de hedge da companhia, e variação no fluxo em reais recebido de suas exportações em relação a uma taxa de câmbio de 1,79 (mesma do hedge). Verifica-se, nesta tabela, que o impacto por vencimento de um câmbio a US\$/R\$ de 2,10 variava entre R\$ 7,6 a 8,6 milhões, ligeiramente superior ao resultado da sensibilidade do R.An. em função de as paridades médias serem ligeiramente inferiores ao valor de R\$ 1,79 informado.

Operação	Risco	Cenário		
		Otimista	Possível	Pessimista
Compromissos de venda	Alta do US\$	1,90	2,10	2,50

Resultados para os compromissos de venda					
Valor US\$ mil	Paridade média	Vencimento	Resultado		
			1,90	2,10	2,50
23.000	1,7893	Out/08	-3.005	-7.605	-16.805
23.000	1,7450	Nov/08	-3.565	-8.165	-17.365
23.000	1,7450	Dez/08	-3.565	-8.165	-17.365
23.000	1,7239	Jan/09	-4.050	-8.650	-17.850
23.000	1,7239	Fev/09	-4.050	-8.650	-17.850
23.000	1,7239	Mar/09	-4.050	-8.650	-17.850
23.000	1,7239	Abr/09	-4.050	-8.650	-17.850
23.000	1,7239	Mai/09	-4.050	-8.650	-17.850
23.000	1,7239	Jun/09	-4.050	-8.650	-17.850
23.000	1,7239	Jul/09	-4.050	-8.650	-17.850
5.000	1,6850	Ago/09	-1.075	-2.075	-4.075

Como destacado anteriormente, o exercício realizado na análise econômico-financeira do Relatório de Análise Conjunto AMC/DEINV n. 04/08 e AI/DEAGRO n. 06/08 (linha 1. Resultado Hedge) está em linha com cada resultado mensal estimado pela companhia para todos os seus compromissos de venda em aberto apresentados no ITR do 3T08. A tabela abaixo apresenta os resultados estimados para o câmbio de US\$/R\$ 1,90 e US\$/R\$ 2,10:

	US\$/ R\$ 1,90	US\$/R\$ 2,10
Resultado Hedge – R.An.	-2,53	-7,13
Resultado ITR (Out/08)	-3,005	-7,605

Nas mesmas demonstrações financeiras (3ºT08), conforme apresentado na análise, não era declarado nenhum derivativo financeiro além do compromisso de venda futura de dólares.

Cabe ressaltar ainda que a Companhia afirmava, nas Notas Explicativas do terceiro trimestre de 2008, que os derivativos contratados não eram especulativos, que buscavam minimizar os efeitos das mudanças nas taxas de câmbio na liquidação de seus ativos em moeda estrangeira, representados pelas cambiais oriundas das exportações:

‘a Companhia contratou operações de derivativos não especulativos para minimizar os efeitos das mudanças nas taxas de câmbio na liquidações de seus ativos em moeda estrangeira, representados pelas cambiais oriundas das exportações.

A Administração entende que os resultados obtidos com estas operações de derivativos atendem à estratégia de gerenciamento de risco adotada pela Companhia e são compensados pela conversão das cambiais de exportação em Reais pela taxa de câmbio mais alta.’ (grifamos).

102. O Relatório de Inspeção, em seu item 126, afirma que em direção contrária à sensibilidade realizada pela BNDESPAR, a Independência registrou, no bojo das demonstrações anuais de 2008, um resultado negativo líquido com derivativos da ordem de R\$ 270 milhões. Os resultados estão destacados na tabela abaixo:

RESULTADO DE DERIVATIVOS - 4Q08				
OPERAÇÃO	AJUSTE (R\$ mil)			STATUS EM 31/12/08
	NEGATIVO	POSITIVO	LÍQUIDO	
Captação com derivativos - resultado efetivo do trimestre	(66.474)	920	(65.554)	
Captação com derivativos - resultado apurado pelo valor justo	-	5.586	5.586	2 OPERAÇÕES
Hedge para exportações	(27.081)	-	(27.081)	3 OPERAÇÕES
Hedge taxa de juros - resultado efetivo do trimestre	(26.304)	-	(26.304)	1 OPERAÇÃO
Derivativo sobre bond - resultado efetivo do trimestre	(24.553)	2.565	(21.988)	
Derivativo sobre bond - resultado apurado pelo valor justo	(124.887)	-	(124.887)	1 OPERAÇÃO
Trava de preço de boi	(1.400)	3.099	1.699	SEM POSIÇÃO
TOTAL	(270.699)	12.170	(258.529)	

Fonte: Demonstrações contábeis de Independência S/A- exercício findo 31/12/2008 (peça 42, p.27)

103. Ocorre que o Relatório de Inspeção não informa que tais demonstrações, de 31/12/2008, foram publicadas já no ano de 2009 após o pedido de recuperação judicial. Trata-se da demonstração financeira após o ajuste contábil negativo de, cerca de R\$ 1 bilhão! Elaborar uma análise econômico-financeira a posteriori baseada em demonstrativos financeiros completamente incomparáveis - um deles fictício e o outro após o reconhecimento do "sumiço" de R\$ 1 bilhão - não se demonstra adequado, notadamente no caso em tela, onde houve republicação de balanço anterior.

104. A análise do Relatório de Inspeção foi realizada com base nos demonstrativos financeiros ajustados publicados em 2009 - os quais apresentavam posições de derivativos especulativos incompatíveis com a Política de Hedge informada pelo Grupo Independência em seus demonstrativos anteriores, estes que basearam a análise realizada pelo BNDES. A posição especulativa do Grupo Independência em derivativos não era aferível pelos dados que a BNDESPAR teve acesso quando da análise do investimento.

105. As demonstrações financeiras de 31/12/2008, emitidas em 2009, posteriormente à entrada da BNDESPAR no capital social da Independência, revelavam uma das duas alternativas: (i) ou as demonstrações financeiras anteriores declaravam de forma incorreta sua posição em derivativos ou (ii) o Grupo Independência se expôs a outros derivativos; além da contratação de operações de venda futura de dólares, relacionadas às exportações de carnes, sem dar ciência ao mercado e à BNDESPAR, seja por meio de seus demonstrativos ou por fatos relevantes, ainda que emitidos no bojo da crise internacional.

106. A tabela apresentada acima, constante do Relatório de Inspeção, com os resultados dos derivativos do 4ºT/08, demonstra um resultado muito desfavorável tanto na trava de taxa de juros (negativo em R\$ 26,3 milhões), quanto na captação com derivativos (negativo em R\$ 66,5 milhões) e no Derivativo sobre o Bond (negativo em R\$ 149,4 milhões).

107. Ocorre que apenas as perdas com o hedge para exportações, no valor de R\$ 27,1 milhões, estavam em linha com as informações financeiras apresentadas pelo Grupo Independência à BNDESPAR e com os valores apresentados no exercício feito no R.An. da operação, consideravelmente diferentes do resultado negativo auferido no trimestre de R\$ 270,7 milhões. Veja-se abaixo a posição de derivativos "visível" à época da análise da operação.

A posição de derivativos, em aberto em 30 de setembro de 2008, é como segue:

INFORMAÇÕES QUALITATIVAS E QUANTITATIVAS SOBRE INSTRUMENTOS FINANCEIROS DERIVATIVOS						
Data Base: 30/09/2008						
Descrição	Valor de referência (nacional)		Valor justo		Efeito acumulada período atual	
	Trimestre		Trimestre		Valores	
	atual	anterior	atual	anterior	a receber	a pagar
Contratos futuros	-	-	-	-	-	-
Compromissos de compra	-	-	-	-	-	-
Compromissos de venda	44.029	36.372	44.029	36.372	-	52.696
Contrato de opções:						
Posição titular – compra	-	-	-	-	-	-
Posição titular – venda	-	-	-	-	-	-
Posição lançadora – compra	-	-	-	-	-	-
Posição lançadora – venda	-	-	-	-	-	-
Contratos de "swaps":						
Posição ativa	-	-	-	-	-	-
Posição passiva	-	-	-	-	-	-
Contratos a termo:						
Posição comprada	-	-	-	-	-	-
Posição vendida	-	-	-	-	-	-

108. Em seguida, no item 137, o Relatório de Inspeção afirma que existiam posições especulativas em aberto desde julho de 2008. Como tais posições não constavam dos demonstrativos do terceiro trimestre de 2008, pode-se observar, mais uma vez, evidência clara da ocultação de dados à equipe da BNDESPAR, pois posições relevantes não estavam contabilizadas nas demonstrações analisadas de forma fidedigna, sendo tais posições somente apresentadas nas demonstrações de 31 de dezembro de 2008, posteriormente ao pedido de recuperação judicial.

109. O Relatório de Inspeção faz menção às posições em derivativos que foram entregues pelo Grupo Independência durante a arbitragem. Observando esta relação é possível verificar que há posições especulativas, inclusive com dupla indexação, com início em datas diversas ao longo de 2008. Muitas destas datam do primeiro semestre de 2008, o que claramente viola a política de derivativos declarada pela empresa, seja via comunicados ou releases, ou detalhadas em suas demonstrações financeiras. Mais que isso, há posições cujos fechamentos trimestrais se encontravam entre seu início e vencimento, indicando a existência de posições em aberto desses derivativos na data de suas demonstrações financeiras que não foram nelas apontados, o que corrobora a conclusão de apresentação de informações financeiras enganosas e possível fraude contábil.

110. Vale ainda mencionar que diversas correspondências foram encaminhadas reiteradamente pela BNDESPAR para o Grupo Independência desde o início de 2009, questionando o súbito consumo de caixa e a deterioração que levou a Companhia a solicitar a Recuperação Judicial, tendo a BNDESPAR exigido, inclusive, uma auditoria específica sobre o fluxo de caixa mensal do Grupo Independência.

111. Tais questões ficaram sem resposta satisfatória, mesmo durante o procedimento arbitral - não obstante ter a BNDESPAR pedido esclarecimentos perante o tribunal arbitral. Não está claro, diante dos ajustes realizados retroativamente pelo Grupo Independência em suas Demonstrações Financeiras, quando e em quais condições tais instrumentos derivativos foram contratados, dado que não estavam apresentados nas notas explicativas das demonstrações financeiras de 31/12/2007, 30/06/2008 e 30/09/2008, e, somente surgiram nas Notas Explicativas das demonstrações financeiras de 31/12/2008, publicadas após o efetivo aporte de capital da BNDESPAR.

112. Além disso, o item 139 do Relatório de Inspeção afirma que, considerando os contratos de ACC e pré-exportação e o contrato com o JP Morgan, as obrigações em dólar

chegavam a US\$ 286 milhões. Nas palavras do Relatório de Inspeção, "em caso de especulação com derivativos, a companhia teria que ir a mercado comprar dólar, resultando em prejuízos efetivos".

113. O Relatório ignora que a "especulação com derivativos" era omitida nas demonstrações financeiras e nos documentos oficiais publicados pelo Grupo Independência. Conforme já explicado à Equipe de Fiscalização, o Grupo Independência apresentava, em suas informações financeiras, posição conservadora em derivativos com finalidade de hedge (somente vendia dólares futuros de parte de sua receita de exportação) e não derivativos com finalidade especulativa. Isso posto, as análises da BNDESPAR não consideraram derivativos especulativos, já que não havia como presumir que essas operações vinham sendo realizadas.

114. Não é possível afirmar, conforme afirma o Relatório de Inspeção, que o Grupo Independência teria que comprar dólares a mercado para cobrir a sua exposição de derivativos, dado que o grupo vendia somente 30% a 50% do fluxo de suas exportações mensais antecipadamente. Os contratos de ACC e Pré-exportação informados não são contratos de curto prazo, uma vez que os novos empréstimos de US\$ 100 milhões de ACC tiveram um prazo de três anos, com 12 meses de carência.

115. Nas demonstrações do terceiro trimestre de 2008, a empresa informa que a sua posição de caixa e aplicações financeiras era de R\$ 492,884 milhões e indica o cronograma de amortização para o ano de 2008. Segundo a publicação desses resultados, a amortização da dívida de 2008 era de R\$ 127,015 milhões, sendo que a empresa no mesmo trimestre informou um novo pré pagamento a exportação de US\$ 150 milhões.

116. O faturamento à época era em torno de 60% em dólares. Portanto, com base nas informações financeiras disponíveis, tratava-se de uma empresa saudável, com liquidez, com parte das suas dívidas em dólares, com vencimento concentrado no longo prazo (71% da dívida), sendo que o vencimento no quarto trimestre era de R\$ 127,015 milhões e grande parte da receita em dólares, seguindo uma estratégia de hedge para proteção da margem em reais. Com base nos números que foram apresentados ao Sistema BNDES, era muito provável que o Grupo Independência não enfrentasse uma crise de liquidez.

117. No entanto, como já mencionado anteriormente, as posições de caixa, dívida, posições de derivativos, bem como todas as outras contas patrimoniais da companhia apresentadas nos seus demonstrativos auditados de 31/12/2007 e, conseqüentemente, nos demonstrativos seguintes, de junho de 2008 e setembro de 2008, não refletiam a realidade patrimonial do Grupo Independência.

118. Já no item 140, o Relatório de Inspeção sugere "omissão em verificar os motivos que levaram a perdas financeiras substanciais, no terceiro trimestre de 2008, registrados sob a rubrica variação cambial". O volume das perdas financeiras registradas no período, sugere-se, seria um "forte indicativo de que a companhia poderia estar operando com derivativos especulativos".

119. Novamente, imputa-se aos profissionais do BNDES a responsabilidade pela possível fraude. Ora, se a variação cambial fosse erroneamente classificada como variação cambial decorrente de financiamentos e não como decorrente de resultado de derivativos especulativos não contabilizados, a empresa de auditoria independente, BDO Trevisan, responsável pela revisão das Demonstrações Financeiras da Companhia, deveria ter se pronunciado em tais demonstrações, informando que a classificação não estava correta e que existiam a exposição em derivativos não contabilizados pela empresa.

120. O Relatório de Inspeção, no item 89, busca também estimar que parcela da rubrica registrada em variação cambial referia-se, na verdade, a despesas de caixa efetivas do trimestre, e indica que isto denotaria indícios de "impactos no fluxo de caixa cuja existência a empresa

não queria evidenciar". Para realizar suas estimativas, o Relatório de Inspeção ignora que a rubrica abarca outras despesas além da variação da dívida em dólar, que não necessariamente envolvem saídas de caixa no período. Consta, por exemplo, na resposta ao Ofício reproduzida anteriormente, a apresentação da tabela com os resultados para os compromissos de venda de dólar futuro ç1 diferentes cotações em 30 de setembro de 2008, na qual é possível observar que a uma cotação ligeiramente inferior (1,90), estas despesas totalizavam cerca de R\$ 40 milhões, ainda que não representassem saídas efetivas de caixa durante o trimestre.

121. Buscando entender os ajustes negativos efetuados nos demonstrativos financeiros do Grupo Independência, a BNDESPAR iniciou uma análise a partir dos demonstrativos auditados do exercício findo em 31/12/2007. Em relação a este demonstrativo, chamam a atenção os comentários a seguir transcritos do parecer do auditor independente, BDO Trevisan (item 3):

“Em nossa opinião, as demonstrações contábeis referidas no parágrafo 1 representam adequadamente, em todos os aspectos relevantes, a posição patrimonial e financeiro, do Independência S.A. em 31 de dezembro de 2007, o resultado de suas operações, as mutações de seu patrimônio líquido e as origens e aplicações de seus recursos referente s ao exercício findo naquela data, de acordo com as práticas contábeis adotadas no Brasil.” (grifamos)

122. Chama a atenção também a nota explicativa nº 13, que versa sobre AJUSTES DE EXERCÍCIOS ANTERIORES, abaixo transcrita:

“Ao longo do exercício de 2007, no âmbito do processo de reorganização por que passa a Companhia, os acionistas e o Administração do INDEPENDÊNCIA S.A. determinaram amplo levantamento dos aspectos fiscais, tributários e contábeis da Companhia, visando aprimorar seus processos e registros, em linha com os melhores práticos contábeis, além de padronizar essas práticas em função das diversas incorporações efetuadas no exercício de 2007 e de apresentação das suas demonstrações contábeis, bem como com a parametrização decorrente da mudança do seu sistema de processamento de dados. Nesse contexto, as demonstrações contábeis do exercício de 2007 incluem reclassificações de saldos e contas, bem como a justes de exercícios anteriores, estando devidamente corrigidas, quando aplicável, nos termos previstos na Norma e Procedimentos de Contabilidade - NPC 12 - Práticas Contábeis. Mudanças nas Estimativas e Correções de Erros. Essas correções se referem substancialmente à compatibilização das práticas contábeis do INDEPENDÊNCIA S.A. e ao ajustamento necessário decorrente da mudança do sistema de processamento de dados.” (grifamos)

123. A julgar pela ausência de ressalva no parecer do auditor independente e pela informação contida na nota explicativa nº 13, os demonstrativos findos do exercício de 2007 refletiam "as melhores práticas contábeis", "estando devidamente corrigidos".

124. Sobre esse tema, o Relatório de Inspeção cita ainda, em seu item 142, jurisprudência do STJ (citado pelo Tribunal Arbitral) sobre o alto grau de risco de negociação com derivativos: "aqueles que se encorajam o investir em fundos arrojados estão cientes dos riscos do negócio".

125. Essa argumentação não se sustenta. Conforme já demonstrado, os derivativos especulativos não estavam contabilizados! Os únicos derivativos contabilizados eram os de proteção de margem em reais, como a venda futura de parte dos dólares da exportação de carnes, o que não se confunde com o Fundo de Investimento de Derivativos em dólares norte-americanos, citado na decisão arbitral. Segundo a política de hedge do Grupo Independência, este nunca vendia mais do que 50% das vendas de exportação de dólares futuros. Com tal prática, o grupo estaria protegido em margem adequada em reais. Segundo a mesma política de hedge, o Grupo Independência não vendia a descoberto dólares, sua política de hedge não permitia isso. Não é cabível a afirmação de que a BNDESPAR estava ciente dos riscos envolvidos na especulação por meio de derivativos quando sequer sabia (por impossibilidade) da posição especulativa do Grupo Independência.

126. Por fim, entendemos ser importante tecer uma visão geral sobre o posicionamento do Sistema BNDES à época, demonstrando que, na verdade, a análise econômico-financeira

realizada foi prudente. A operação de subscrição de ações da Independência considerou sim os impactos da flutuação cambial, tendo inclusive, conforme comprovado documentalmente à Equipe de Fiscalização do TCU, estruturado contratualmente mecanismos de verificação e ajuste de preço baseados em variação da taxa de câmbio, fato omitido no Relatório de Inspeção.

127. A taxa de câmbio US\$/R\$ é uma variável macroeconômica volátil e de difícil previsão. Após um período de forte oscilação entre o último trimestre de 2008 e o primeiro trimestre de 2009, a taxa de câmbio, medida em R\$ por US\$, apresentou nova trajetória de apreciação.

128. Como é sabido, de uma maneira geral, empresas exportadoras e com unidades produtivas no Brasil deveriam se beneficiar de um efeito de longo prazo de apreciação do dólar. Isto ocorre, pois, uma vez que já são exportadoras: (i) possuem o canal de distribuição e de vendas já estabelecido e (ii) podem se beneficiar do fato de parte de sua estrutura de custos e despesas estar em Reais. Assim, a combinação de uma estrutura de custos mais eficiente com o canal de distribuição e vendas já constituído deveria provocar um aumento na capacidade de exportar.

129. O movimento ocorrido em setembro de 2008, de apreciação do dólar americano frente ao Real, poderia revelar-se como benéfico para a empresa caso fosse de longo prazo, contribuindo para o aumento de sua competitividade, com expansão de margens e para um aumento no nível de exportações. Ocorre que, naquele momento, não estava claro se o câmbio continuaria em patamares desvalorizados ou se o Real voltaria a se valorizar frente do dólar (como acabou acontecendo a partir do segundo trimestre de 2009).

130. De qualquer forma, uma empresa com o desempenho operacional como o da Independência e com perfil de endividamento de longo prazo, sobretudo diante de operação de capitalização pela BNDESPA, deveria reunir as condições necessárias e suficientes para enfrentar aquele momento de turbulência de mercado.

131. A Sadia e a Aracruz, conforme mencionado no Relatório de Inspeção e noticiado na mídia, apresentaram problemas decorrentes da utilização de derivativos alavancados. Ou seja, a partir de determinados patamares de desvalorização cambial, o ajuste a ser pago pela companhia contratante do derivativo era desproporcional. A crise vivida por essas empresas, portanto, não estava ligada necessariamente à sua natureza exportadora e à desvalorização cambial, mas sim à utilização de operações com derivativos alavancados. O Grupo Independência, por outro lado, declarou oficialmente que possuía uma política de hedge conservadora, conforme apresentado anteriormente. Seus demonstrativos financeiros (auditados de 31/12/2007, revisão limitada de 30/06/2008 e não auditados de 31/09/2008) eram compatíveis com sua política de hedge.

132. O valuation da empresa foi realizado a partir do desconto, pelo custo médio ponderado de capitais, dos fluxos de caixa futuros da firma, tendo como partida os demonstrativos financeiros disponíveis naquele momento. Uma vez encontrado o valor da firma, foi subtraído o valor das dívidas para se chegar ao valor do equity da empresa (ou valor das suas ações).

133. Foi estruturado mecanismo de ajuste da precificação, em função do desempenho operacional e do comportamento da dívida (cláusula 7.2 do Acordo de Acionistas). Ficou estabelecido que o EBITDA efetivamente realizado no ano de 2009 seria multiplicado por um múltiplo de 5,5x (isto é, um EV/EBITDA de 5,5x). Deste montante, o valor da firma, seria subtraído o montante de dívidas líquidas verificadas também ao final do exercício de 2009, chegando-se a um novo valor do equity (das ações) da empresa.

134. Conforme argumentado no R.An. da operação, baseando-se nas demonstrações financeiras da empresa, esta possuía a maior parte de sua dívida atrelada à variação cambial. Como a posição de dívida em moeda estrangeira de uma empresa é contabilizada pelo câmbio de fechamento de um determinado período contábil e a taxa de câmbio é uma variável macroeconômica que possui volatilidade e de difícil previsão, a subtração do valor da firma no

final do exercício de 2009 pela dívida contabilizada pela taxa câmbio de fechamento poderia favorecer ou prejudicar uma das partes. Assim, a operação estruturada previa a apuração do estoque da dívida em moeda estrangeira pela taxa de câmbio média verificada no ano de 2009, conforme práticas usuais de mercado. Assim, esperava-se que eventuais oscilações/volatilidades de curto prazo fossem diluídas pelo efeito da média anual. Com isso, pode-se afirmar que os impactos da variação cambial foram efetivamente avaliados e precificados na operação de investimento da Independência.

135. Cabe ainda reiterar que a operação previa outro mecanismo de ajuste de preço referenciado em variação cambial: atrelado à realização de avaliação da dívida de entrada, com enfoque na determinação da dívida líquida - impactada pela variação cambial (cláusula 3.3. do Contrato de Promessa de Subscrição de Ações).

136. No ano de 2008, a taxa de câmbio US\$/R\$ apresentou sensível variação (volatilidade). Após iniciar o ano no patamar de US\$/R\$ de 1,77, apresentou trajetória declinante atingindo cerca de R\$ 1,57 nos primeiros dias de agosto. A partir deste momento, a taxa de câmbio chegou a um máximo de US\$/R\$ 2,50 nos primeiros dias de dezembro deste mesmo ano. No ano de 2009, por outro lado, a taxa iniciou no patamar de US\$/R\$ 2,33. Após alguma volatilidade no primeiro trimestre de 2009, tendo oscilado entre um mínimo de US\$/R\$ 2,19 e um máximo de US\$/R\$ de 2,42, encerrou o ano em trajetória declinante no patamar de US\$/R\$ de 1,74.

137. À época da análise, desconsiderando, portanto, os ajustes contábeis realizados posteriormente nas demonstrações financeiras auditadas ("sumiço" de R\$ 1 bilhão), a empresa apresentava uma estrutura de capital que, apesar de alavancada, era fundamentada em dívidas de longo prazo. Adicionalmente, a Companhia vinha em rota de crescimento, com a entrada em operação de novas plantas, e a capitalização a ser promovida pela operação da BNDESPAR contribuiria para a redução da relação Dívida Líquida/EBITDA.

138. Sendo a maior parte da dívida de longo prazo em moeda estrangeira, apesar de eventuais efeitos negativos nos demonstrativos financeiros provocados pela contabilização de despesas oriundas da oscilação cambial no curto prazo, a maior parte destas não representariam efeito caixa.

139. Além dos já mencionados ajustes contábeis da ordem de R\$ 1 bilhão, cumpre ainda citar que a utilização do caixa do Grupo Independência não foi adequadamente explicada à BNDESPAR, seja durante o procedimento de acompanhamento após a primeira liberação ou, notadamente, após solicitação realizada em sede de arbitragem.

140. Esses aspectos foram detalhados no item "e" na Nota Técnica AMC/DEPACI nº 14/2016, de 18/11/2016, em resposta ao Ofício no 01-519/2016 TCU/Secex Estatais RJ - Processo TC 034.940/2015/4, e não considerados pelo Relatório de Inspeção. Não obstante a BNDESPAR tenha notificado reiteradamente o Grupo Independência acerca dos ajustes contábeis e da utilização do caixa, as respostas não foram satisfatórias, razão pela qual a BNDESPAR propôs arbitragem contra o Grupo Independência.

II.2.3) Análise de Solvência de Curto Prazo da Independência

141. Segundo o Relatório de Inspeção, os riscos de solvência de curto prazo da Independência não teriam sido mensurados, bem como não teriam sido realizados cálculos de sensibilidade com vistas a simular cenários adversos possíveis.

142. Ocorre que a análise de solvência consta do R.A n. da operação, incluindo análise dos vencimentos e obrigações de curto prazo e as disponibilidades da empresa. Conforme apresentado no R.An. e já mencionado nesse memorial, o saldo de caixa e aplicações financeiras da Independência era de R\$ 493 milhões em setembro de 2008, suficientes para cobrir 93,3% da dívida de curto prazo da referida sociedade. Conforme já apresentado à Equipe de Fiscalização do TCU, a empresa tinha, segundo os demonstrativos de setembro, R\$ 127,015 milhões em

vencimentos. Ressalta-se que o Grupo possuía ainda uma dívida de US\$ 100 milhões (aproximadamente R\$ 191 milhões em setembro de 2008), cujo vencimento foi estendido para final de fevereiro de 2009.

143. Com o primeiro aporte da BNDESPAR, de R\$ 250 milhões, a empresa deveria permanecer com uma estrutura de dívida suficiente para quitar suas obrigações de curto prazo, ainda que ela não tomasse nenhuma dívida nova por conta dos covenants.

144. Ademais, a Independência encontrava-se em fase de crescimento, com aumento de faturamento. Tal crescimento, se estivesse em linha com as informações apresentadas pelo Grupo Independência nas suas demonstrações financeiras de partida, utilizadas para a realização das projeções financeiras, levariam a uma gradual redução do índice de dívida líquida/EBITDA projetado.

145. O Relatório de Inspeção busca provar sua tese com base em opinião equivocada sobre covenants assumidos pelo Grupo Independência. Covenants de endividamento e obrigação de obter waiver do credor para tomar novas dívidas são práticas usuais, inclusive em contratos com o BNDES e debêntures de mercado. Em outras palavras, a existência de um determinado covenant não significa impedimento absoluto à constituição de novas dívidas.

146. Exemplo disso pode ser verificado no caso do próprio Grupo Independência. Diferentemente da premissa utilizada pelo Relatório de Inspeção, o Grupo Independência captou novas dívidas em 2009. Apesar do covenant, o Grupo captou nesse ano US\$ 100 milhões (a dívida seria convertida em reais na data da captação) junto ao Banco Santander e R\$ 69 milhões com o Citibank.

147. No item 148 do Relatório de Inspeção, transcreve-se análise sobre impactos de variação cambial entre novembro de 2008 e fevereiro de 2009, para concluir que a situação financeira do Grupo Independência já era grave quando do aporte da BNDESPAR.

148. Ocorre que, também neste ponto o Relatório de Inspeção confunde tempos distintos (pré-ajustes contábeis e pós-ajustes contábeis), concluindo, erroneamente que houve conduta ilícita por parte da equipe técnica do BNDES. Tais análises sobre fluxo de caixa foram feitas com base em informações financeiras pós-ajustes contábeis, enquanto as análises realizadas pela BNDESPAR foram realizadas pré-ajustes contábeis. Esse ponto é corroborado pelo próprio Relatório de Inspeção, no item 182, ao afirmar que "caso as informações repassadas ao BNDESPAR fossem fidedignas à condição econômico-financeira da ISA, a operação não seria efetivada".

149. O problema de liquidez do Grupo Independência foi resultante da real situação patrimonial, situação esta ocultada do BNDES e das demais instituições do mercado. A situação econômica da Independência, pelo disposto nas demonstrações contábeis apresentadas à BNDESPAR, não indicava uma crise de liquidez no curto prazo. Pelos dados avaliados, era esperado que a Companhia possuísse robustez financeira suficiente para não ser excessivamente afetada pelos efeitos da crise financeira mundial de 2008.

150. O Relatório de Inspeção apresenta um "exercício" de estimativa do fluxo de caixa do terceiro trimestre de 2008 para utilizar na construção de sua tese. Os cálculos deste "exercício", entretanto, apresentam inconsistências relevantes. Há uma confusão entre itens de natureza contábil sem efeito caixa.

151. Menciona-se também trecho do Relatório Técnico de Perícia Contábil apresentado no processo arbitral para corroborar sua tese: sobre as informações financeiras disponíveis em 30 de setembro de 2008, "era informação disponível mais atualizada no momento da análise de investimento realizada pela BNDESPAR". Entretanto, o trecho foi retirado de um parágrafo que conclui exatamente o oposto de suas alegações:

"Segundo o Balanço Patrimonial datado de 30 de setembro de 2008, informação disponível mais atualizada no momento da análise de investimento realizada, pela BNDESPAR

, o Patrimônio Líquido da ISA era de R\$ 306,6 milhões e, apesar do resultado do exercício nos nove primeiros meses de 2008 ter sido um prejuízo de R\$ 255,9 milhões, a ISA possuía um capital circulante líquido (folga financeira de curto prazo) de R\$578,7 milhões. Assim, com base nas informações existentes ó época, era de se supor que o aporte de capital inicial de R\$ 250 milhões resultasse em uma readequação da estrutura de capital da Companhia que possibilitaria a reorganização de suas atividades para enfrentar os desafios existentes à época.”

152. Novamente, conforme reconhecido pelo próprio Relatório de Inspeção, "sumiram" R\$ 367,057 milhões do Ativo Circulante (que possui Caixa e Aplicações Financeiras), "surgiram" R\$ 93,565 milhões na conta de Passivos Circulantes (piorando em muito a fotografia da necessidade de capital de giro que não poderia ser antecipada pela BNDESPAR), bem como "surgiu" urna dívida adicional de R\$ 505,465 milhões. Os ajustes realizados levaram a Companhia, que possuía um Patrimônio Líquido positivo de R\$ 572,753 milhões em 31/12/2007, para um Patrimônio Líquido negativo depois dos ajustes de R\$ 393,361 milhões (passivo a descoberto), o que torna a análise dos vencimentos das dívidas de curto e médio prazo e de variação cambial e consequentemente a análise do fluxo de caixa realizadas com os dados iniciais uma ficção.

153. Não obstante o Relatório de Inspeção reconheça as irregularidades nas demonstrações contábeis do Grupo Independência, parece, ao mesmo passo, ignorá-las quando aponta negligência por parte da equipe técnica do BNDES. Utiliza-se de dados pós-ajustes contábeis (real situação financeira) para fazer comparações com dados pré-ajustes. Todavia, não há como exigir que a análise da BNDESPAR tivesse levado em consideração dados que somente foram divulgados após a realização do investimento na Companhia.

II.2.4) Outros Riscos de Exposição de Curto Prazo

154. A partir do item 159, o Relatório de Inspeção cria a tese de falha da BNDESPAR na mensuração da exposição financeira de curto prazo do Grupo Independência no que se refere a um covenant assumido pela empresa perante o Citibank.

155. O Relatório descreve um contrato típico de exportação celebrado com o Citibank, mas foca nos covenants fixados e nas possíveis consequências de seu eventual descumprimento: "no curto prazo, a Companhia corria risco de não atingir a covenant financeira estabelecida no contrato com o Citibank".

156. Com base em presunções sobre fatores econômicos, o Relatório sugere que o covenant poderia vir a ser descumprido. Ainda conforme o Relatório de Inspeção:

“Tal descumprimento e sua continuidade, por força contratual, poderia levar ao default e, consequentemente, ao vencimento antecipado de toda dívida por vencer, mais os encargos. O não pagamento do total da dívida, mais encargos, poderia gerar inadimplências cruzadas (cross default) de outros contratos de dívida do frigorífico (captação por bonds), levando à insolvência da Companhia.”

157. Trata-se de um exercício de suposições que nunca se implementaram. O Citibank, como as demais instituições financeiras, tornou-se mais um no rol de credores da Recuperação Judicial da empresa. O pedido de recuperação judicial não decorreu de um vencimento antecipado realizado pelo Citibank. Muito menos por um vencimento antecipado do Citibank baseado no covenant em questão. Isso não ocorreu, conforme se verifica por todos os elementos constantes da documentação da empresa e do processo de Recuperação Judicial. O Citibank, inclusive, aumentou sua exposição à Companhia concedendo novo empréstimo em 2009.

158. Quer-se responsabilizar solidariamente funcionários do BNDES por uma perda decorrente de possível fraude contábil em demonstrativos auditados realizada pelo Grupo Independência utilizando-se como fundamento legal uma suposta falha na mensuração das possíveis consequências de um eventual descumprimento de covenant - tendo-se a ciência de que tais consequências sequer ocorreram.

159. Ocorre que, consoante acima asseverado, covenants de endividamento e obrigação de consultar ou pedir waiver ao credor para tomar novas dívidas são muito usuais, inclusive em contratos com o BNDES e debêntures de mercado. É comum que credores avaliem, caso a caso, as condições contratuais dessas dívidas e aceitem (dando um waiver) que as companhias tomem novos endividamentos.

II.3) Aspectos Adicionais relacionados à Operação da Independência

II.3.1) Opinião do Perito Contábil

160 . O Relatório de Inspeção, nos Achados 2 e 3, sugere que os demonstrativos financeiros do terceiro trimestre de 2008 já traziam "indícios" de que a situação financeira do Independência não era saudável: "já eram sentidos os impactos das posições montadas com derivativos". Caberia, segundo a tese do Relatório de Inspeção, à BNDESPAR chegar a estas constatações analisando os números apresentados.

161. Como já visto, tal sugestão ignora que o " sumiço" da ordem de R\$ 1 bilhão ocorreu em relação aos demonstrativos financeiros auditados de 31/12/2007 - demonstrações estas sem ressalvas, muito antes do 3º trimestre de 2008. Outrossim, tal relatório não questiona o posicionamento dos Auditores Independentes que assinaram o relatório de revisão limitada do 3º trimestre de 2008 devido ao disclaimer feito pelos auditores da BDO Trevisan. Entende o Relatório de Inspeção que a empresa de auditoria deu a devida Informação ao leitor, conforme transcrito abaixo:

“52. Cumpre ressaltar que o relatório de revisão limitada, constante das demonstrações financeiras do terceiro trimestre de 2008, elaborado pela auditoria independente, dá notícia da revisão dos controles internos e dos efeitos da nova Lei, de forma a resguardar a própria empresa de auditoria de futura responsabilidade (peça 47, p. 3):

(...)a Administração da Companhia não havia concluído seus estudos sobre os impactos do cálculo do ajuste a valor presente nas rubricas de ativos e passivos para atendimento à Lei 11.638/07 de forma a- possibilitar o registro contábil de eventuais efeitos ou divulgar uma estimativas dos possíveis efeitos no patrimônio líquido e no resultado e/o semestre findo em 30 de setembro de 2008, além de estar promovendo uma revisão em seus controles internos, visando adequar as contas patrimoniais de ativos e passivos. Não nos foi possível, através da aplicação de procedimentos adicionais de auditoria quantificar os eventuais efeitos destas atividades.” (grifamos)

162. Entretanto, conforme averiguado pelo perito contábil contratado pela BNDESPA R no âmbito da Arbitragem realizada contra o Grupo Independência, Prof. Dr. Fernando Caio Galdi (Doutor em Ciências Contábeis pela Universidade de São Paulo - USP) e pós-Doutor em Contabilidade pela University of Arkansas - USA), os ajustes negativos de aproximadamente R\$ 1 bilhão não são explicados pela revisão de controles internos e nem pelos impactos ao atendimento à lei 11.638/07.

Prof. Dr. Fernando Caio Galdi

Professor Associado – Departamento de Contabilidade & Finanças
FUCape Escola de Negócios – www.fucap.br
Avenida Fernando Ferrari, 1358 – Goiabeiras, Vitória ES, CEP: 29075-010
E-mail: fernando.galdi@fucap.br

Adicionalmente, nas demonstrações financeiras de 31 de dezembro de 2007, a ISA relata em sua nota explicativa 2f (pág. 10) que:

“A partir de 30 de junho de 2006 a Companhia implantou o sistema integrado de gerenciamento entre os Departamentos Financeiro e Contábil com referência aos controles de contratações e liquidações das operações em moedas estrangeiras, que passaram a ser reconhecidas pelo regime de competência de acordo com as normas emanadas pela legislação societária brasileira.”

Assim, os ajustes apresentados como “cálculo de variação cambial” não se justificam nem como decorrentes da implementação dos preceitos contidos na Lei 11.638/07 e na MP 449/08, nem como ajustes decorrentes de revisão de controles internos.

163. Ora, se os ajustes não são justificados pelo disclaimer acima, é inevitável inferir o seguinte: ou os auditores independentes não foram capazes de perceber os supostos indícios e as referidas posições em derivativos omitidas, ou os auditores independentes assinaram parecer de Relatório de Revisão Limitada que não refletia suas reais opiniões sobre tais demonstrativos financeiros.

164. Ainda conforme conclusão do especialista, ajustes decorrentes de “revisão de controles internos” não deveriam ser significativos, conforme página 34 do Relatório Técnico realizado pelo Prof. Dr. Fernando Caio Galdi:

“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 controle internos e conciliações tenderiam a não ser justificativos.” (grifamos)

165. Ainda conforme Relatório Técnico do especialista (página 6):

“Segundo o Balanço Patrimonial dotado de 30 de setembro de 2008, informação disponível mais atualizada no momento da análise de investimento realizada pelo BNDESPAR, o Patrimônio Líquido da ISA era de R\$ 306,6 milhões é, apesar do resultado do exercício nos nove primeiros meses de 2008 ter sido um prejuízo de R\$ 255,9 milhões, a ISA possuía um capital circulante líquido (folga financeira de curto prazo) de R\$578,7 milhões. Assim, com base nas informações existentes à época, era de se supor que a aporte de capital inicial de R\$ 250 milhões resultasse em uma readequação da estrutura de capital da Companhia que possibilitaria a reorganização de suas atividades para enfrentar os desafios existentes à época.” (grifamos)

166. Se nem mesmo a empresa de auditoria registrada na CVM que realizou os procedimentos de auditoria nas demonstrações financeiras anuais de 2007 e de revisão limitada dos demonstrativos financeiros intermediários apresentados pela Companhia foi capaz de vislumbrar uma possível fraude, tampouco foram capazes as instituições financeiras que concederam empréstimos à Independência, não é razoável supor que os profissionais do BNDES, seguindo a normatização vigente época, tivessem como inferir que a situação da Companhia era diferente da apresentada nos demonstrativos disponíveis.

II.3.2) Sentença Arbitral Desfavorável à BNDESPAR

167. Para corroborar a tese equivocada de negligência, o Relatório de Inspeção utiliza a sentença arbitral desfavorável à BNDESPAR. Cita trechos da referida sentença em que os árbitros manifestam o entendimento de que a BNDESPAR poderia ser capaz de identificar a real situação econômico-financeira do Grupo Independência.

168. Ocorre que o Relatório de Inspeção ignora que a Câmara Arbitral de Mercado não opinou no sentido de uma possível fraude das demonstrações financeiras do Grupo Independência. Diferentemente do próprio Relatório de Inspeção, a Câmara Arbitral de Mercado não concluiu que houve fraude ou omissão de informações, por não ser objeto direto da controvérsia, o que faz toda a diferença para a opinião sobre a capacidade de identificação da real situação econômico-financeira da empresa.

169. Como a Câmara Arbitral de Mercado não decidiu sobre a existência de erros e/ou fraude, ela opinou no sentido de que a BNDESPAR poderia ter identificado a real situação financeira da Independência a partir das demonstrações apresentadas. O contrário também seria verdadeiro, isto é, se houve possível fraude e entrega de informações irregulares (como reconhece o Relatório de Inspeção), logo não haveria como a BNDESPAR visualizar a real situação da Companhia a partir de informações irreais.

170. O Relatório de Inspeção aponta possível fraude e falseamento de informações e, ao mesmo tempo, conclui que a BNDESPAR deveria ter descoberto a real situação do grupo a partir da análise de informações incorretas, o que nos parece contraditório.

171. Frise-se que a testemunha técnica concluiu, conforme demonstrado acima, que foram encontradas inconsistências técnicas nas demonstrações financeiras do Grupo Independência não justificadas pelas informações oferecidas pelos controladores do Grupo, em consonância com a conclusão do Relatório de Inspeção, no sentido que os números apresentados não traduziam a situação da empresa, mas em sentido oposto às considerações arbitrais.

II.3.3) Posicionamento Anterior do TCU (em 2010) e do Ministério Público (em 2015)

172. Faz-se necessário informar também que a operação de subscrição de ações da Independência Participações S. A. pela BNDESPAR já foi objeto de inúmeras auditorias e fiscalizações, por diversas autoridades públicas, desde 2009 até a presente data. Duas fiscalizações merecem destaque.

a) Processo TC nº 013.940/2009-6 - TCU

173. Este processo versou sobre operações do BNDES com empresas frigoríficas realizadas entre 2005 e 2009. O processo abrangeu a operação com o Grupo Independência e resultou no Acórdão nº 3.142/ 2010 - TCU – Plenário, o qual apontou não terem sido constatadas evidências de irregularidades e/ou fav0tecimentos.

174. Não obstante, o referido Acórdão apontou fragilidades nos procedimentos internos de análise e gestão do Sistema BNDES. Conforme expresso no Acórdão, à época, o caderno de Políticas Operacionais vigente do Sistema BNDES previa que "as Linhas de Apoio ao Mercado de Capitais e seus respectivos Produtos serão objeto de futura regulamentação nas Políticas Operacionais do BNDES". Nesse sentido, sugeriu o Tribunal de Contas a realização de levantamento das operações de participações societárias em geral (não restrita às operações com frigoríficos) compreendidas pela BNDESPAR.

175. Reitere-se que o Sistema BNDES, desde então, criou regras específicas regulamentadoras das operações de subscrição de valores mobiliários - a Política de Atuação em Renda Variável do Sistema BNDES e o Produto Subscrição de Valores Mobiliários - observando a necessidade de melhoria constante de seus procedimentos e seguindo as recomendações do TCU, em especial aquela contida no Acórdão nº 2.618/2011 - TCU - Plenário.

b) Inquérito Civil Público nº 1.30.012+000651/2010-56 instaurado pela Procuradoria da República no Estado do Rio de Janeiro

176. Conforme descrito pela Procuradoria da República no Estado do Rio de Janeiro em sua instrução processual, a Procuradoria da República no Município de Dourados/MS e a Procuradoria da República no Distrito Federal declinaram de suas atribuições para atuar no feito, remetendo-o à Procuradoria da República no Estado do Rio de Janeiro para instauração do Inquérito Civil Público.

177. Após a prestação de informações pelo BNDES desde o pedido de recuperação judicial, em 2009, a Procuradoria da República, concluiu, em maio de 2015, no que se refere à atuação do BNDES, o seguinte:

“Como se vê, o BNDES tomou as medidas necessárias para recomposição do dano sofrido, seguindo as regras estabelecidas no Acordo de Acionista a que está sujeito. Restou claro, ainda, que a fragilidade da situação econômico-financeira do Frigorífico Independência não foi divulgada ao BNDESPAR e às demais instituições financeiras que negociavam com o Grupo, não podendo imputar-se aos empregados do BNDES qualquer responsabilidade por não vislumbrar o real exposição ao risco do Frigorífico, deflagrado pela crise econômica mundial irrompida repentinamente em 2008 após a concordata do tradicional banco de investimentos americano LEHMAN BROTHERS como bem ressaltado pelo TCU.

Deve se concluir, pois; que não restou confirmada a prática de improbidade administrativa por agentes públicos do BNDES, não se vislumbrando diligências capazes de trazer novas evidências de eventual conduta ilícita, atento aos critérios de razoabilidade e proporcionalidade.” (grifamos)

178. Note-se que o Procurador da República comentou sobre a conduta dos agentes públicos, indicando a inexistência de negligência:

“Ademais, ainda que porventura detectadas inconsistências administrativas, cumpre reconhecer que estas não possuem o condão de automaticamente caracterizar ato de improbidade, não se afigurando viável o ajuizamento de eventual ação de improbidade administrativa em face dos envolvidos, por não se vislumbrar a presença de má-fé, nem mesmo atuação sem observância do dever objetivo de cuidado.” (grifamos)

179. Não obstante esclarecidos os aspectos gerais relacionados à operação de, subscrição de ações da Independência, torna-se importante aclarar as atribuições dos funcionários do BNDES.

180. O Relatório de Inspeção imputa aos profissionais do BNDES suposta falha na “elaboração e recomendação de projeto inviável sob o prisma econômico-financeiro”. Ocorre que o R.An. e a IP AMC/DEINV nº 13/2008 são assinados por profissionais com atribuições distintas. Relacionar indistintamente todos que assinaram os documentos da operação como responsáveis por suposta falha da avaliação econômico-financeira consiste em erro de imputação.

181. Cumpre esclarecer que o Relatório de Análise consiste em formulário ou relatório padrão interno criado pelo Sistema BNDES para submissão de operações à alçada decisória (no caso em tela, a Diretoria da BNDESPAR). O art. 24, §2º, do Anexo Único à Resolução nº 1.463/2007-BNDES (transcrito no próprio Relatório de Inspeção, no item 71) estabelece que “o instrumento a ser utilizado no registro dos aspectos que forem objeto da Análise da operação é o Relatório de Análise - R.An.”.

182. Em tal formulário, assinam todos os profissionais que participaram da avaliação da operação. A assinatura em conjunto consiste no modo de formalização escolhido pelo Sistema BNDES por questões de ordem prática, com a confluência de todas as análises realizadas pelos profissionais técnicos em apenas um documento, observada e respeitada a distribuição de atribuições entre tais profissionais, conforme normas do Sistema BNDES, respectivos contratos

de trabalho e conforme a lei (nos casos em que a lei estabelece os limites de atribuições e competências para categorias profissionais).

183. Tal fato não tem o condão de afetar a natureza de cada análise contida no documento. Não obstante todos assinem em conjunto, isso não significa que suas de vista legal.

184. Nesse sentido, vale a leitura da jurisprudência do TCU referente à exclusão de responsabilidade por ato que não se insere no rol de atribuições do agente público, conforme material didático disponível ao público pelo próprio TCU:

“Acórdão nº 2.389/2006 - Plenário Sumário: "REPRESENTAÇÃO. LICITAÇÃO. VEDAÇÃO DE EXIGÊNCIA DE DOCUMENTOS E INFORMAÇÕES JÁ CONSTANTES DO SICAF. RESPONSABILIDADE DE PREGOEIRO PELAS EXIGÊNCIAS DO EDITAL. FIXAÇÃO DE PRAZO PARA ADOÇÃO DE PROVIDÊNCIAS. (...) 2. O pregoeiro não pode ser responsabilizado por irregularidade em edital de licitação, já que sua elaboração não se insere no rol de competências que lhe foram legalmente atribuídas.” (grifamos)

185. Ademais, a imputação de responsabilidades desconsidera o processo de aprovação do Sistema BNDES. Como já explicado nesse Memorial, operações de apoio financeiro passam por uma série de etapas, tendo a operação com o Grupo Independência passado regularmente por todas, até a deliberação pela Diretoria da BNDESPAR. Referida deliberação pode, inclusive, ser contrária às avaliações realizadas nas fases de Enquadramento e Análise.

186. Feitas tais considerações, cumpre informar a divisão de atribuições no caso concreto, de acordo com as normas internas do BNDES.

III.1) Organização Interna Básica (OIB) e Plano de Cargos e Salários (PCS)

187. As unidades responsáveis pela análise e acompanhamento das operações de apoio financeiro e, portanto, pela elaboração dos respectivos Relatórios de Análise e Informações Padronizadas, são compostas por equipes multidisciplinares, envolvendo profissionais com formações distintas, nos limites de suas atribuições funcionais determinadas nas normas internas.

188. Desse modo, para descrever a participação de cada um desses profissionais, necessário se faz consultar a Organização Interna Básica (OIB) do Sistema BNDES - norma que determina quais as atribuições de cada Unidade Fundamental (Áreas do Banco) e de suas Unidades Administrativas Principais (Departamentos) - e o Plano de Cargos e Salários, no qual são descritas as atribuições de cada cargo (carreira) e função executiva dentro da estrutura administrativa.

189. Atualmente, existem no Sistema BNDES dois planos de cargos e salários, o Plano Uniforme de Cargos e Salários (PUCS), o qual se encontra em extinção, e o Plano Estratégico de Cargos e Salários (PECS), no qual se encontram todos os funcionários que ingressaram no BNDES a partir de agosto de 1998.

190. No caso em tela, somente quatro funcionários que participaram da elaboração do R. An. e da IP fazem parte do PUCS, mas, como não há diferenças relevantes nas atribuições desta função em ambos os Planos, optou-se por trazer à colação somente o sumário de atribuições das funções de confiança no âmbito do PECS (Resolução DIR nº 930, de 29.04.1998):

“2.2 FUNÇÕES DE CONFIANÇA GRATIFICADAS

2.2.1 Superintendente e funções correlatas

Contribuir na definição das políticas e estratégias, estabelecendo diretrizes e determinando prioridades para a gestão das Unidades sob sua responsabilidade, garantindo a qualidade dos trabalhos elaborados pelas equipes subordinadas, revisando e/ou reformulando pareceres/recomendações, subsidiando tomadas de decisões. (...)

2.2.2 Chefe de Departamento e funções correlatas

Planejar e organizar as atividades afetas ao seu Departamento, orientando na aplicação e adoção das normas e procedimentos técnicos e administrativos, na priorização e execução dos trabalhos, nas tomadas de decisões, visando atingir os padrões de melhoria de atuação de suas Unidades. (...)

2.2.3 Gerente Executivo

Avaliar; orientar e acompanhar os assuntos de interesse de Unidade Fundamental, contribuindo para melhor embasamento técnico das decisões gerenciais, zelando pelo cumprimento das diretrizes do Sistema BNDES. (...)

2.2.6 Gerente

Supervisionar as atividades afetas a sua área de atuação, orientando e controlando a aplicação de normas e procedimentos técnicos e administrativos, provimento de recursos, tomadas de decisões, visando a melhoria da atuação de sua Unidade. (...)

191. Observe-se que, dentro da Unidade Fundamental (Área), a função de maior hierarquia é a de Superintendente, seguida da de Chefe de Departamento (ou Gerente Executivo, equivalente a Chefe de Departamento Jurídico}, seguida da de Gerente.

192. Em relação aos cargos, entre os funcionários sem função de confiança, há advogados e uma administradora. Abaixo são descritas as atribuições profissionais desses cargos no âmbito do PECS, com destaque (em negrito) para as consideradas mais relevantes na análise do caso concreto:

“ADMINISTRAÇÃO

- Elaborar previsão orçamentária e acompanhar sua execução;
- Elaborar relatório analítico do orçamento de desembolsos do BNDES;
- Participar da discussão sobre o desenvolvimento e revisão de linhas e programas de financiamento;
- Efetuar análise de classificação de risco de empresas e/ou grupos econômicos, bem como dos agentes financeiros do BNDES, com vistas ao dimensionamento de limites de crédito para essas instituições;
- Divulgar as Políticas Operacionais do BNDES de forma a fomentar a solicitação de financiamentos para novos projetos;
- Prestar informações e orientações sobre as linhas de financiamento do BNDES;
- Orientar os postulantes de apoio financeiro na elaboração dos projetos e dos documentos requeridos, em conformidade com os procedimentos e as normas internas;
- Elaborar estudos setoriais;
- Analisar a viabilidade técnica dos projetos, sob os aspectos administrativos e organizacionais, em sintonia com as Políticas Operacionais do BNOES;
- Vistoriar e avaliar bens oferecidos pelas empresas mutuárias como garantia dos financiamentos concedidos;
- Implementar e acompanhar a execução dos projetos bem como o cumprimento das condições pactuadas;
- Elaborar, consolidar e manter atualizados os instrumentos normativos referentes às linhas e programas de apoio indireto automático para as instituições financeiras;

- Analisar e acompanhar as operações de apoio financeiro indireto automático junto aos Agentes Financeiros e beneficiárias finais, para verificar a correta aplicação dos recursos do BNDES;
- Analisar propostas de aditivos e de refinanciamentos de contratos de operações indiretas;
- Prestar informações ao cliente relativas ao trâmite das suas operações e ao seu contrato de financiamento;
- Desenvolver negociações e analisar propostas visando à recuperação dos créditos do BNDES de operações declaradas em curso problemático;
- Participar do planejamento de projetos corporativos que envolvam melhoria de processos de trabalho, implantação de novas modalidades operacionais e dos controles requeridos;
 - Desenvolver e implementar normas e padrões internos;
 - Participar do planejamento, organização e execução das atividades vinculadas às áreas de recursos humanos e de administração de bens e serviços;
 - Propor plano de trabalho das auditorias, definindo escopo, atividades e prazo;
 - Preparar e disponibilizar documentação e relatórios para atender solicitações de órgãos de supervisão e controle;
 - Elaborar relatórios de análise e acompanhamento dos objetos auditados;
 - Acompanhar a execução do orçamento e o fluxo financeiro dos Fundos Públicos administrados pelo BNDES;
 - Executar outras atividades correlatas.

DIREITO

- Acompanhar a legislação brasileira e a jurisprudência dos tribunais superiores para subsidiar a elaboração de pareceres;
- Zelar pela uniformização dos procedimentos de natureza jurídica, observando, inclusive, as normas aprovadas pela diretoria;
- Orientar os postulantes de apoio financeiro na elaboração dos projetos e dos documentos requeridos, em conformidade com os procedimentos e as normas internas;
- Analisar a viabilidade jurídica dos projetos, objetivando a identificação dos aspectos pertinentes à administração, controle e alçadas decisórias dos postulantes de colaboração financeira e às suas respectivas garantias;
 - Elaborar contratos e aditivos contratuais;
 - Controlar a validade e autenticidade dos documentos fornecidos;
 - Implementar e acompanhar a execução dos projetos bem como o cumprimento das condições pactuadas em quaisquer contratos;
 - Prestar informações ao cliente relativas ao trâmite das suas operações e ao seu contrato firmado com o BNDES, com a BNDESPAR e com a FINAME;
 - Orientar e participar de todas as fases dos processos licitatórios de iniciativa do BNDES, da BNDESPAR e da FINAME, e ainda em hipóteses de contratações diretas, legalmente previstas;
 - Desenvolver negociações e analisar propostas visando à recuperação dos créditos do BNDES de operações declaradas em curso problemático;

- Executar os serviços jurídicos concernentes à atuação extrajudicial do BNDES, da BN DESPAR e da FINAME, bem como em relação a seus dirigentes, empregados, ex-empregados;
- Executar os serviços jurídicos concernentes à atuação judicial de natureza contenciosa, operacional ou não, do BNDES, da BNDESPAR e da FINAME;
- Atuar nas atividades de negociação e composição de dívidas ajuizadas;
- Desempenhar e acompanhar os serviços jurídicos ligados às relações trabalhistas dos empregados e ex-empregados do BNDES, da BNDESPAR e da FINAME;
- Desenvolver negociações de acordos, convênios e outros instrumentos que constituam direitos ou obrigações no exterior para o BNDES, para a BNDESPAR e para a FINAME ou que estejam submetidas à legislação estrangeira ou que tenha algum elemento adventício;
- Apreciar instrumentos de garantia a serem emitidos por empresas, bancos e outras entidades estabelecidos no exterior em operações com recursos do BNDES;
- Analisar instrumentos de formalização de operações externas, ativas ou passivas, a serem realizadas pelo BNDES, pela BNDESPAR e pela FINAME com empresas, organismos e instituições financeiras internacionais, bem como os pareceres sobre a aplicação de direito estrangeiro aplicável aos instrumentos;
- Executar quaisquer outras atribuições de cunho jurídico inerentes às atividades do BNDES.

193. Após as considerações acerca das funções e cargos dos funcionários signatários dos documentos de que ora se trata, passa-se agora a demonstrar quais as atribuições afetas às Unidades Fundamentais (Áreas) e suas Unidades Administrativas Principais (Departamentos) à época da emissão dos documentos.

III.2) Documentos de Análise e Indicação de Atribuições

RAN Conjunto AMC/DEINV 04/08 e AI/DEAGRO 06/08, de 04.11.2008							
Nome	Função/Cargo	Nome	Função/Cargo	Data de ingresso no BNDES		Data de ingresso no cargo/função de confiança	
Eduardo Rath Fingerl	Diretor	Armando Mariante Carvalho Junior	Diretor Superintendente	Eduardo 1/8/1979	Armando 8/12/2004	Eduardo 27/4/2006	Armando 8/12/2004
Caio Marcelo de Medeiros Melo	Superintendente AMC	Julio Cesar Maciel Ramundo	Superintendente AI	Caio 10.08.1998	Julio 30.12.1992	Caio 14.04.2008	Julio 16.06.2008
Laura Bedeschi Rego de Mattos	Chefe de Departamento AMC/DEINV	Jaldir Freire Lima	Chefe de Departamento AI/DEAGRO	Laura 1/3/2002	Jaldir 29/1/1986	Laura 12/5/2005	Jaldir 27/5/2008
Renata Bastos	Gerente Executivo			10.08.1998		27.05.2008	

Maccacchero Victor	AMC/JUAMC			
Guilherme de Lemos Mediana Coeli	Gerente AMC/DEINV		05.01.2004	28.07.2005
Bruno Lintz dos Santos	Gerente AMC/DEINV/GEJUR3		02.08.2004	14.04.2008
Flavia de Paula Peixoto Pereira	Administradora AMC/DEINV		18.10.2007	13.03.2008
Fernando Américo de Rezende Neto	Advogado AMC/DEINV/GEJUR3	...	03.12.1979	17.06.2008
Leonardo Botelho Bandeira de Mello	Advogado AMC/DEINV/GEJUR3		03.03.2008	08.05.2008

194. Após o devido enquadramento da operação de investimento, as Unidades Fundamentais envolvidas na fase de Análise da operação e, portanto, na elaboração do R.An., como se vê na tabela acima, foram a Área de Mercado de Capitais (AMC) - por meio dos Departamentos de Investimento (AMC/DEINV) e da Gerência Executiva Jurídica (AMC/JUAMC) - e a Área Indústria I, por meio do Departamento de Agroindústria (AI/DEAGRO).

195. Destaque-se que, dentre as Unidades Fundamentais, de acordo com a OIB (à época a Resolução DIR nº 1.186-BNDES, de 05/07/2005, alterada pela Resolução DIR nº 1.585-BNDES, de 08/04/2008, e pela Resolução 1.611/2008-BNDES, de 27/05/2008), cabia à AMC "fomentar, estruturar e acompanhar operações de apoio financeiro por intermédio de participação acionária, debêntures conversíveis e outros instrumentos de renda variável".

196. No âmbito da AMC, cabia ao AMC/DEINV "fomentar, em conjunto com as Áreas, Industrial, Insumos Básicos e Infra-Estrutura, oportunidade de investimentos em renda variável, observadas as diretrizes e as Políticas Operacionais do Sistema BNDES", "estruturar, analisar e contratar as operações de renda variável".

197. De outro modo, a atribuição da AI, por meio do AI/DEAGRO, no caso em tela, nos termos da OIB, era "subsidiar as demais Unidades Fundamentais na montagem e análise de operações nas quais estejam envolvidos aspectos referentes aos setores sob sua responsabilidade". Tratava-se, portanto, somente da análise setorial (item 3 do R.An. - Mercado) que perpassava a análise técnica do investimento.

198. Por fim, de acordo com a OIB à época, cabia ao AMC/JUAMC "responder às demandas da Área de Mercado de Capitais no que se refere aos assuntos jurídicos relativos às atividades dessa Área, especialmente às análises das operações e respectivas contratações." Tratava-se, portanto, somente da análise jurídica da operação (Item 6 do R.An. - Aspectos Jurídicos).

199. Nesse ponto, cabe-nos esclarecer que até o ano de 2016, quando foi criada a Diretoria Jurídica, o serviço jurídico do BNDES era descentralizado nas Áreas Operacionais. Desse modo, os advogados (incluindo aqueles com função executiva de Gerente), apesar de

tecnicamente subordinados aos Gerentes Executivos Jurídicos das Áreas, eram lotados dentro dos Departamentos e subordinados administrativamente aos Chefes das Áreas Operacionais.

200. Desse modo, o Gerente Jurídico do AMC/DEINV/GEJUR3, apesar de lotado na AMC/DEINV, era tecnicamente subordinado à Gerência Executiva Jurídica (AMC/JUAMC) e sob sua supervisão participou da análise dos aspectos jurídicos da operação. O mesmo ocorria com os advogados sem função de confiança. Apesar de lotados no AMC/DEINV/GEJUR3, atuavam tecnicamente subordinados à AMC/JUAMC.

IP AMC/DEINV 13/08, de 19.11.2008							
Nome	Função/Cargo	Nome	Função/Cargo	Data de ingresso no BND		Data de ingresso no cargo/função de confiança	
Eduardo Rath Fingerl	Diretor	Armando Marante Carvalho Junior	Diretor Superintendente	Eduardo 01.08.1979	Armando 08.12.2004	Eduardo 27.04.2006	Armando 08.12.2004
Sergio Foldes Guimarães	Superintendente Substituto AMC			30.12.1993		Substituiu em 19.11.2008 /data da IP)	
Laura Bedeschi Rego de Mattos	Chefe de Departamento AMC/DEINV			Laura 01.03.2002		Laura 12.05.2005	
Renata Bastos Maccaccheroni Victor	Gerente Executivo AMC/JUAMC			10.08.1998		27.05.2008	
Guilherme de Lemos Mediana Coeli	Gerente AMC/DEINV			05.01.2004		28.07.2005	
Fernando Américo de Rezende Neto	Advogado AMC/DEINV/GEJUR3			03.12.1979		17.06.2008	
Leohardo Botelho Bandeira de Mello	Advogado AMC/DEINV/GEJUR3			03.03.2008		08.05.2008	

201. Vale ressaltar também que, à época da emissão da IP AMC/DEINV nº 13/2008, o serviço jurídico permanecia descentralizado dentro da AMC e, portanto, todos os advogados (com ou sem função executiva) encontravam-se administrativamente lotados no Departamento operacional AMC/DEINV, mas tecnicamente subordinados ao Gerente Executivo Jurídico, que, como dito acima, tinha por atribuição responder às demandas da Área de Mercado de Capitais no que se refere aos assuntos de natureza jurídica.

202. Diante do exposto até aqui, para se concluir acerca da participação de cada funcionário na elaboração dos documentos em referência, faz-se necessário, consoante aduzido acima, observar as suas atribuições a partir de duas premissas: (a) seu respectivo cargo/função e (b) as atribuições que lhe cabiam dentro da Unidade do BND em que estava lotado à época.

203. Levando-se em conta tais premissas, conclui-se que:

a) À administradora, de acordo com as atribuições de seu cargo e de seu respectivo departamento (AMC/DEINV) acima destacadas, cabia analisar a operação, mais especificamente: (a) elaborando estudos setoriais; (b) analisando o pedido de investimento, especialmente sob a ótica de viabilidade técnica, sob os aspectos administrativos e organizacionais; e (c) implementando e acompanhando a execução dos projetos bem como o cumprimento das condições pactuadas.

b) Tais atribuições foram exercidas sob a supervisão técnica do Gerente operacional do AMC/DEINV, que, por sua vez, atuou de acordo com o planejamento e organização determinados pela Chefe de Departamento do AMC/DEINV. Todo esse trabalho foi desenvolvido de acordo com as diretrizes e prioridades definidas pelo Superintendente da AMC, a quem cabia revisar e reformular o trabalho realizado pela equipe técnica, com a finalidade de subsidiar a tomada de decisão. Ao Diretor da AMC, responsável pela direção executiva, cabia administrar e gerir as atividades da Área. Além disso, coube a ele, como Diretor da área, levar a matéria à apreciação da Diretoria.

c) Ao Chefe de Departamento do AI/DEAGRO, conforme descrito acima, cabia subsidiar a AMC na montagem e análise da operação quanto aos aspectos setoriais, notadamente a análise de mercado constante do item 3 do R.An.. Ou seja, não cabia a ele realizar qualquer análise relativa aos aspectos econômico-financeiros do projeto (tais como capacidade de geração de caixa e dívidas de curto prazo da companhia). A avaliação dos aspectos setoriais foi feita com base nas diretrizes e prioridades definidas pelo Superintendente da AI, a quem coube encaminhar o R.An. para avaliação do Diretor- Superintendente da BNDESPAR (na qualidade de Diretor da Área Industrial), que, em conjunto com o Diretor da AMC, encaminhou a matéria à deliberação da Diretoria da BNDESPAR.

d) Aos advogados signatários do R.An. e da IP aqui tratados, de acordo com as atribuições de seus cargos e do respectivo departamento a que eram tecnicamente subordinados 1 2 (AMC/JUAMC) acima destacadas, cabia dar suporte jurídico à análise da operação (item 6 do R.Ah.) e respectiva contratação, mais especificamente: (a) zelando pela uniformização dos procedimentos de natureza jurídica, observando, inclusive, as normas aprovadas pela diretoria; (b) orientando a companhia na elaboração dos documentos requeridos, em conformidade com os procedimentos e as normas internas; (c) analisando a viabilidade jurídica da operação, objetivando a identificação dos aspectos pertinentes à administração, controle e alçadas decisórias da empresa investida; e (d) elaborando contratos e aditivos contratuais.

e) Tais atribuições foram exercidas sob a supervisão técnica do Gerente Jurídico (Gerente AMC/DEINV/GEJUR3 no caso do R.A n.), que, por sua vez, atuou de acordo com o planejamento e organização determinados pelo Gerente Executiva Jurídica (AMC/JUAMC). Da mesma forma que acima ressaltado, todo esse trabalho foi desenvolvido de acordo com as diretrizes e prioridades definidas pelo Superintendente da AMC e, sob a direção executiva do Diretor da AMC. Pelo exposto, pode-se constatar que aos advogados, sejam eles executivos ou não, não cabia realizar qualquer análise relativa aos aspectos econômico-financeiros do projeto (tais como capacidade de geração de caixa e dívidas de curto prazo da companhia), uma vez que essas análises não guardam relação com suas atribuições jurídicas.

III.3) As Alçadas Decisórias Competentes

204. Conforme dito acima, as matérias tratadas no R.An. tinham por alçada decisória competente a Diretoria da BNDESPAR, nos termos do artigo 17, V, IX e XI, do Estatuto, aprovado pela Decisão nº Dir. 149/2002-BNDES, de 11/03/2002, e alterações posteriores, razão pela qual a aprovação da operação foi registrada na Decisão DIR nº 126/2008- BNDESPAR.

205. No que se refere à IP AMC/DEINV nº 13/2008, a matéria tinha por alçada decisória competente dois Diretores da BNDESPAR, conforme delegação prevista na Decisão DIR nº

126/2008-BNDESPAR, razão pela qual gerou a Decisão DIR AMC nº 056/2008, de 21/11/2008.

206. Nos termos do artigo 19 do Estatuto da BNDESPAR, compete ao Diretor-Presidente a direção, supervisão e coordenação dos trabalhos da Diretoria. Aos Diretores, consoante a norma do artigo 21, além de exercer funções que lhes forem delegadas pelo Diretor-Presidente, compete participar das reuniões da Diretoria, concorrendo para assegurar a definição de políticas a serem adotadas pela BNDESPAR e relatando os assuntos das respectivas unidades técnicas sob sua responsabilidade.

207. Ademais, consoante acima explicado, compete ao Diretor da Área (condição que lhe é conferida pelo Diretor-Presidente por meio de Portaria), como Executivo máximo da Unidade, adotar as providências necessárias para que a matéria seja levada à decisão da Diretoria. Em outras palavras, é o Diretor da Área responsável pela matéria que a inclui na pauta da Reunião de Diretoria para deliberação, razão pela qual faz um despacho e assina o R.An. ou a IP, a depender da hipótese.

208. Em relação aos outros Diretores, tomam conhecimento das matérias no momento do fechamento da pauta da Reunião de Diretoria, o que ocorre, em regra, quatro dias antes da referida Reunião.

209. Assim, considerando todo o acima exposto, espera-se que: (i) todas as eventuais dúvidas sobre a operação de Independência tenham sido esclarecidas; (ii) tenha restado claro que (a) o prejuízo sofrido pela BNDESPAR foi ocasionado por fraude contábil e (b) não houve negligência na análise da operação por parte dos funcionários do BNDES, o que já foi corroborado pelo próprio Tribunal de Contas e pelo Ministério Público Federal; e (iii) tenham sido compreendidas (a) a participação de cada um dos funcionários listados na operação e (b) a alçada decisória do BNDES.”

É o relatório.

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) extinguirem 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 diminuíram 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.

ACÓRDÃO Nº tagNumAcordao – TCU – tagColegiado

1. Processo nº TC 034.940/2015-4.
2. Grupo I – Classe VII – Assunto: Representação.
3. Representante/Responsáveis:
 - 3.1. Representante: Tribunal de Contas da União.
 - 3.2. Responsáveis: Armando Mariante Carvalho Junior (178.232.937-49); Bruno Lintz dos Santos (088.497.847-83); Caio Marcelo de Medeiros Melo (376.763.691-34); Eduardo Rath Fingerl (373.178.147-68); Fernando Americo de Rezende Neto (441.314.617-49); Flavia de Paula Peixoto Pereira (054.222.257-40); Guilherme de Lemos Medina Coeli (082.200.447-05); Independencia Participacoes S.a. (08.794.684/0001-52); Jaldir Freire Lima (244.727.001-15); Julio Cesar Maciel Ramundo (003.592.857-32); Laura Bedeschi Rego de Mattos (253.585.728-64); Leonardo Botelho Bandeira de Mello (095.187.277-08); Luciano Galvão Coutinho (636.831.808-20); Miguel Graziano Russo (051.332.318-06); Renata Bastos Maccacchero Victor (024.899.207-40); Roberto Graziano Russo (055.596.918-52); Sergio Foldes Guimaraes (014.873.977-63).
4. Entidades: Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES); BNDES Participações S.A.
5. Relator: Ministro-Substituto Weder de Oliveira.
6. Representante do Ministério Público: não atuou.
7. Unidade Técnica: Secretaria de Controle Externo da Administração Indireta no Rio de Janeiro (SecexEstataisRJ).
8. Representação legal:
 - 8.1. Geide Daiana Conceição Marques (OAB/DF 51.910) e outros, representando Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social.
 - 8.2. Jorge Ulisses Jacoby Fernandes (OAB/DF 6.546) e outros, representando Laura Bedeschi Rego de Mattos.
 - 8.3. Danilo Messere Romancini (OAB/DF 25.054) e outros, representando Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social e BNDES Participações S.A.
9. Acórdão:

VISTO, relatado e discutido o presente processo de representação com vistas a examinar os indícios de irregularidades relacionadas à operação de participação acionária do BNDES na empresa Independência Participações S.A., determinada pelo item 9.4.1 do acórdão 3011/2015-TCU-Plenário.

ACORDAM os ministros do Tribunal de Contas da União, reunidos em sessão do Plenário, ante as razões expostas pelo relator, em:

9.1. conhecer da presente representação, satisfeitos os requisitos de admissibilidade previstos nos arts. 235 e 237 do RI/TCU, para, no mérito, considerá-la procedente;

9.2. determinar a conversão da presente representação em tomada de contas especial, com fundamento no art. 47 da Lei 8.443/1992 c/c art. 252 do RI/TCU, devendo, nos termos do art. 41 da Resolução TCU 259/2014, ser autuado processo específico para esse fim, ao qual será apensado o processo em exame;

9.3. desconsiderar, com base nos acórdãos do TCU 83/2000-Plenário, 182/2000-Plenário, 1300/2009-1ª Câmara, 1525/2009-1ª Câmara, 791/2009-Plenário e 779/2009-Plenário, a personalidade jurídica da empresa Independência Participações S/A - CNPJ 08.794.684/0001-52, a fim de responsabilizar seus sócios administradores, em solidariedade com os responsáveis constantes do item 3.5 do relatório, o Sr. Miguel Graziano Russo – CPF: 051.332.318-06 e o Sr. Roberto Graziano Russo – CPF: 055.596.918-52, pelo débito aos cofres do BNDESPar do valor original de R\$ 250.000.000,00 (duzentos e cinquenta milhões de reais);

9.4. dar ciência desta deliberação aos responsáveis e interessados;

9.5. com fundamento no parágrafo único do art. 198 do RI/TCU, dar conhecimento desta



deliberação ao Ministro de Estado do Planejamento, Desenvolvimento e Gestão;

9.6. encaminhar os autos ao gabinete do relator antes da expedição dos ofícios de citação, para que sejam autorizadas as citações dos responsáveis arrolados no processo de tomada de contas especial a que se refere o item 9.2, supra.