

## GRUPO II – CLASSE V – Plenário

TC 031.782/2016-7 [Aposos: TC 010.198/2018-0, TC 039.837/2020-3]

Natureza: Relatório de Auditoria

Entidades: Banco Central do Brasil; Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social; Caixa Econômica Federal; Fundação Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística; Fundo de Investimento do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço.

Responsáveis: Adriana César Nogueira Ribeiro (566.883.856-00); Alenir de Oliveira Romanello (148.180.001-91); Alexsandra Camelo Braga (796.572.811-72); Brado Logística S.A. (03.307.926/0001-12); Cássio Viana de Jesus (321.010.338-01); Dermeval Bicalho Carvalho (487.473.439-15); Deusdina dos Reis Pereira (539.512.396-20); Edna Lúcia de Alencar Melo Camargo (596.888.824-53); Ernst & Young Assessoria Empresarial Ltda. (59.527.788/0001-31); Flávio Eduardo Arakaki (283.844.958-31); Leonardo Calderaro da Graça Caseiro (289.975.748-25); Luiz Octávio Chaves (147.992.308-75); Marcos Roberto Vasconcelos (740.661.299-00); Odebrecht Ambiental S.A. (09.437.097/0001-79); Odebrecht Transport S.A. (12.251.483/0001-86); Odirley Araújo Rios (004.840.145-52); Rauélison da Silva Muniz dos Santos (485.157.015-53); Renan Gaspar Paravani (223.678.158-01); Yoshio Marcos Hashimoto (719.229.209-59); Yussuke Aramaki (075.541.838-77).

Interessado: Brado Logística S.A. (03.307.926/0001-12).

Representação legal: Grazielle Fernandes Pettene, Denilson Ribeiro de Sena Nunes (OAB/RJ 96.320) e outros, representando Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social; Camila Flexa Padilha (OAB/DF 61.680), André Gustavo Isola Fonseca (OAB/SP 119.423) e outros, representando Brado Logística S.A.; Poliane Carvalho Almeida, Bruna Silveira Sahadi (OAB/DF 40.606) e outros, representando Ernst & Young Assessoria Empresarial Ltda.; Felipe Gregório de Velloso Vianna, Jefferson Lourenço dos Santos e outros, representando Odebrecht Ambiental S.A.; Matheus Feitosa Gomes de Oliveira, Bruno Rodrigo Gobby Ducati (OAB/SP 190.589) e outros, representando Caixa Econômica Federal; Antônio Victor da Costa Hidd Mendes Pereira (OAB/DF 62.768), Diego Guedes da Silva (OAB/DF 51.349) e outros, representando Deusdina dos Reis Pereira.

SUMÁRIO: AUDITORIA. FUNDO DE INVESTIMENTO DO FUNDO DE GARANTIA DO TEMPO DE SERVIÇO (FI-FGTS). AVALIAÇÃO DO DESEMPENHO E DA LEGALIDADE DOS INVESTIMENTOS. NÃO OBSERVÂNCIA DOS OBJETIVOS DA AUDITORIA. INCERTEZA QUANTO À EXISTÊNCIA DE DANO AO ERÁRIO. IMPOSSIBILIDADE DE ESTIMAR, COM RAZOÁVEL SEGURANÇA, VALOR DE DANO AO ERÁRIO QUE NÃO EXCEDERIA O VALOR REAL DEVIDO, NOS TERMOS DO ART. 8º DA IN/TCU 71/2012. ARQUIVAMENTO.

## Relatório

Em exame, relatório de auditoria realizada no Fundo de Investimentos do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FI-FGTS), com objetivo de avaliar o desempenho e a legalidade dos investimentos desse fundo.

2. Adoto como relatório, com os ajustes pertinentes, a instrução elaborada pela Unidade de Auditoria Especializada em Bancos Públicos e Reguladores Financeiros (AudBancos)<sup>1</sup>:

### “INTRODUÇÃO

1. Trata-se de Relatório de Auditoria no Fundo de Investimentos do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FI FGTS), com objetivo de avaliar o desempenho e a legalidade dos investimentos desse fundo.

### HISTÓRICO

2. O relatório exsurto, acostado à peça 151 dos presentes autos, da Fiscalização 518/2016, realizada entre as datas de 3/11/2016 e 30/6/2017 (conforme portarias constantes às peças 1 e 70), concluiu que o FI FGTS adquiriu participações acionárias nas sociedades empresárias Odebrecht Ambiental (OAP) e Brado Logística (Brado) acima do valor justo, considerando premissas de mercado, causando prejuízo de R\$ 432.941.277,00 ao FI FGTS (peça 151, p. 47).

3. Em função desses achados de auditoria, foi proposta autuação (conversão do RA em TCE) de dois processos de Tomada de Contas Especial, um para cada um dos investimentos avaliados no relatório, com cópia integral das peças daqueles autos, considerando que a conversão do RA em apenas um processo de TCE para apuração conjunta dos dois investimentos prejudicaria a organização e o andamento processual desses achados.

4. Em despacho datado de 20/4/2018 (peça 154), o Ministro relator determinou a realização de oitiva prévia da consultoria Ernst Young (E&Y) para que apresentasse ‘as premissas adotadas para a avaliação dos referidos ativos e os possíveis motivos para a ocorrência das divergências apontadas no relatório da SecexFazenda’.

5. No mesmo despacho, foi determinada coleta de manifestação das sociedades empresárias Odebrecht Ambiental e Brado Logística ‘em relação às premissas adotadas para avaliação de seus negócios, bem como apresentem os resultados auferidos após a venda da participação acionária ao FI FGTS, a fim de avaliar se as expectativas, pelo menos no curto prazo, foram compatíveis com o comportamento efetivamente observado’.

6. Por fim, o relator determinou à unidade instrutiva que, após análise das respostas que viessem a ser apresentadas, elaborasse complemento ao relatório a fim de responder, objetivamente, às questões 3 e 4, propostas no planejamento do trabalho, visto que permaneciam sem atendimento.

7. A instrução datada de 23/11/2018 (peça 214) trouxe a conclusão de que os argumentos da Odebrecht Ambiental, da Ernst Young e da Brado Logística não foram suficientes para afastar os indícios de irregularidade dispostos no relatório de auditoria à peça 151, razão pela qual foi proposta a realização de citação dos responsáveis nos termos propostos naquele relatório, adicionando a responsabilização da sociedade empresária Ernst Young em relação à operação envolvendo a OAP.

8. No que concerne às respostas das perguntas 3 e 4 do relatório de auditoria (peça 151), restou consignado:

...a aquisição das debêntures do BNDES não representou risco à carteira do FI FGTS, uma vez que o risco BNDES é o risco país (empresa 100% estatal); bem como não desobedeceu aos normativos vigentes, visto não se ter encontrado impedimento legal ou normativo para a operação (resposta à pergunta 3). Não se verificaram óbices à cobrança de taxa de

<sup>1</sup> Peça 430.

administração nos mesmos parâmetros para os demais investimentos em relação à aquisição de debêntures do BNDES pelo FI FGTS, visto não se ter encontrado impedimento legal ou normativo para essa cobrança (resposta à pergunta 4).

9. Em despacho datado de 22/8/2019 (peça 235), o relator determinou a elaboração de peça complementar que evidenciasse, fundamentada em documentos, a conduta e a atuação direta de cada um dos envolvidos nas negociações relacionadas tanto à Odebrecht Ambiental quanto à Brado Logística, descrevendo o processo de investimento e fazendo referência a todos os elementos relacionados à tomada de decisão e à realização dos negócios.

10. A instrução datada de 12/8/2020 (peça 304) concluiu que as informações acerca da situação encontrada, das evidências identificadas, dos cálculos realizados e das conclusões acerca dos indícios de irregularidades, descritos no relatório de auditoria junto à peça 151, permaneceram as mesmas, restando delimitada a responsabilização dos agentes envolvidos.

11. A conclusão exarou também que a fase REFI (Relatório Final de Investimento) do processo de aprovação dos investimentos nas duas empresas apresentaram uma série de graves deficiências técnicas, que resultaram em aquisições de participação societária em valores superestimados, com consequente materialização de dano aos cofres do FGTS.

12. Por fim, a conclusão expôs que proposta de encaminhamento seria pela citação solidária dos gestores da Viter (Vice-Presidência de Gestão de Ativos de Terceiros) que atuaram de forma irregular nos processos, bem como das empresas beneficiadas, nos moldes da matriz de responsabilização constante no capítulo 5 'Matriz de Responsabilização' (peça 304, p. 20-24).

13. Em despacho datado de 17/11/2020 (peça 316), o relator determinou à SecexFinanças que promovesse a oitiva, com fundamento no art. 250, V, do RITCU, da Brado Logística S.A., da Odebrecht Ambiental S.A. e do FI FGTS, para que se manifestassem a respeito dos argumentos, achados e conclusões apresentados pela unidade instrutiva na peça 304 destes autos.

14. A instrução datada de 27/4/2021 (peça 336) concluiu pela rejeição dos argumentos das empresas Odebrecht Ambiental, Brado Logística e do FI FGTS oferecidos em sede de oitiva e pela abertura de processos de Tomada de Contas Especial para cada um dos investimentos supracitados, conforme indicação de matriz de responsabilização delineada na instrução de peça 304.

15. Em despacho datado de 23/11/2021 (peça 389), o relator determinou à SecexFinanças que realizasse, oitiva da Brado Logística S.A. para que encaminhasse ao TCU a comprovação analítica das informações que prestou e os documentos comprobatórios auditados que lhes dá suporte, em especial acerca da evolução de receitas no período ao qual se refere sua manifestação de 25/5/2021 (peça 356).

16. Em resposta à oitiva realizada por meio do Ofício 66.473/2021 (peça 390), a Brado Logística encaminhou inicialmente as peças 391 (13/12/2021) e 392 (15/12/2021), de igual teor, e, posteriormente, em 11/2/2021, enviou o expediente juntado às peças 397-399.

17. Em última instrução nesta unidade técnica (peça 401), considerando que a Brado Logística S.A. não obteve êxito em desconstituir as conclusões oriundas do Relatório de Auditoria (peça 151), foi proposta a rejeição dos seus argumentos e conversão deste Relatório de Auditoria em Tomada de Contas Especial (uma para cada aporte realizado, OAP e Brado).

18. Em despacho datado de 3/4/2023 (peça 412), o relator determinou o retorno dos presentes autos a esta unidade de auditoria especializada para elaboração de 'instrução final de mérito da auditoria, contemplando as conclusões sobre as questões de auditoria elaboradas pela equipe' (peça 412, p. 48):

a) os investimentos do FI-FGTS, durante os exercícios de 2008-2015, foram efetivamente aplicados em seus setores elegíveis, consoante o art. 1º da lei 11.491/2007?

b) a aquisição das debêntures do BNDES, considerando a excepcionalidade desse investimento, representa risco à carteira do FI-FGTS? Tal excepcionalidade, permitida pela alteração do regulamento do FI-FGTS, obedeceu aos normativos vigentes?

c) considerando que a aquisição de debêntures do BNDES foi uma operação excepcional, é devida a cobrança de taxa de administração nos mesmos parâmetros dos demais investimentos?

19. Ademais, acerca das conclusões sobre as questões de auditoria supra, o relator exarou que:

(...) havendo fundadas dúvidas sobre a possibilidade de estimar dano ao erário que não exceda o valor real, e, mais ainda, havendo dúvidas sobre a própria possibilidade de afirmar que ocorreu dano ao erário, a formação de apartados de tomadas de contas especial não pode ser autorizada, cabendo destacar que seria improvável que nos apartados viesse o caso a ser discutido mais profundamente do que já foi nestes autos e afastadas as dúvidas aqui postas e fundamentadas. (peça 412, p. 47).

20. Por fim, o predito despacho afirma e determina à Audbancos que ‘as constatações sobre fragilidades na regulamentação do FI-FGTS apontadas no relatório de auditoria e neste despacho, e possíveis medidas a serem adotadas, também deverão ser objeto da instrução de mérito do processo’ (peça 412, p. 48).

### EXAME TÉCNICO

#### Análise da Ocorrência do Instituto da Prescrição

21. Considerando que o termo inicial de contagem da prescrição dos fatos analisados neste processo, nos termos do disposto no inciso IV do art. 4º da Resolução TCU 344/2022 é 28/3/2018, data de ingresso do Relatório de Auditoria (peça 151) nos presentes autos, é mister concluir que o processo não se encontra envolto no manto da prescrição (prazo exarado no art. 2º da predita resolução), haja vista a ocorrência de fatos de caráter interruptivos no seu curso (nos termos do disposto no inciso I do art. 5º do mesmo diploma normativo), conforme se verifica nas oitivas realizadas nos ofícios constantes às peças 318; 319; e 325.

#### Questões de Auditoria

22. No que concerne as conclusões três questões de auditoria supra, assim foram respondidas:

- a) os investimentos do FI-FGTS, durante os exercícios de 2008-2015, foram efetivamente aplicados em seus setores elegíveis, consoante o art. 1º da lei 11.491/2007?

A partir dos procedimentos aplicados, as evidências não foram suficientes para concluir pela não elegibilidade dos investimentos do FI-FGTS nos setores autorizados pelo normativo de regência (RA, peça 151, p. 49). Ou seja, raciocinando *a contrario sensu*, é lícito afirmar, no limite dos recursos utilizados pela equipe de auditoria, que os investimentos do FI-FGTS, durante os exercícios de 2008-2015, foram aplicados em setores elegíveis, em consonância com o disposto no art. 1º da Lei 11.491/2007;

- b) a aquisição das debêntures do BNDES, considerando a excepcionalidade desse investimento, representa risco à carteira do FI-FGTS? Tal excepcionalidade, permitida pela alteração do regulamento do FI-FGTS, obedeceu aos normativos vigentes?

Não e sim: A aquisição das debêntures do BNDES não representou risco à carteira do FI-FGTS, uma vez que o risco BNDES é o risco país (empresa 100% estatal); bem como não desobedeceu aos normativos vigentes, visto não se ter encontrado impedimento legal ou normativo para a operação (Instrução, peça 214, p. 18).

- c) considerando que a aquisição de debêntures do BNDES foi uma operação excepcional, é devida a cobrança de taxa de administração nos mesmos parâmetros dos demais investimentos?

Sim. Não se verificaram óbices à cobrança de taxa de administração nos mesmos parâmetros para os demais investimentos em relação à aquisição de debêntures do BNDES pelo FI-FGTS, visto não se ter encontrado impedimento legal ou normativo para essa cobrança (Instrução, peça 214, p. 18).

Fragilidades na Regulamentação do FI-FGTS

23. As fragilidades de governança do FI-FGTS foram abordadas no Relatório de Auditoria (itens 267-282, peça 151, p. 49-51) com intuito de responder à determinação contida no item 9.3.7 do Acórdão 1.329/2016-TCU-Plenário (proferido em sede do TC 014.777/2015-0):

9.3.7. indícios de fragilidades na governança do FI-FGTS (itens 42-51 do relatório), dada a ocorrência de aprovação de excepcionalidades relevantes ao regulamento do fundo para aquisição de debêntures, em montantes vultosos, emitidas pelo BNDES, em comparação com a média das operações aprovadas pelo FI-FGTS (itens 42-51 do relatório).

24. A crítica feita no Relatório de Auditoria é concernente à facilidade de alteração do Regulamento do FI-FGTS para atender situações ocasionais, tais como a aquisição pelo FI-FGTS de R\$ 10 bilhões em debêntures emitidas pelo BNDES (aprovada por meio da Resolução CCFGTS 775/2015), havendo a inclusão de excepcionalidades, sendo elas exatamente aquelas cláusulas que tinham como fim garantir a boa governança do fundo (item 278, peça 151, p. 50).

25. Considerando que os amplos poderes delegados ao CCFGTS pela lei de criação do FI-FGTS possibilitam que o arcabouço regulamentar do fundo fosse alterado de acordo com os interesses desse colegiado (item 279, peça 151, p. 50), entendeu-se ser oportuno o encaminhamento da decisão que viria a ser tomada pelo Tribunal de Contas da União (Relatório, Acórdão e Voto) ao Congresso Nacional 'no intuito de subsidiar eventuais discussões acerca do arcabouço normativo do FGTS, em função das fragilidades observadas em sua governança' (item 282, peça 151, p. 50-51).

26. A medida sugerida diz respeito ao estabelecimento de quóruns qualificados para a aprovação de determinadas matérias (item 281, peça 151, p. 50):

Assim, de modo a se garantir o respeito ao propósito de criação do fundo e mitigar os riscos de prevalência de interesses específicos de determinados grupos de representantes do Conselho Curador seria prudente que a Lei 11.491/2007 previsse quóruns diferenciados para aprovação de determinadas matérias.

27. Na prática, seria introduzir na lei uma norma existente já à época do Relatório de Auditoria no Regulamento do FI-FGTS (art. 32, peça 413, p. 13-14):

Artigo 32 – As deliberações do Comitê de Investimento ocorrerão por reuniões ordinárias e extraordinárias.

Parágrafo Primeiro – Nas reuniões do Comitê de Investimento, os membros presentes, na condição de titular, terão direito a um voto cada. As decisões tomadas deverão ser registradas por escrito, devendo ser lavrada ata que será assinada por todos os presentes.

Parágrafo Segundo – As deliberações do Comitê de Investimento dos investimentos e desinvestimentos do FUNDO deverão contar com:

a) **presença de, no mínimo, 9 (nove) membros na reunião;**

b) **aprovação de, pelo menos, 3/4 dos membros presentes à reunião.**

Parágrafo Terceiro – As deliberações do Comitê de Investimento sobre as Oportunidades Prévias de Investimento apresentadas pela ADMINISTRADORA do FUNDO deverão contar com aprovação de pelo menos 3/4 dos membros presentes à reunião.

Parágrafo Quarto – Os votos em cada deliberação serão abertos e deverão ser acompanhados de justificativa técnica por parte dos respectivos membros votantes e embasada, sobretudo, em aspectos de risco e retorno dos investimentos.

Parágrafo Quinto – As atas com as deliberações do Comitê de Investimento, após cada reunião, serão encaminhadas pela ADMINISTRADORA ao Conselho Curador do FGTS. **(sem grifos, no original)**



28. Essa norma está presente desde a primeira versão do Regulamento do FI-FGTS até o texto atual vigente desde 20/12/2022 (art. 29, peça 426, p. 9-10).

29. Em que pese a norma em comento estar presente desde sempre no Regulamento do FI-FGTS, não há prejuízo em positivá-la no ordenamento jurídico com *status* legal. É de se propor ao Congresso Nacional avaliar em juízo de conveniência e oportunidade a alteração legislativa das Leis nº 8.036, de 11 de maio de 1990, nº 11.491, de 20 de junho de 2007, e nº 13.932, de 11 de dezembro de 2019, para acrescentar quóruns diferenciados do Conselho Curador do FGTS para aprovação de matérias no âmbito do FI-FGTS.

30. A outra fragilidade apontada ao longo do curso deste processo se extrai das assertivas constantes da Instrução de peça 304 (peça 304, p. 6-7):

31. Dessa forma, feita essa circularização das contrarrazões apresentadas pela EY, assevera-se que o que deveria ter ocorrido seria a contratação pelo FI-FGTS de um laudo de avaliação econômico-financeiro a fim de avaliar o valor intrínseco da Brado, por meio do modelo de Fluxo de Caixa Descontado e junto com outros critérios adicionais comparativos de avaliação relativa. O que ocorreu, no entanto, foi a contratação pela Brado (e não pelo FI-FGTS, o que caracteriza conflito de interesse) de um memorando de informações, que não se presta – formalmente e praticamente – à finalidade de aumento de capital social. Assim, conclui-se que as variáveis projetadas foram flexibilizadas/modeladas pela própria Brado, e não por empresa independente.

32. A forma que a modelagem foi realizada está, inclusive, prevista em normativo, conforme se extrai da leitura do Manual Operacional Gaefe (NS 014025), item 4.2.5 (peça 297, p. 9):

4.2.5 Para a validação de estrutura, prazos e taxas, elaboram-se planilhas eletrônicas que consideram cenários prospectivos adequados às realidades mercadológicas e às condições dos agentes envolvidos ou estimam-se estes cenários **por meio de testes nas planilhas eletrônicas enviadas pela companhia ou por assessores financeiros.** (grifos inseridos)

31. Essa assertivas de fragilidade foram reproduzidas pelo relator em seu despacho exarado à peça 412, p. 20:

124. Entretanto, a unidade instrutiva reporta que o próprio normativo que rege esse tipo de transação – Manual Operacional Gaefe (NS 014025) – não prevê a contratação de laudos de avaliação econômico-financeira, o que é uma demonstração de fragilidade operacional:

‘4.2.5 Para a validação de estrutura, prazos e taxas, elabora-se planilhas eletrônicas que consideram cenários prospectivos adequados às realidades mercadológicas e às condições dos agentes envolvidos ou estimam-se estes cenários por meio de testes nas planilhas eletrônicas enviadas pela companhia ou por assessores financeiros.’ (Não grifado no original)

32. Não se observa uma fragilidade intrínseca do predito modelo normativo (constante do Manual Operacional Gaefe, peça 297).

33. A utilização de planilhas eletrônicas justifica-se por seu elevado grau de flexibilidade. A modelagem de *valuation* não está no uso das planilhas eletrônicas – elas são apenas meio (calculadoras) – e sim no arcabouço científico-financeiro que se vá utilizar (no caso do Relatório de Auditoria: Fluxo de Caixa Descontado).

34. O Relatório de Auditoria (peça 151) utilizou fartamente, ao longo do seu corpo, as planilhas eletrônicas em todas as suas figuras, quadros e tabelas.

35. A responsabilidade de validar a estrutura, prazos e taxas era dos gestores do FI-FGTS: ‘...elabora-se **PLANILHAS ELETRÔNICAS** que consideram cenários prospectivos adequados às realidades mercadológicas e às condições dos agentes envolvidos...’ (sem grifos no original, item 4.2.5 do MO Gaefe 014.025). Não há falar em delegação de responsabilidade. Não há fragilidade da norma em comento.

36. A estimativa de cenários **por meio de testes** nas planilhas eletrônicas enviadas pela companhia ou por assessores financeiros, como mencionado, não tem o condão de fazer com que os gestores do FI-FGTS tenham que aceitar como seus, sem crítica, eventuais dados financeiros enviados pela companhia em via de ser se tornar parceira do ponto de vista societário.

37. Mesmos esses dados enviados em planilhas eletrônicas devem ser submetidas a testes, nos termos disposto na norma elencada. Os testes, que devem ser efetuados pelos gestores do FI-FGTS, são os verdadeiros instrumentos de caráter decisório, não os dados enviados pela companhia, muito menos as ‘planilhas eletrônicas’.

38. Não se vislumbra que contribuição de alteração normativa pode ser feita por este Tribunal de Contas da União ao Conselho Curador do FI-FGTS, ou mesmo ao Congresso Nacional, com vistas ao aprimoramento do modelo de avaliação de pretensas companhias investidas por parte do fundo.

#### As Sucessivas Propostas de Conversão deste Relatório de Auditoria em TCE

39. Em que pese a já expressa determinação do relator no sentido de não autorizar a formação de apartados de tomadas de contas especial, é mister deixar consignado nesta instrução, com vênias ao Exmo. Ministro Relator, que o auditor que a assina mantém a posição externada na instrução de peça 401, ou seja, após detida análise acerca da existência de dano ao erário, com consequente prejuízo aos trabalhadores celetistas (por intermédio de uso dos seus recursos financeiros do FGTS para aquisições societárias em valor superior ao que deveria ser dispendido), propôs-se a conversão deste Relatório de Auditoria em duas Tomadas de Contas Especiais (uma para cada operação – OAP e Brado).

#### *Brado*

40. A despeito das considerações baseadas nas premissas equivocadas (todas baseadas em forte crescimento de receita, que nos anos seguintes ao aporte não se confirmaram), utilizadas para realizar a inversão no montante de R\$ 400 milhões (aporte Brado), analisadas entre os itens 17-122 da instrução de peça 401, é mister explicitar que em apenas pouco mais de 2 anos o FI-FGTS já teve que promover um ‘Ajuste de provisão por redução ao valor recuperável’ no montante de R\$ 182.148 mil, resultado em um Saldo Contábil de R\$ 217.181 mil para as ações da Brado detidas pelo FI-FGTS.

41. Ou seja, o saldo contábil ao final de 2015 era inclusive menor que o valor justo apurado pelo Relatório de Auditoria. Como está expresso no item 183 (peça 151, p. 37):

183. Finalmente, calculou-se o débito ao FI-FGTS como sendo a diferença do aporte realizado pelo FI-FGTS (R\$ 400 milhões) subtraído do valor justo por participação de 22,22% na BDO considerando que seu valor pré *money* é de R\$ 865 milhões (calculado pelo TCU) e não R\$ 1.400 milhões (transacionado pelo FI-FGTS, baseado na valuation de R\$ 1.676 milhões). Como resultado, encontra-se o valor de débito de R\$ 152.796.184,00, na data-base de 5/8/2013, cuja memória de cálculo se encontra às peças 148 e 147.

42. A equipe de auditoria terminou por realizar um cálculo conservativo, haja vista que subtraindo-se o sobrepreço apurado (R\$ 152.796.184,00) do valor do aporte realizado (R\$ 400 milhões) obtém-se o preço justo de R\$ 247.204 mil.

43. Esse valor justo apurado pela equipe de auditoria é superior à média dos saldos contábeis da Brado logo após a ingresso de recursos do FI-FGTS em seus cofres: R\$ 225.738 mil – entre os anos de 2015 e 2021, conforme pode ser observado na tabela abaixo:

**TABELA I**

Ano	Valor de Equivalência Patrimonial da Brado nas DF do FI-FGTS
-----	--

	(mil R\$)
2013	401.563
2014	410.381
2015	217.181
2016	269.219
2017	208.976
2018	211.197
2019	212.268
2020	212.175
2021	249.157

Fonte: DF do FI-FGTS referentes aos exercícios de 2013 a 2021 (peças 416-424)

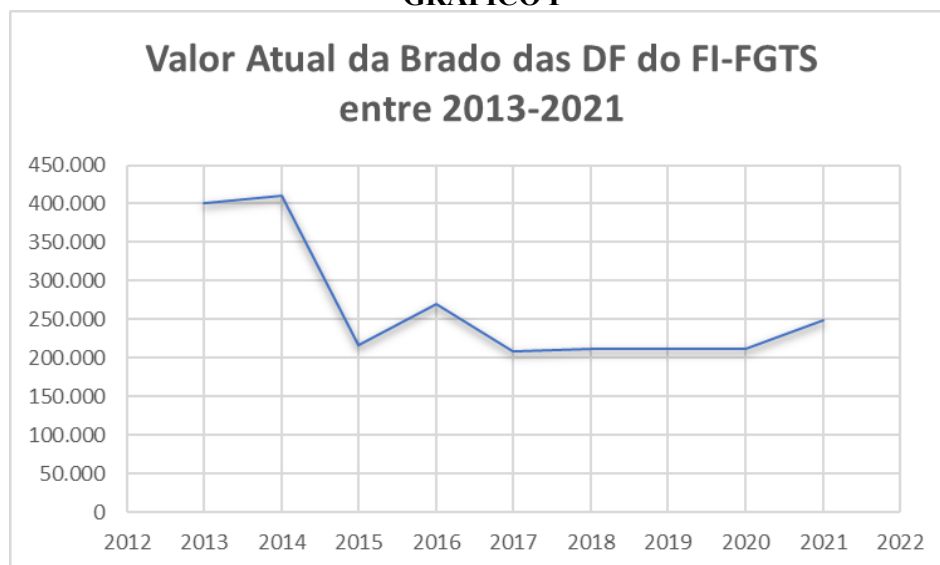
44. A diferença entre o valor estimado pela equipe de auditoria do TCU (R\$ 247.204 mil) e a média dos saldos contábeis da Brado nas DF do FI-FGTS logo após o primeiro 'Ajuste de provisão por redução ao valor recuperável' (R\$ 225.738 mil) é de apenas 8,7 % em benefício da redução do débito apurado pela equipe no RA.

45. Analisando o erro de previsão pelo lado do valor dispendido na operação, temos o exorbitante valor de 44 %. Ou seja, um ágio de 77 % (quase o dobro).

46. Em outras palavras: o débito apurado pela equipe de auditoria foi de R\$ 152.796.184,00; enquanto a queda de valor do ativo 'Brado' nas DF do FI-FGTS foi de R\$ 174.262 mil, este sim um débito mais realista.

47. O gráfico abaixo ilustra que logo após o aporte realizado (R\$ 400 milhões em 5/8/2013) o valor contábil da Brado, após passar por 'Ajuste de provisão por redução ao valor recuperável' situou-se na oscilação entre R\$ 200.000 mil a R\$ 250.000 mil, para não mais retornar ao investimento realizado de R\$ 400 milhões.

**GRÁFICO I**



Fonte: DF do FI-FGTS referentes aos exercícios de 2013 a 2021 (peças 415-424)

48. Esse 'acerto' do valor justo da equipe de auditoria deveu-se ao uso de método científico e utilização de parâmetros fidedignos, retirados do mundo real, sem as valorações de receitas utilizadas pelos gestores à época do FI-FGTS em comum acordo com a Brado Logística S.A.

OAP



49. Foi tratada também neste processo a aquisição de ações da Odebrecht Ambiental S.A. (anteriormente denominada Foz do Brasil S.A.<sup>2</sup>), ocorrida em 18/12/2013, em número de 25.475.625 novas ações, por R\$ 315.000.000,00 (trezentos e quinze milhões de reais), integralizadas em 27/12/2013 (peça 416, p. 24-25).
50. O FI-FGTS até a realização da operação descrita no item anterior detinha 129.846.574 ações da Foz do Brasil S.A. Essa participação acionária foi adquirida em 9/10/2009, em número de 129.846.574 novas ações, ao preço de R\$ 650.000.000,00, correspondendo a 26,53% do capital social da Foz do Brasil (peça 101, p. 10).
51. Corrigindo o preço dessa aquisição societária (2009), utilizando a variação do IPCA<sup>3</sup>, o valor em dezembro de 2013 (data da segunda aquisição de ações), corresponde a R\$ 828.271 mil.
52. Ou seja, o FI-FGTS pagou o equivalente R\$ 31.220 mil (R\$ 828.271mil/26,53 %) por cada ponto percentual de participação no capital social da Foz do Brasil S.A. em 2009 e, quando da segunda operação de aquisição de ações pagou R\$ 315.000 mil por um aumento de 3,47 % (30 % – 26,53 %), equivalendo a R\$ 90.778 mil por cada ponto percentual de participação acionária na Foz, transformada em Odebrecht Ambiental S.A. Conclui-se que o FI-FGTS pagou quase 3 vezes (2,9) a mais em 2013 (objeto deste processo) em relação ao que despendeu em 2009.
53. Analisando o quanto mais custosa essa segunda operação financeira, dividindo-se o preço pago em 2009: R\$ 828.271 mil (corrigido até dezembro de 2013 pelo IPCA) pelo número de ações adquiridas: 129.846.574, obtém-se a razão de R\$ 6,3788 por ação adquirida.
54. De outra parte, dividindo-se o preço pago em 2013: R\$ 315.000 mil pelo número de ações adquiridas: 25.475.625, obtém-se a razão de R\$ 12,3647. Ou seja, a aquisição acionária de 2013 foi realizada por quase o dobro do preço (1,94 vezes) das ações adquiridas em 2009. Ressalte-se, por oportuno, que nesse cálculo não está considerado o efeito da diluição das ações com o aumento de capital social em 2013, que, caso considerado, faz com que as ações tenham sido adquiridas por um sobrepreço ainda mais vultoso.
55. A conclusão a que se chega é que houve o dano aos cofres do FI-FGTS e, conseqüentemente, aos cofres dos trabalhadores celetistas do país, que são os contribuintes do FGTS. Pode-se se questionar a extensão desse dano, mas a sua ocorrência é insofismável.
56. A Odebrecht Ambiental S.A. e suas controladas então faziam parte integrante da extinta Organização Odebrecht, então controlada pela Odebrecht Engenharia Ambiental (peça 416, p. 25).
57. Essa inversão financeira feita pelo FI-FGTS correspondeu a 4,92% do total do novo capital social da Odebrecht Ambiental S.A. – após a emissão das novas ações (peça 151, p. 21).
58. O FI-FGTS, após essa operação financeira passou a deter um total de ações 155.322.199, correspondentes a 30,00% do capital social da OEA (peça 428, p. 52).
59. Posteriormente, em 30/9/2014, a Odebrecht Ambiental Participações S.A. passou por uma reorganização societária, em que o FI-FGTS passou a possuir 510.551.593 ações por transformação das anteriores, mantendo a participação de 30 % no capital social<sup>4</sup> (peça 429, p. 30).

<sup>2</sup> Na Ata de Assembleia Geral Extraordinária de cotistas de 23 de julho de 2013 foi aprovada a alteração do nome da companhia de Foz do Brasil S.A. para Odebrecht Ambiental S.A. (peça 416, p. 25)

<sup>3</sup> Índices: outubro de 2009 - 2994,19; dezembro de 2013 - 3815,39; taxa de variação: 1,274264492 (27,4 %).

Fonte: <https://www.ibge.gov.br/estatisticas/economicas/precos-e-custos/9256-indice-nacional-de-precos-ao-consumidor-amplo.html?=&t=series-historicas>

<sup>4</sup> Em 29 de setembro de 2014, ocorreu a incorporação das ações da OA pela Odebrecht Engenharia Ambiental S.A. ('OEA'), na forma do artigo 252 da Lei nº 6.404/76, com a conversão da OA em subsidiária integral da OEA. Em decorrência desse evento foi atribuída 1 ação ordinária de emissão da OEA para cada 3,07181571 ações ordinárias de emissão da OA incorporada. Referida relação de substituição das ações da OA pelas ações da OEA levou em consideração a avaliação econômico-financeira das companhias, de forma que foram emitidas 50.563.645 novas ações ordinárias e nominativas, sem valor nominal, da OEA para o Fundo em substituição às ações detidas por este último na OA.

Em 30 de setembro de 2014, ocorreu a incorporação da totalidade das ações de emissão da OEA pela Odebrecht Ambiental Participações (OA Participações), nos termos do artigo 252 da Lei das S.A., com a conversão da OEA em subsidiária

60. Em 25 de abril de 2017, a Odebrecht S.A. ('ODB') vendeu toda a sua participação no capital da OAP para o BR Ambiental Fundo de Investimento em Participações Multiestratégia ('BR FIP'), um fundo de investimento incorporado no Brasil e gerido pela Brookfield Brasil Asset Management Investimentos Ltda. e controlado pela Brookfield Asset Management, Inc., tendo o Fundo de Investimento do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FI-FGTS) mantido sua participação de 30 % no capital social da atual BRK (peça 429, p. 16).

61. Em 30 de setembro de 2020 foi concluída a reorganização da BRK Ambiental a partir da contribuição do FI-FGTS de 49,0% de participação acionária da BRK Ambiental - Centro Norte Participações S.A. pelo valor correspondente de R\$ 636,942 milhões na BRK Ambiental (peça 423, p. 27).

62. O FI-FGTS subscreveu 378.189.739 novas ações de emissão da BRK Ambiental, emitidas em conformidade com o aumento do capital social da BRK Ambiental aprovado em Assembleia Geral Extraordinária, e integralizou a totalidade das ações subscritas mediante a conferência, à BRK Ambiental, de 90.600.000 de ações de emissão da BRK Ambiental - Centro Norte Participações S.A. de titularidade do FI-FGTS, correspondentes a 100% (cem por cento) da participação detida pelo FI-FGTS no capital social da BRK Ambiental - Centro Norte Participações S.A.<sup>5</sup> (peça 423, p. 27).

63. Fazendo-se uso da mesma metodologia supra (Brado, itens 42-47 desta instrução), tomando-se o valor de equivalência patrimonial da OAP nas DF do FI-FGTS ao longo dos exercícios financeiros de 2012 a 2017, observa-se o comportamento na linha de tempo descrito na tabela infra:

**TABELA II**

Ano	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Valor da equivalência patrimonial das ações adquiridas 2013	0	167.894	190.437	197.131	184.030	192.737
Valor de equivalência patrimonial do Total de ações	677.954	1.023.630	1.161.075	1.201.884	1.122.013	1.175.096
Ações detidas	129.846.574	155.322.199	510.551.593	510.551.593	510.551.593	415.699.980

Fonte: DF do FI-FGTS referentes aos exercícios de 2012 a 2017 (peças 415-420)

64. Verifica-se que já no primeiro exercício pós-compra das ações (2013) – aquisição em 18/12/2013, integralização em 27/12/2013 – o valor consignado das ações nas Demonstrações Financeiras do FGTS se reduziu ao valor de R\$ 167.894 mil, ou seja, reduziu-se a 53,3 % do montante expendido para a sua aquisição.

65. Essa redução ocorreu em questão de dias. A integralização aconteceu a quatro dias do final do exercício.

integral da OA Participações. Em decorrência desse evento foram atribuídas 10,097207 ações ordinária de emissão da OA Participações para cada 1 (uma) ação ordinária de emissão da OEA incorporada. Referida relação de substituição das ações da OEA pelas ações da companhia levou em consideração a avaliação patrimonial das companhias, de forma que foram emitidas 510.551.593 novas ações ordinárias e nominativas, sem valor nominal, da OA Participações, sendo destinados R\$ 510.552 para aumento de Capital e R\$ 568.720 para Reserva de Capital, que foram subscritas e integralizadas em favor do Fundo.

<sup>5</sup> Ademais, houve a subscrição pelo acionista BR Ambiental Fundo de Investimento em Participações Multiestratégia de 882.442.725 ações ordinárias, nominativas e sem valor nominal, em bens e moeda em espécie, mediante a conferência ao capital social da Companhia em 45.980 ações de emissão da BRK Ativos Maduros, representativas de 87,5 % do seu capital social total e votante, e R\$ 522.745 mil em moeda corrente nacional.

Após a aludida reorganização societária, o FI-FGTS permaneceu detendo 30 % das ações emitidas pela BRK Ambiental Participações S.A.

66. Por cinco exercícios o valor de equivalência patrimonial das ações da OAP nas DF do FI-FGTS permaneceu nesse patamar aquém dos R\$ 315 milhões investidos pelo FGTS. A média aritmética desses valores é de R\$ 186.446 mil. A média geométrica é de R\$ 186.157 mil. A mediana é R\$ 190.437. Conclui-se que o débito fundado foi de R\$ 124.563 mil, resultado da subtração do montante investido e a mediana (que torna o cálculo mais conservador, vista que esse parâmetro de medida central apresenta o maior valor entre os três apurados).

67. A análise comparativa desse valor com o débito apurado pelo Relatório de Auditoria (RA) mostra que, de fato, o dano apurado ao longo de cinco exercícios foi inferior ao estimado pelo RA (R\$ 280.145.092,00).

68. Não foi de se estranhar que as empresas que receberam aportes analisados ao longo processo foram noticiadas no passado como envolvidas em escândalos de corrupção com agentes públicos (conforme exarado no RA, peça 151, p. 48):

261. Ressalta-se que essas duas empresas foram acusadas de corrupção envolvendo recursos do FI-FGTS, conforme amplamente noticiado pela mídia, em especial notícias relacionadas à colaboração premiada do ex-VP da Caixa, Sr. Fábio Cleto. Colacionaram-se algumas citações da imprensa:

<http://politica.estadao.com.br/blogs/fausto-macedo/delator-cita-propina-a-cunha-em-12-operacoes-do-fi-fgts-comissao-era-negociada-na-residencia-oficial/>

<http://www1.folha.uol.com.br/poder/2017/03/1869284-delator-diz-que-odebrecht-pagou-r-13-mi-para-conselheiro-do-fi-fgts.shtml>

<http://g1.globo.com/politica/operacao-lava-jato/noticia/influencia-de-cunha-em-fundo-do-fgts-motivou-doacoes-dizem-delatores.ghtml>

69. O método de levantamento dos danos aos cofres do FGTS tal como feito pelo RA, utilizando-se o cálculo do fluxo de caixa descontado, apresenta resultados estimados. Que, no caso da operação Brado o montante de débito se configurou exato ao longo dos exercícios posteriores. No que concerne à operação da OAP, em que pese o dano ter sido configurado, o montante desse valor se apresentou sobrestimado ao longo dos exercícios analisados. Devendo, por conseguinte, o seu valor ser fixado de forma conservativa, no menor valor encontrado.

70. Aceitar que os gestores do FI-FGTS possam adquirir participações acionárias em empresas sem cotação em bolsa e/ou mercado de balcão organizado sem utilizar um método científico de *valuation* dessas empresas é equivalente à concessão de um cheque em branco a todos os gestores de recursos públicos para a prática dessas aquisições pelo preço que bem entendam, independentemente de sua aderência à realidade do mercado que se apresente.

71. É cediço que a frase ‘A democracia é a pior forma de governo, com exceção de todas as demais’ teria sido proferida Winston Churchill em discurso na Câmara dos Comuns (Reino Unido), em 11 de novembro de 1947. Por analogia, pode-se afirmar que o método de *valuation* utilizado pelo Relatório de Auditoria (peça 151) tem suas limitações, entretanto é a melhor alternativa que se conhece para se fugir do arbítrio.

## CONCLUSÃO

72. A presente instrução realizada por força do despacho do relator (peça 412), datada de 3/4/2023, que determinou o retorno dos presentes autos a esta unidade de auditoria especializada para elaboração de ‘instrução final de mérito da auditoria, contemplando as conclusões sobre as questões de auditoria elaboradas pela equipe’; exarou ainda que (itens 18-20 desta instrução):

... havendo fundadas dúvidas sobre a possibilidade de estimar dano ao erário que não exceda o valor real, e, mais ainda, havendo dúvidas sobre a própria possibilidade de afirmar que ocorreu dano ao erário, a formação de apartados de tomadas de contas especial não pode ser autorizada, cabendo destacar que seria improvável que nos apartados viesse o caso a ser discutido mais profundamente do que já foi nestes autos e afastadas as dúvidas aqui postas e fundamentadas...

73. Por fim, determinou que as constatações sobre fragilidades na regulamentação do FI-FGTS apontadas no relatório de auditoria e no seu despacho e possíveis medidas a serem adotadas, também deveriam ser objeto da instrução de mérito do processo’.

74. As respostas às aludidas questões de auditoria foram compiladas do Relatório de Auditoria (peça 151) e das instruções precedentes (peças 214; 304; 336; e 401) estão transcritas no item 22 desta instrução.

75. No que concerne às fragilidades na regulamentação do FI-FGTS apontadas no relatório de auditoria, considerando a norma suscitada esteve presente desde sempre no Regulamento do FI-FGTS, resta apenas se propor/recomendar ao Congresso Nacional avaliar, em juízo de conveniência e oportunidade, a alteração legislativa das Leis nº 8.036, de 11 de maio de 1990, nº 11.491, de 20 de junho de 2007, e nº 13.932, de 11 de dezembro de 2019, para acrescentar quóruns diferenciados do Conselho Curador do FGTS para aprovação de matérias no âmbito do FI-FGTS (itens 23-38 desta instrução).

76. Com relação às sucessivas propostas de conversão deste Relatório de Auditoria, para fins de responsabilização e citação em débitos dos responsáveis elencadas no sumário, fundamentado nas considerações dispostas nos itens 39-71 desta instrução, deve-se propor ao relator, em juízo de reconsideração, e ao próprio Plenário deste Tribunal de Contas da União, a manutenção da proposta de conversão deste processo em Tomadas de Contas Especiais para os fins colimados.

77. Impende destacar que o débito referente à aquisição das ações da OAP (atual BRK Ambiental S.A.) levantado nesta instrução – que por ter um montante menor que o calculado no RA, deve ser adotado para fins de citação – difere substancialmente do inicialmente calculado pelo RA (peça 151), e a data de configuração (integralização das ações) deva ser retificada para 27/12/2013.

78. A eventual conversão deste Relatório de Auditoria em Tomada de Contas Especial para fins de citação solidária dos gestores do FI FGTS, que atuaram de forma irregular nos processos supra, bem como as empresas beneficiadas, deve observar os termos da **matriz de responsabilização** constante às páginas 20-24, da peça 304, reproduzida no **Anexo I** desta instrução, com as devidas correções de débito e data de imputação em relação à operação Odebrecht Ambiental, fundamentadas no Exame Técnico desta instrução.

79. Em 23/5/2023, foi incluída no processo a peça 427, contendo o requerimento do membro designado do Ministério Público junto ao Tribunal de Contas da União, solicitando a oportunidade de oficiar nos autos após a conclusão desta instrução.

### PROPOSTA DE ENCAMINHAMENTO

80. Do exposto, submetem-se os autos à superior consideração, propondo:

- a) Rejeitar os argumentos da empresa Brado Logística realizada em sede de oitiva;
- b) Converter o presente Relatório de Auditoria em duas Tomadas de Contas Especial, para fins de a citação solidária dos:
  - b.1) Sr. Odirley Araujo Rios (CPF: 004.840.145-52); Sr. Leonardo Caldenaro da Graça Caseiro (CPF 289.975.748-25); Sr. Cassio Viana de Jesus (CPF 321.010.338-01); Sr. Flávio Eduardo Arakaki (CPF 283.844.958-31); Sr. Yussuke Aramaki (CPF 075.541.838-77); Sr. Luiz Octavio Chaves (CPF 910.495.477-72); Sra. Adriana Cezar Nogueira Ribeiro (CPF 566.883.856-00); Sra. Alessandra Camelo Braga (CPF 796.572.811-72); Sr. Marcos Roberto Vasconcelos (CPF 740.661.299-00); Sra. Deusdina dos Reis Pereira (CPF 539.512.396-20); Sr. Dermeval Bicalho Carvalho (CPF 487.743.439-15); e da Brado Logística S.A. (CNPJ 03.307.926/0001-12), empresa investida; com fundamento no art. 47 da Lei 8.443/1992, para que, no prazo de quinze dias, apresentem alegações de defesa e/ou recolham, solidariamente aos cofres do FI FGTS as quantias abaixo indicadas, atualizadas monetariamente a partir das respectivas datas até o efetivo

recolhimento, abatendo-se na oportunidade a quantia eventualmente ressarcida, na forma da legislação em vigor, em decorrência das seguintes condutas irregulares:

- i) Sr. Odirley Araújo Rios, Sr. Leonardo Caldenaro da Graça Caseiro e Sr. Cassio Viana de Jesus por elaborarem o Relatório Final de Investimento #59/2013 com graves deficiências técnicas nas projeções e cálculos da valorização da Brado Logística S.A, em descumprimento aos art. 153, 158 e 159 da Lei 6.404/1976, causando prejuízo ao FI FGTS no valor de R\$ 152.796.184,00, na data base de 5/8/2013, conduta ilícita nos termos do art. 186 da Lei 10.406/2002; (itens 27-42; 65-74; 113-128, da instrução de peça 304);
- ii) Sr. Cassio Viana de Jesus e Sr. Flavio Eduardo Arakaki por votarem pela aprovação do investimento da Brado Logística S.A. de R\$ 400 milhões junto ao comitê de gestão de fundos especiais por meio do Voto Sufes 21/2013 em grave omissão de análise diligente da documentação submetida, sendo apresentadas apenas justificativas genéricas e/ou insuficientes para o investimento, como a ‘importância do sistema ferroviário nacional’, ‘localização estratégica dos negócios da companhia’ e ‘diversificação do *portfolio* do FI FGTS’, em descumprimento aos art. 153, 158 e 159 da Lei 6.404/1976, causando prejuízo ao FI FGTS no valor de R\$ 152.796.184,00, na data base de 5/8/2013, conduta ilícita nos termos do art. 186 da Lei 10.406/2002; (itens 27-42; 76-79; 113-128, da instrução de peça 304);
- iii) Sr. Yussuke Aramaki, Sr. Luiz Octavio Chaves, Sra. Adriana Cezar Nogueira Ribeiro, Sr. Flavio Eduardo Arakaki, Sra. Alexandra Camelo Braga e Sr. Marcos Roberto Vasconcelos por aprovarem, por meio da Ata 04/13 #20 do Comitê de Gestão de Fundos Especiais, de 22/2/2013, o investimento de R\$ 400 milhões na Brado Logística S.A lastreado em Relatório Final de Investimento com *valuation* superestimada, tendo sido apresentado em ata, resumidamente, os números da operação e os dados da projeção econômica da empresa, sem estar registrado, por nenhum dos membros presentes, qualquer justificativa ou ressalva sobre os dados da operação, em descumprimento aos art. 153, 158 e 159 da Lei 6.404/1976, causando prejuízo ao FI FGTS no valor de R\$ 152.796.184,00, na data base de 5/8/2013, conduta ilícita nos termos do art. 186 da Lei 10.406/2002; (itens 27-42; 80-82; 113-128, da peça 304);
- iv) Sra. Deusdina dos Reis Pereira, Sra. Alexandra Camelo Braga e Sr. Demerval Bicalho Carvalho por aprovarem, por meio da Ata 01/13 #20 do Comitê de Investimento de Fundos Especiais e Carteiras Administradas, de 25/2/2013, o investimento de R\$ 400 milhões na Brado Logística S.A lastreado em Relatório Final de Investimento com *valuation* superestimada, tendo sido apresentado em ata, resumidamente, os números da operação e os dados da projeção econômica da empresa, sem estar registrado, por nenhum dos membros presentes, qualquer justificativa ou ressalva sobre os dados da operação, em descumprimento aos art. 153, 158 e 159 da Lei 6.404/1976, causando prejuízo ao FI FGTS no valor de R\$ 152.796.184,00, na data base de 5/8/2013, conduta ilícita nos termos do art. 186 da Lei 10.406/2002; e (itens 27-42; 83-85; 113-128 da peça 304);
- v) a sociedade empresária Brado Logística S.A por fornecer ao FI FGTS projeções de crescimento sem amparo em seu histórico e em empresas comparáveis, contribuindo para que a aquisição de seu capital fosse realizada com assimetria de informação e sem respaldo técnico-literário e **fornecer** ao FI FGTS documento inábil (memorando de informação) para fins de integralização de capital, e não ter contratado formalmente um laudo de avaliação econômico-financeira com essa finalidade, em descumprimento aos art. 153, 158 e 159 da Lei 6.404/1976, causando prejuízo ao FI FGTS no valor de R\$ 152.796.184,00, na data base de 5/8/2013, conduta ilícita nos termos do art. 186 da Lei 10.406/2002. (itens 27-42; 75; 113-128, da peça 304)

Responsáveis	Débito em R\$	Data-base
Adriana Cezar Nogueira Ribeiro Alexandra Camelo Braga Brado Logística S.A. Cassio Viana de Jesus Deusdina dos Reis Pereira Demerval Bicalho Carvalho Flávio Eduardo Arakaki Leonardo Caldenaro da Graça Caseiro	152.796.184,00	5/8/2013



Responsáveis	Débito em R\$	Data-base
Luiz Octavio Chaves Marcos Roberto Vasconcelos Odirley Araújo Rios Yussuke Aramaki		

b.2) Sr. Renan Gaspar Paravani (CPF 223.678.158-01); Sra. Edna Lucia de Alencar Melo Camargo (CPF 596.888.824-53); Sr. Yoshio Marcos Hashimoto (CPF 719.229.209-59); Sr. Cassio Viana de Jesus (CPF 321.010.338-01); Sr. Luiz Octavio Chaves (CPF 910.495.477-72); Sr. Alenir de Oliveira Romanello (CPF 148.180.001-91); Sr. Flavio Eduardo Arakaki CPF 283.844.958-31); Sra. Deusdina dos Reis Pereira (CPF 539.512.396-20); Sr. Raelison da Silva Muniz dos Santos (CPF 485.157.015-53); e da Odebrecht Ambiental S.A. (CNPJ 09.437.097/0001-79), empresa investida; com fundamento no art. 47 da Lei 8.443/1992, para que, no prazo de quinze dias, apresentem alegações de defesa e/ou recolham, solidariamente aos cofres do FI FGTS as quantias abaixo indicadas, atualizadas monetariamente a partir das respectivas datas até o efetivo recolhimento, abatendo-se na oportunidade a quantia eventualmente ressarcida, na forma da legislação em vigor, em decorrência das seguintes condutas irregulares:

- i) Sr. Renan Gaspar Paravani, Sra. Edna Lucia de Alencar Melo Camargo e Sr. Yoshio Marcos Hashimoto por elaborarem o Relatório Final de Investimento #67/2013 contendo graves deficiências técnicas nas projeções e cálculos da valorização da Odebrecht Ambiental, em descumprimento aos art. 153, 158 e 159 da Lei 6.404/1976, causando prejuízo ao FI FGTS no valor de R\$ 124.563.000,00, na data base de 27/12/2013, conduta ilícita nos termos do art. 186 da Lei 10.406/2002; (itens 43-62; 90-99; 113-128, da peça 304 );
- ii) Sr. Yoshio Marcos Hashimoto e Sr. Cassio Viana de Jesus por votarem pela aprovação de aquisição de ações da Odebrecht Ambiental de R\$ 315 milhões junto ao Comitê de Gestão de Fundos Especiais, por meio do Voto Sufes 152/2013, em grave omissão de análise diligente da documentação submetida, que tomou por base laudo com uma série de deficiências técnicas, em descumprimento aos art. 153, 158 e 159 da Lei 6.404/1976, causando prejuízo ao FI FGTS no valor de R\$ 124.563.000,00, na data base de 27/12/2013, conduta ilícita nos termos do art. 186 da Lei 10.406/2002; (itens 43-62; 101-103; 113-128, da peça 304);
- iii) Sr. Luiz Octavio Chaves, Sr. Yoshio Marcos Hashimoto, Sr. Alenir de Oliveira Romanello e Sr. Flávio Eduardo Arakaki por aprovarem, por meio da Ata 24/13 do Comitê de Gestão de Fundos Especiais, de 12/9/2013, o investimento de R\$ 315 milhões na Odebrecht Ambiental lastreado em Relatório Final de Investimento com *valuation* superestimada, sem que se registrasse quaisquer questionamentos e/ou justificativas do valor calculado da empresa que serviu de parâmetro da operação, em descumprimento aos art. 153, 158 e 159 da Lei 6.404/1976, causando prejuízo ao FI FGTS no valor de R\$ 124.563.000,00, na data base de 27/12/2013, conduta ilícita nos termos do art. 186 da Lei 10.406/2002; (itens 43-62; 104-106; 113-128, da peça 304);
- iv) Sr. Yoshio Marcos Hashimoto e Sr. Cassio Viana de Jesus por votarem pela aprovação de aquisição de ações da Odebrecht Ambiental de R\$ 315 milhões junto ao Comitê de Investimentos de Fundos Especiais e Carteiras Administradas, por meio do Voto Sufes 153/2013, em grave omissão de análise diligente da documentação submetida, que tomou por base laudo com uma série de deficiências técnicas, em descumprimento aos art. 153, 158 e 159 da Lei 6.404/1976, causando prejuízo ao FI FGTS no valor de R\$ 124.563.000,00, na data base de 27/12/2013, conduta ilícita nos termos do art. 186 da Lei 10.406/2002; (itens 43-62; 107; 113-128, da peça 304);
- v) Sra. Deusdina dos Reis Pereira, Sr. Raelison da Silva Muniz dos Santos e Sr. Cassio Viana de Jesus por aprovarem, por meio da Ata 06/13 do Comitê de Investimentos de Fundos Especiais e Carteiras Administradas, de 17/9/2013, o investimento de R\$ 315 milhões na Odebrecht Ambiental lastreado em Relatório Final de Investimento com *valuation* superestimada, sem que fosse registrada quaisquer análises ou justificativas dos valores da operação, em descumprimento aos art. 153, 158 e 159 da Lei 6.404/1976, causando prejuízo ao FI FGTS no valor de R\$ 124.563.000,00,

na data base de 27/12/2013, conduta ilícita nos termos do art. 186 da Lei 10.406/2002; e (itens 43-62; 107-109; 113-128, da peça 304);

- vi) a sociedade empresária Odebrecht Ambiental S.A., sucedida pela sociedade empresária BRK ambiental (CNPJ 24.396.489/0001-20), por fornecer ao FI FGTS memorando de informação que tinha por objetivo realizar testes de recuperabilidade de perda de investimento, e não tinha por finalidade integralização de capital social e fornecer ao FI FGTS projeções que possuíam premissas sem amparo no histórico da empresa nem no mercado comparável, além de falhas técnico-literárias, o que contribuiu para que o aumento de capital social fosse realizada com assimetria de informação, caracterizando dano ao erário (FI FGTS), em descumprimento aos art. 153, 158 e 159 da Lei 6.404/1976, causando prejuízo ao FI FGTS no valor de R\$ 124.563.000,00, na data base de 27/12/2013, conduta ilícita nos termos do art. 186 da Lei 10.406/2002. (itens 43-62; 100; 113-128, da peça 304)

Responsáveis	Débito em R\$	Data-base
Alenir de Oliveira Romanello Cassio Viana de Jesus Deusdina dos Reis Pereira Edna Lucia de Alencar Melo Camargo Flávio Eduardo Arakaki Luiz Octavio Chaves Odebrecht Ambiental S.A. Rauelson da Silva Muniz dos Santos Renan Gaspar Paravani Yoshio Marcos Hashimoto	124.563.000,00	27/12/2013

- c) Encaminhar os presentes autos ao Gabinete do Procurador Júlio Marcelo de Oliveira, conforme requerimento constante à peça 427;
- d) Encaminhar cópia do Acórdão que vier a ser proferido no presente processo ao Ministério Público Federal, acompanhado do Relatório e do Voto que o fundamente;
- e) Arquivar o presente processo”.

3. O MP/TCU, por meio do procurador Júlio Marcelo de Oliveira, solicitou<sup>6</sup>, com base no art. 6º, XV, da Lei Complementar 75/1993, nos arts. 81, II, e 84 da Lei 8.443/1992 e na Portaria MP/TCU 2, de 31/8/2020, a oportunidade de oficiar nos autos e assim se manifestou<sup>7</sup>:

“Trata-se de Auditoria no Fundo de Investimento do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FI-FGTS), realizada pela então SecexFazenda, entre 2016 e 2017, com o objetivo de avaliar o desempenho e a legalidade dos investimentos desse fundo, mais especificamente, a aquisição de participações acionárias nas empresas Odebrecht Ambiental S.A. (OAP) e Brado Logística S.A. (Brado).

Conforme noticiou a SecexFazenda, ‘o Administrador e Gestor do FI-FGTS é a Caixa Econômica Federal. Em consonância com a previsão da Resolução CMN 2.451, de 27 de novembro de 1997, que determina que a administração de recursos de terceiros seja empreendida por unidade segregada das áreas comerciais das instituições financeiras (princípio Chinese Wall), a Vice-Presidência de Gestão de Ativos de Terceiros da Caixa (Viter) responde, de forma específica, pela administração e gestão dos recursos do FI-FGTS’ (peça 151, item 4).

<sup>6</sup> Peça 427.

<sup>7</sup> Peça 436.

## I

O Relatório de Auditoria no FI-FGTS, autuado em 28/3/2018, avaliou o desempenho e a legalidade dos investimentos do FI-FGTS, bem como examinou questões específicas apontadas no Acórdão 1.329/2016-TCU-Plenário. Verificou-se, em especial, que o FI-FGTS havia adquirido participações acionárias nas sociedades empresárias Odebrecht Ambiental e Brado Logística por valores acima dos valores de mercado, o que teria causado prejuízo de R\$ 432.941.276,00, em valores históricos. Em decorrência desses achados, foi proposta a conversão deste processo de fiscalização em dois processos de tomada de contas especial, um para cada um dos investimentos avaliados, sendo que o débito associado à operação da Brado Logística teria o valor de R\$ 152.796.184,00 e aquele resultante da operação da Odebrecht Ambiental, R\$ 280.145.092,00 (peça 151).

Vossa Excelência, por meio de despacho de 20/4/2018, determinou a realização de oitiva prévia da consultoria Ernst Young (E&Y) para que apresentasse as premissas adotadas na avaliação dos referidos ativos e os motivos para a ocorrência de divergências apontadas no relatório da unidade técnica, assim como determinou fossem ouvidas as sociedades empresárias Odebrecht Ambiental e Brado Logística em relação às premissas adotadas para avaliação de seus negócios, assim como para que apresentassem os resultados auferidos após a venda da participação acionária ao FI-FGTS, *‘a fim de avaliar se as expectativas, pelo menos no curto prazo, foram compatíveis com o comportamento efetivamente observado’* (peça 154).

A instrução da então SecexFazenda, de 23/11/2018, concluiu que os argumentos da Odebrecht Ambiental, da Ernst Young e da Brado Logística não haviam sido capazes de afastar os indícios de irregularidade elencados no relatório de auditoria. Por esse motivo, foi proposta a realização de citação dos responsáveis nos termos sugeridos no referido relatório, com a inclusão da sociedade empresária Ernst Young como responsável solidária pelos prejuízos resultantes da operação envolvendo a OAP (peça 214). O sr. Diretor e o sr. Secretário endossaram essa proposição (peças 215 e 216).

Em despacho datado de 22/8/2019, Vossa Excelência determinou a elaboração de análise complementar que explicitasse, com fundamento em documentos, a conduta e a atuação direta de cada um dos envolvidos nas negociações relativas à Odebrecht Ambiental e à Brado Logística, assim como descrevesse o processo de investimento e de tomada de decisão relativos a cada uma dessas operações (peça 235). A instrução de peça 304, de 12/8/2020, registrou que os investimentos nas duas empresas apresentaram graves deficiências técnicas e sugeriu a citação solidária dos gestores da Vice-Presidência de Gestão de Ativos de Terceiros da Caixa Econômica Federal (Viter) e das empresas beneficiadas, conforme matriz de responsabilização que integra a instrução. Excluiu-se a empresa Ernest & Young da proposta de citação (peça 304). O sr. Diretor e o sr. Secretário endossaram essa sugestão de encaminhamento (peças 305 e 306).

Vossa Excelência (peça 316), em seguida, determinou à SecexFinanças que realizasse oitivas da Brado Logística S.A., da Odebrecht Ambiental S.A. e do FI-FGTS, para que se manifestassem sobre os achados e as conclusões apresentados na instrução de peça 304. Por meio de manifestações uniformes (peça 336 a 338), datadas de 27/4/2021, após exame dos elementos obtidos por meio das referidas oitivas, a SecexFinanças reiterou a sugestão de encaminhamento fornecida na instrução de peça 304, de citação solidária dos responsáveis.

Por meio do despacho de peça 389, datado de 23/11/2021, Vossa Excelência determinou à SecexFinanças que realizasse a oitiva da Brado Logística S.A., para que *‘encaminhasse ao TCU a comprovação analítica das informações que prestou e os documentos comprobatórios auditados que lhes dá suporte, em especial acerca da evolução de receitas no período ao qual se refere sua manifestação de 25/5/2021 (peça 356)’*. A unidade técnica, por considerar que a Brado Logística S.A. não foi capaz de alterar as conclusões contidas no Relatório de Auditoria, propôs a rejeição de seus argumentos e reiterou a proposta de conversão

deste Relatório de Auditoria em tomadas de contas especiais (uma para cada operação) – peças 401 a 403.

Em seguida, por meio do despacho datado de 3/4/2023, após exame analítico e fundamentado, Vossa Excelência manifestou-se nos seguintes termos (peça 412):

‘261. Ante todo o exposto, havendo fundadas dúvidas sobre a possibilidade de estimar dano ao erário que não exceda o valor real, e, mais ainda, havendo dúvidas sobre a própria possibilidade de afirmar que ocorreu dano ao erário, a formação de apartados de tomadas de contas especial não pode ser autorizada, cabendo destacar que seria improvável que nos apartados viesse o caso a ser discutido mais profundamente do que já foi nestes autos e afastadas as dúvidas aqui postas e fundamentadas.

262. Nessa mesma linha, precedentes do Tribunal são no sentido de que a incerteza quanto ao montante e à própria existência do débito impõe o arquivamento, sem exame do mérito, da tomada de contas especial, por ausência de pressuposto de desenvolvimento válido e regular do processo, com fundamento no art. 201, § 3º, c/c o art. 212 do RI/TCU.

263. Importa ressaltar que, ainda que as situações suscitadas neste processo não possam ser, conforme visto acima, qualificadas inequivocamente como irregulares, ilegítimas ou antieconômicas, danosas ao erário, as dúvidas legítimas sobre se o fundo não deveria ou não poderia ter procedido de forma diversa não se desvanecem e, por isso, poderão ser feitas considerações a respeito da atuação do FI-FGTS quando do exame de mérito do processo, considerando seus objetivos, seu objeto social, a natureza de suas operações e seus processos internos.

264. Encerrado o exame da proposta de formação de apartados de tomada de contas especial, é preciso registrar que decisões tomadas por gestores sempre poderão se apresentar como questionáveis sob diferentes prismas e por diferentes agentes e atores, mas nem sempre tais questionamentos se qualificarão como irregularidades comprovadas, à luz de parâmetros normativos, jurisprudenciais, doutrinários e operacionais aplicáveis aos casos, tampouco poderão dar margem a processos de responsabilização escorregiosos neste Tribunal, com avaliação de nexos entre a irregularidade e a conduta culposa, ou dolosa, do agente público, de modo a viabilizar o pleno exercício do contraditório e da ampla defesa.’

Ao final, Vossa Excelência determinou o retorno dos presentes autos à unidade especializada, para que elaborasse ‘*instrução final de mérito da auditoria, contemplando as conclusões sobre as questões de auditoria elaboradas pela equipe*’ (peça 412, p. 48):

a) os investimentos do FI-FGTS, durante os exercícios de 2008-2015, foram efetivamente aplicados em seus setores elegíveis, consoante o art. 1º da Lei 11.491/2007?

b) a aquisição das debêntures do BNDES, considerando a excepcionalidade desse investimento, representa risco à carteira do FI-FGTS? Tal excepcionalidade, permitida pela alteração do regulamento do FI-FGTS, obedeceu aos normativos vigentes?

c) considerando que a aquisição de debêntures do BNDES foi uma operação excepcional, é devida a cobrança de taxa de administração nos mesmos parâmetros dos demais investimentos?

O sr. Auditor da Unidade de Auditoria Especializada em Bancos Públicos e Reguladores Financeiros (AudBancos), após historiar os fatos e descrever o andamento processual, chegou à seguinte conclusão (peça 430, p. 12):

75. No que concerne às fragilidades na regulamentação do FI-FGTS apontadas no relatório de auditoria [especialmente falta de exigência de quórum qualificado para aprovação de determinadas matérias], considerando [que] a norma suscitada esteve presente desde sempre no Regulamento do FI-FGTS, resta apenas se propor/recomendar ao Congresso Nacional avaliar, em juízo de conveniência e oportunidade, a alteração legislativa das Leis nº 8.036, de 11 de maio de 1990, nº 11.491, de 20 de junho de 2007, e nº 13.932, de 11 de dezembro de 2019, para acrescentar quóruns diferenciados do Conselho Curador do FGTS para aprovação de matérias no âmbito do FI-FGTS (itens 23-38 desta instrução).

76. Com relação às sucessivas propostas de conversão deste Relatório de Auditoria, para fins de responsabilização e citação em débitos dos responsáveis elencadas no sumário, fundamentado nas considerações dispostas nos itens 39-71 desta instrução, deve-se propor ao relator, em juízo de reconsideração, e ao próprio Plenário deste Tribunal de Contas da União, **a manutenção da proposta de conversão deste processo em Tomadas de Contas Especiais para os fins colimados.**

77. Impende destacar que o débito referente à aquisição das ações da OAP (atual BRK Ambiental S.A.) levantado nesta instrução – que, por ter um montante menor que o calculado no RA, deve ser adotado para fins de citação – difere substancialmente do inicialmente calculado pelo RA (peça 151), e a data de configuração (integralização das ações) deve ser retificada para 27/12/2013.

78. A eventual conversão deste Relatório de Auditoria em Tomada de Contas Especial para fins de citação solidária dos gestores do FI FGTS, que atuaram de forma irregular nos processos *supra*, bem como as empresas beneficiadas, deve observar os termos da matriz de responsabilização constante às páginas 20-24, da peça 304, reproduzida no Anexo I desta instrução, com as devidas correções de débito e data de imputação em relação à operação Odebrecht Ambiental, fundamentadas no Exame Técnico desta instrução. (grifou-se)

**A análise realizada na derradeira instrução (peça 430) também concluiu que a pretensão punitiva e ressarcitória do TCU não está prescrita.** O termo inicial de contagem da prescrição ordinária dos fatos analisados foi estabelecido como sendo 28/03/2018, data de assinatura do Relatório de Auditoria e de sua autuação neste processo. Apontou, ainda, que foram identificadas causas interruptivas da prescrição durante as oitivas realizadas, correspondentes aos ofícios constantes das peças 318, 319 e 325, entre os anos de 2020 e 2021, conforme reproduzido a seguir (peça 430):

11. Considerando que **o termo inicial de contagem da prescrição dos fatos analisados neste processo, nos termos do disposto no inciso IV do art. 4º da Resolução TCU 344/2022, é 28/3/2018, data de ingresso do Relatório de Auditoria (peça 151) nos presentes autos**, é mister concluir que o processo não se encontra envolto no manto da prescrição (prazo exarado no art. 2º da predita resolução), haja vista a ocorrência de fatos de caráter interruptivo no seu curso (nos termos do disposto no inciso I do art. 5º do mesmo diploma normativo), conforme se verifica nas oitivas realizadas nos ofícios constantes às peças 318; 319; e 325. (grifou-se)



Ao final, o sr. Auditor reiterou a proposta de conversão deste processo de fiscalização em duas tomadas de contas especiais e de citação dos agentes envolvidos na consumação dos respectivos débitos, com alteração (para menor, de R\$ 280.145.092,00 para R\$ 124.563.000,00) do valor do dano originalmente calculado em relação à operação Odebrecht Ambiental, nos seguintes termos (peça 430):

Do exposto, submetem-se os autos à superior consideração, propondo:

- a) Rejeitar os argumentos da empresa Brado Logística realizada em sede de oitiva;
- b) Converter o presente Relatório de Auditoria em duas Tomadas de Contas Especiais, para fins de citação solidária dos:

b.1) Sr. Odirley Araujo Rios (CPF: 004.840.145-52); Sr. Leonardo Caldenaro da Graça Caseiro (CPF 289.975.748-25); Sr. Cassio Viana de Jesus (CPF 321.010.338-01); Sr. Flávio Eduardo Arakaki (CPF 283.844.958-31); Sr. Yussuke Aramaki (CPF 075.541.838-77); Sr. Luiz Octavio Chaves (CPF 910.495.477-72); Sra. Adriana Cezar Nogueira Ribeiro (CPF 566.883.856-00); Sra. Alexsandra Camelo Braga (CPF 796.572.811-72); Sr. Marcos Roberto Vasconcelos (CPF 740.661.299-00); Sra. Deusdina dos Reis Pereira (CPF 539.512.396-20); Sr. Dermeval Bicalho Carvalho (CPF 487.473.439-15); e da Brado Logística S.A. (CNPJ 03.307.926/0001-12), empresa investida; com fundamento no art. 47 da Lei 8.443/1992, para que, no prazo de quinze dias, apresentem alegações de defesa e/ou recolham, solidariamente aos cofres do FI FGTS, as quantias abaixo indicadas, atualizadas monetariamente a partir das respectivas datas até o efetivo recolhimento, abatendo-se na oportunidade a quantia eventualmente ressarcida, na forma da legislação em vigor, em decorrência das seguintes condutas irregulares:

- i) Sr. Odirley Araújo Rios, Sr. Leonardo Caldenaro da Graça Caseiro e Sr. Cassio Viana de Jesus por elaborarem o Relatório Final de Investimento #59/2013 com graves deficiências técnicas nas projeções e cálculos da valorização da Brado Logística S.A, em descumprimento aos arts. 153, 158 e 159 da Lei 6.404/1976, causando prejuízo ao FI FGTS no valor de R\$ 152.796.184,00, na data base de 5/8/2013, conduta ilícita nos termos do art. 186 da Lei 10.406/2002; (itens 27-42; 65-74; 113-128, da instrução de peça 304);
- ii) Sr. Cassio Viana de Jesus e Sr. Flavio Eduardo Arakaki por votarem pela aprovação do investimento da Brado Logística S.A. de R\$ 400 milhões junto ao comitê de gestão de fundos especiais por meio do Voto Sufes 21/2013 em grave omissão de análise diligente da documentação submetida, sendo apresentadas apenas justificativas genéricas e/ou insuficientes para o investimento, como a ‘importância do sistema ferroviário nacional’, ‘localização estratégica dos negócios da companhia’ e ‘diversificação do portfólio do FI FGTS’, em descumprimento aos arts. 153, 158 e 159 da Lei 6.404/1976, causando prejuízo ao FI FGTS no valor de R\$ 152.796.184,00, na data base de 5/8/2013, conduta ilícita nos termos do art. 186 da Lei 10.406/2002; (itens 27-42; 76-79; 113-128, da instrução de peça 304);
- iii) Sr. Yussuke Aramaki, Sr. Luiz Octavio Chaves, Sra. Adriana Cezar Nogueira Ribeiro, Sr. Flavio Eduardo Arakaki, Sra. Alexandra Camelo Braga e Sr. Marcos Roberto Vasconcelos por aprovarem, por meio da Ata 04/13 #20 do Comitê de Gestão de Fundos Especiais, de 22/2/2013, o investimento de R\$ 400 milhões na Brado Logística S.A. lastreado em Relatório Final de Investimento com *valuation* superestimada, tendo sido apresentado em ata, resumidamente, os números da operação e os dados da

projeção econômica da empresa, sem estar registrado, por nenhum dos membros presentes, qualquer justificativa ou ressalva sobre os dados da operação, em descumprimento aos arts. 153, 158 e 159 da Lei 6.404/1976, causando prejuízo ao FI FGTS no valor de R\$ 152.796.184,00, na data base de 5/8/2013, conduta ilícita nos termos do art. 186 da Lei 10.406/2002; (itens 27-42; 80-82; 113-128, da peça 304);

iv) Sra. Deusdina dos Reis Pereira, Sra. Alexandra Camelo Braga e Sr. Demerval [Dermeval] Bicalho Carvalho por aprovarem, por meio da Ata 01/13 #20 do Comitê de Investimento de Fundos Especiais e Carteiras Administradas, de 25/2/2013, o investimento de R\$ 400 milhões na Brado Logística S.A. lastreado em Relatório Final de Investimento com *valuation* superestimada, tendo sido apresentado em ata, resumidamente, os números da operação e os dados da projeção econômica da empresa, sem estar registrado, por nenhum dos membros presentes, qualquer justificativa ou ressalva sobre os dados da operação, em descumprimento aos arts. 153, 158 e 159 da Lei 6.404/1976, causando prejuízo ao FI FGTS no valor de R\$ 152.796.184,00, na data base de 5/8/2013, conduta ilícita nos termos do art. 186 da Lei 10.406/2002; e (itens 27-42; 83-85; 113-128 da peça 304);

v) a sociedade empresária Brado Logística S.A. por fornecer ao FI FGTS projeções de crescimento sem amparo em seu histórico e em empresas comparáveis, contribuindo para que a aquisição de seu capital fosse realizada com assimetria de informação e sem respaldo técnico-literário e **fornecer** ao FI FGTS documento inábil (memorando de informação) para fins de integralização de capital, e não ter contratado formalmente um laudo de avaliação econômico-financeira com essa finalidade, em descumprimento aos art. 153, 158 e 159 da Lei 6.404/1976, causando prejuízo ao FI FGTS no valor de R\$ 152.796.184,00, na data base de 5/8/2013, conduta ilícita nos termos do art. 186 da Lei 10.406/2002. (itens 27-42; 75; 113-128, da peça 304)

Responsáveis	Débito em R\$	Data-base
Adriana Cezar Nogueira Ribeiro Alexandra Camelo Braga Brado Logística S.A. Cassio Viana de Jesus Deusdina dos Reis Pereira Demerval [Dermeval] Bicalho Carvalho Flávio Eduardo Arakaki Leonardo Caldenaro da Graça Caseiro Luiz Octavio Chaves Marcos Roberto Vasconcelos Odirley Araújo Rios Yussuke Aramaki	152.796.184,00	5/8/2013

b.2) Sr. Renan Gaspar Paravani (CPF 223.678.158-01); Sra. Edna Lucia de Alencar Melo Camargo (CPF 596.888.824-53); Sr. Yoshio Marcos Hashimoto (CPF 719.229.209-59); Sr. Cassio Viana de Jesus (CPF 321.010.338-01); Sr. Luiz Octavio Chaves (CPF 910.495.477-72); Sr. Alenir de Oliveira Romanello (CPF 148.180.001-91); Sr. Flavio Eduardo Arakaki CPF 283.844.958-31); Sra. Deusdina

dos Reis Pereira (CPF 539.512.396-20); Sr. Raelison da Silva Muniz dos Santos (CPF 485.157.015-53); e da Odebrecht Ambiental S.A. (CNPJ 09.437.097/0001-79), empresa investida; com fundamento no art. 47 da Lei 8.443/1992, para que, no prazo de quinze dias, apresentem alegações de defesa e/ou recolham, solidariamente aos cofres do FI FGTS as quantias abaixo indicadas, atualizadas monetariamente a partir das respectivas datas até o efetivo recolhimento, abatendo-se na oportunidade a quantia eventualmente ressarcida, na forma da legislação em vigor, em decorrência das seguintes condutas irregulares:

- i) Sr. Renan Gaspar Paravani, Sra. Edna Lucia de Alencar Melo Camargo e Sr. Yoshio Marcos Hashimoto por elaborarem o Relatório Final de Investimento #67/2013 contendo graves deficiências técnicas nas projeções e cálculos da valorização da Odebrecht Ambiental, em descumprimento aos arts. 153, 158 e 159 da Lei 6.404/1976, causando prejuízo ao FI FGTS no valor de R\$ 124.563.000,00, na data base de 27/12/2013, conduta ilícita nos termos do art. 186 da Lei 10.406/2002; (itens 43-62; 90-99; 113-128, da peça 304 );
- ii) Sr. Yoshio Marcos Hashimoto e Sr. Cassio Viana de Jesus por votarem pela aprovação de aquisição de ações da Odebrecht Ambiental de R\$ 315 milhões junto ao Comitê de Gestão de Fundos Especiais, por meio do Voto Sufes 152/2013, em grave omissão de análise diligente da documentação submetida, que tomou por base laudo com uma série de deficiências técnicas, em descumprimento aos arts. 153, 158 e 159 da Lei 6.404/1976, causando prejuízo ao FI FGTS no valor de R\$ 124.563.000,00, na data base de 27/12/2013, conduta ilícita nos termos do art. 186 da Lei 10.406/2002; (itens 43-62; 101-103; 113-128, da peça 304);
- iii) Sr. Luiz Octavio Chaves, Sr. Yoshio Marcos Hashimoto, Sr. Alenir de Oliveira Romanello e Sr. Flávio Eduardo Arakaki por aprovarem, por meio da Ata 24/13 do Comitê de Gestão de Fundos Especiais, de 12/9/2013, o investimento de R\$ 315 milhões na Odebrecht Ambiental lastreado em Relatório Final de Investimento com *valuation* superestimada, sem que se registrasse quaisquer questionamentos e/ou justificativas do valor calculado da empresa que serviu de parâmetro da operação, em descumprimento aos arts. 153, 158 e 159 da Lei 6.404/1976, causando prejuízo ao FI FGTS no valor de R\$ 124.563.000,00, na data base de 27/12/2013, conduta ilícita nos termos do art. 186 da Lei 10.406/2002; (itens 43-62; 104-106; 113-128, da peça 304);
- iv) Sr. Yoshio Marcos Hashimoto e Sr. Cassio Viana de Jesus por votarem pela aprovação de aquisição de ações da Odebrecht Ambiental de R\$ 315 milhões junto ao Comitê de Investimentos de Fundos Especiais e Carteiras Administradas, por meio do Voto Sufes 153/2013, em grave omissão de análise diligente da documentação submetida, que tomou por base laudo com uma série de deficiências técnicas, em descumprimento aos arts. 153, 158 e 159 da Lei 6.404/1976, causando prejuízo ao FI FGTS no valor de R\$ 124.563.000,00, na data base de 27/12/2013, conduta ilícita nos termos do art. 186 da Lei 10.406/2002; (itens 43-62; 107; 113-128, da peça 304);
- v) Sra. Deusdina dos Reis Pereira, Sr. Raelison da Silva Muniz dos Santos e Sr. Cassio Viana de Jesus por aprovarem, por meio da Ata 06/13 do Comitê de Investimentos de Fundos Especiais e Carteiras Administradas, de 17/9/2013, o investimento de R\$ 315 milhões na Odebrecht Ambiental lastreado em Relatório Final de Investimento com *valuation* superestimada,

sem que fosse registrada quaisquer análises ou justificativas dos valores da operação, em descumprimento aos arts. 153, 158 e 159 da Lei 6.404/1976, causando prejuízo ao FI FGTS no valor de R\$ 124.563.000,00, na data base de 27/12/2013, conduta ilícita nos termos do art. 186 da Lei 10.406/2002; e (itens 43-62; 107-109; 113-128, da peça 304);

vi) a sociedade empresária Odebrecht Ambiental S.A., sucedida pela sociedade empresária BRK ambiental (CNPJ 24.396.489/0001-20), por fornecer ao FI FGTS memorando de informação que tinha por objetivo realizar testes de recuperabilidade de perda de investimento, e não tinha por finalidade integralização de capital social, e fornecer ao FI FGTS projeções que possuíam premissas sem amparo no histórico da empresa nem no mercado comparável, além de falhas técnico-literárias, o que contribuiu para que o aumento de capital social fosse realizado com assimetria de informação, caracterizando dano ao erário (FI FGTS), em descumprimento aos arts. 153, 158 e 159 da Lei 6.404/1976, causando prejuízo ao FI FGTS no valor de R\$ 124.563.000,00, na data base de 27/12/2013, conduta ilícita nos termos do art. 186 da Lei 10.406/2002. (itens 43-62; 100; 113-128, da peça 304)

Responsáveis	Débito em R\$	Data-base
Alenir de Oliveira Romanello Cassio Viana de Jesus Deusdina dos Reis Pereira Edna Lucia de Alencar Melo Camargo Flávio Eduardo Arakaki Luiz Octavio Chaves Odebrecht Ambiental S.A. Raelison da Silva Muniz dos Santos Renan Gaspar Paravani Yoshio Marcos Hashimoto	124.563.000,00	27/12/2013

- c) Encaminhar os presentes autos ao Gabinete do Procurador Júlio Marcelo de Oliveira, conforme requerimento constante à peça 427;
- d) Encaminhar cópia do Acórdão que vier a ser proferido no presente processo ao Ministério Público Federal [solicitações nos processos TC 010.198/2018-0 e TC 039.837/2020-3, apensos], acompanhado do Relatório e do Voto que o fundamente;
- e) Arquivar o presente processo.

O Diretor da AudBancos pôs-se de acordo com a proposta fornecida pelo Auditor que instruiu o feito (peça 431).

O Auditor-Chefe da AudBancos, por meio do despacho de peça 432, ao endossar a acima transcrita proposta de encaminhamento, emprestou ênfase às seguintes ocorrências:

- a) Em relação à Brado Logística (itens 40-47 da instrução precedente), as premissas utilizadas para a inversão no montante de R\$ 400 milhões consideraram um forte crescimento da receita, o que não ocorreu, sendo que, em apenas dois anos, o FI-FGTS já teve que efetuar um ajuste de provisão por redução do valor

recuperável, reduzindo o seu saldo contábil para R\$ 217,18 milhões – saldo esse, menor do que o valor apurado pelo Relatório de Auditoria, que considerou que o valor justo deveria considerar um aporte de R\$ 247,2 milhões, decorrentes da utilização de um método científico de cálculo, com utilização de parâmetros fidedignos;

b) Em relação à Odebrecht Ambiental S.A., o FI-FGTS já possuía 26,53% da OAP, adquiridos em 2009 por R\$ 650 milhões. Corrigindo esse valor pelo IPCA até 2013, teríamos um valor de R\$ 828,3 milhões. Ocorre que, em 2013 o FI-FGTS adquiriu mais 3,47% de ações por R\$ 315 milhões (quase 3 vezes mais caro que o valor anterior atualizado). Apenas 4 dias depois, essa aquisição do FI-FGTS foi ajustada no balanço para o valor justo de R\$ 167,9 milhões;

c) A colaboração premiada do ex-Vice-Presidente da Caixa, Sr. Fábio Cleto, descortinou algumas nuances quanto aos métodos eivados de vício que caracterizaram essas aquisições'. (peça 432)

Estando os autos neste Gabinete do MP de Contas, foram juntados dois novos documentos. Primeiramente, foi juntada a peça 434, por meio da qual a defesa da sra. Deusdina dos Reis Pereira pediu o reconhecimento da prescrição das pretensões de ressarcimento e punitiva, com suporte no art. 1º da Lei nº 9.873/1999 e na Resolução-TCU nº 344, de 11/10/2022. Em seguida, a sociedade empresarial Brado Logística S.A., por meio de memoriais (peça 435), requereu o arquivamento deste processo, nos termos do art. 250, I, do Regimento Interno do TCU.

### I.1. Petição da sra. Deusdina dos Reis Pereira (peça 434)

A responsável alega (peça 434) que:

16. *In casu*, as supostas condutas irregulares praticadas pela Interessada ocorreram em 25/02/2013 – aprovar investimento na Brado Logística S.A. – e em 17/09/2013 – investimento na Odebrecht Ambiental lastreado em Relatório Final de Investimento com *valuation* superestimada.

17. A presente auditoria foi instaurada em 07/11/2016 (Peça nº 01) – Portaria de Fiscalização/Fase Planejamento nº 1.298, de 07/11/2016.

18. Pelo teor daquele ato, verifica-se que esta auditoria foi inicialmente instaurada para 'realizar Auditoria de Conformidade (...) no período de 3/11/2016 a 24/2/2017, com o objetivo de avaliar o desempenho e a legalidade dos investimentos do FI-FGTS'. Este ato não se presta, portanto, a interromper a prescrição, pois não aponta o fato que deu ensejo à sugestão de citação desta Interessada em uma futura TCE.

19. O rol de responsáveis juntado na Peça nº 150, em 28/03/2018, cita o nome desta Interessada. A princípio, tal ato poderia ser considerado como marco interruptivo da prescrição (art. 5º, II, da Resolução-TCU nº 344, de 11/10/2022).

20. No entanto, **o documento não aponta conduta da ora Interessada**. Nesse sentido, à luz da jurisprudência do STF sobre a definição de 'ato inequívoco de apuração do fato', a Peça nº 150 não caracteriza marco interruptivo da prescrição.

21. Em 17/08/2020, sobreveio a instrução que sugeriu a conversão dos autos em tomada de contas especial e individualizou o que seriam as supostas condutas



irregulares da Interessada (Peça nº 304). Este ato pode ser considerado como marco interruptivo para fins de contagem do prazo prescricional.

22. Sucede que, **entre a data do fato (17/09/2013) e a data da instrução que constitui ato inequívoco apto a apurar a conduta do Defendente (17/08/2020)**, passaram-se mais de 5 (cinco) anos.

23. Por essa razão, ocorreu a prescrição das pretensões de ressarcimento e punitiva do TCU, nos termos do art. 1º da Lei nº 9.873/99, de modo que a Interessada [requer] o seu reconhecimento *in casu*. (grifou-se)

### **I.2. Memoriais da Brado Logística S.A. (peça 435)**

Em síntese, a Brado Logística S.A. insurge-se contra a conclusão de ter havido dano aos cofres do FI-FGTS, apontando supostas falhas metodológicas na avaliação do investimento cometidas pela AudBancos. Argumenta que os estudos de valoração de empresas não são precisos, o que foi reconhecido pelo Ministro-Relator. Alega que a equipe de auditoria não teria apresentado evidências capazes de sustentar sua responsabilização e usado dados históricos inadequados para projetar as receitas futuras da Brado. Destaca também que a amostra de empresas comparáveis não reflete a peculiaridade das atividades da Brado. Conclui que não é possível afirmar com segurança a superestimação do valor da Brado e que a rejeição da proposta de procedimento apartado de TCE é a medida adequada.

Além disso, a Brado Logística S.A. argumenta que não haveria nexos causal entre os resultados dos investimentos e a conduta da empresa e que se aponta suposta irregularidade quanto à não apresentação formal de *valuation*, porém, destaca que não existia regulamentação ou obrigação jurídica que exigisse tal documento. Expõe que tanto o Manual de Procedimentos da Superintendência Nacional de Fundos de Investimentos Especiais (SUFES/Caixa) quanto a Norma Brasileira de Contabilidade não preveem a obrigatoriedade de avaliação contábil para o tipo de investimento realizado na Brado. Além disso, sustenta que a aquisição de participação acionária seguiu as regras da Instrução CVM nº 462/2007, que não requer laudo de avaliação. Menciona que o ato normativo interno do FI-FGTS não prevê a contratação de laudos de avaliação econômico-financeira, tornando tal providência objetivamente inexigível. A empresa destaca que a contratação da Ernst Young, empresa de auditoria reconhecida, para realizar análises de viabilidade, resultou em estudos rigorosos.

## **II**

O Ministério Público de Contas endossa a proposta de encaminhamento apresentada pela AudBancos, contida na instrução de peça 430, que foi transcrita no tópico anterior deste parecer.

Considera-se, com todas as vênias ao entendimento externado por Vossa Excelência no despacho de peça 412, que o Auditor, por meio de sua instrução de peça 430, assim como o Auditor-Chefe da AudBancos, em seu despacho de peça 432, apresentaram elementos de convicção que sustentam adequadamente a presunção de que o FI-FGTS adquiriu participações acionárias nas sociedades empresárias Odebrecht Ambiental e Brado Logística por valores excessivos em relação aos valores de mercado, tendo em vista projeções desarrazoadas de ganhos futuros, incompatíveis com a projeção de seus pares. Além disso, identificaram os agentes que concorreram para a consumação das operações ora sob exame, os quais devem ser citados pelos montantes correspondentes aos prejuízos apurados (vide matriz de responsabilização contida na parte final da referida instrução de peça 430).

Mais especificamente, a equipe de fiscalização desta Corte de Contas assim sintetizou os achados:

## II. Achados de auditoria

### II.1. Aquisição de ações sem cotação em bolsa da Odebrecht Ambiental em valor superestimado

33. Verificou-se que o FI-FGTS adquiriu participação societária na Odebrecht Ambiental (OAP) com superestimativa de R\$ 280.145.092,00, na data base de 19/12/2013. A causa da superestimativa é a projeção de ganhos futuros da OAP incompatíveis com a de seus pares no mercado, bem como projeção de baixo custo médio ponderado de capital (WACC).

34. A quantia paga a maior pela participação societária foi calculada por meio da diferença entre o valor de aquisição, baseado em valuation utilizando metodologia DCF, feita pela auditoria independente Ernst Young; e um valor calculado pelo TCU, utilizando premissas de mercado e metodologia DCF. O detalhamento das falhas da valuation, utilizada pelo FI-FGTS, bem como o detalhamento do valor justo, encontrado pelo TCU, encontram-se respectivamente nos itens seguintes.

(...)

### II.2. Aquisição de ações sem cotação em bolsa da Brado Logística em valor superestimado

148. Verificou-se que o FI-FGTS adquiriu participação societária na Brado Logística (BDO) com superestimativa de R\$ 152.796.184,00 na data base de 5/8/2013. A principal causa da superestimativa é a projeção de ganhos futuros da BDO incompatíveis com a de seus pares no mercado.

149. A quantia paga a maior pela participação societária foi calculada por meio da diferença entre o valor de aquisição, baseado em valuation utilizando metodologia DCF, feita pela auditoria independente Ernst Young; e um valor calculado pelo TCU, utilizando premissas de mercado e metodologia DCF. O detalhamento das falhas da valuation, utilizada pelo FI-FGTS, bem como o detalhamento do valor justo, calculado pelo TCU de acordo com premissas de mercado encontram-se, respectivamente, nos itens seguintes.

(...)

Anote-se que os últimos pronunciamentos da unidade técnica, em essência, sintetizaram as extensas e pormenorizadas análises contidas no Relatório de Auditoria e nas anteriores instruções técnicas (peças 151, 304, 336 e 401). Nesses pronunciamentos, apresentaram-se: a) as inconsistências na valoração dos investimentos realizados pelo FI-FGTS na Odebrecht Ambiental e na Brado Logística; b) os valores aceitáveis para os investimentos sob exame; c) as perdas decorrentes desses investimentos; d) os ajustes de provisão por redução do valor recuperável para os investimentos na Brado (redução de R\$ 400 milhões para R\$ 217,18 do saldo contábil após apenas dois anos da operação) e na Odebrecht Ambiental (redução de R\$ 315 milhões para R\$ 167,9 milhões após quatro dias da realização da aquisição das ações).

A despeito de considerar bastantes as razões deduzidas nas manifestações da unidade técnica para justificar o encaminhamento por ela sugerido, contido na instrução de peça 430, acima transcrito, considera-se conveniente explicitar os motivos fundamentais que conduzem a essa conclusão, além de examinar os questionamentos contidos nas peças apresentadas pela sra. Deusdina dos Reis Pereira e pela Brado Logística S.A, após a fase de instrução, quando o processo já se encontrava no MP de Contas. Convém, em especial, revelar as bases utilizadas na mensuração dos prejuízos apurados, nas operações examinadas neste processo.

**II.1- Exame da prescrição e da peça apresentada pela sra. Deusdina dos Reis****Pereira**

Em linha de consonância com a conclusão da unidade técnica, considera-se que o dia 28/3/2018 é o termo inicial de contagem da prescrição acerca dos atos neste processo, consoante explicitado no inciso IV do art. 4º da Resolução TCU 344/2022, data da assinatura do Relatório de Auditoria (peça 151), conforme precedentes desta Corte (Acórdão 2643/2022-Plenário e Acórdão 2936/2023-Primeira Câmara). A partir desse momento, ocorreram vários atos inequívocos de apuração dos fatos, que interromperam a prescrição principal e a prescrição intercorrente, conforme disposto no art. 5º, inciso II, e no art. 8, §2º, ambos da Resolução TCU 344, de 11/10/2022, a seguir especificados.

Mencione-se, exemplificativamente, a instrução da unidade técnica de 23/11/2018 (peça 214), que pode ser considerada o primeiro marco interruptivo da prescrição principal e o termo inicial da contagem de prazo da prescrição intercorrente (Acórdão 534/2023-Plenário). Verificaram-se também outros eventos tendentes à apuração das irregularidades apuradas, entre os quais destacam-se o despacho de Vossa Excelência de 17/11/2020 (peça 316), a instrução da unidade técnica de 27/4/2021 (peça 336), a instrução da unidade técnica de 30/3/2022 (peça 401), o despacho de Vossa Excelência de 4/4/2023 (peça 412) e a instrução da unidade técnica de 27/6/2023 (peça 430).

Quanto à petição apresentada pela sra. Deusdina dos Reis Pereira (peça 434), discorda-se da tese segundo a qual caberia, em relação a tal responsável, o reconhecimento da prescrição das pretensões de ressarcimento e punitiva, com esteio no art. 1º da Lei nº 9.873/1999 e na Resolução-TCU nº 344, de 11/10/2022. Segundo ela, a data do fato (17/9/2013) daria início à contagem do prazo prescricional, e a data da instrução de 17/08/2020 configuraria evento interruptivo de tal cômputo. Desse modo, teriam transcorrido mais de 5 anos entre esses eventos e, portanto, a prescrição deveria ser reconhecida pelo TCU. Em relação à peça que elenca o rol de responsáveis, incluindo a sra. Deusdina dos Reis Pereira (peça 150), a defesa alega que *‘o documento carece de indicativos de ação por parte da ora Interessada’*.

Ocorre, no entanto, que a Resolução - TCU nº 344, datada de 11 de outubro de 2022, que se encontra em pleno vigor, estabelece o seguinte:

Art. 4º O prazo de prescrição será contado:

(...)

IV - da data do conhecimento da irregularidade ou do dano, quando constatados em fiscalização realizada pelo Tribunal, pelos órgãos de controle interno ou pelo próprio órgão ou entidade da Administração Pública onde ocorrer a irregularidade;  
- grifou-se o trecho em destaque.

Acrescente-se a isso o entendimento extraído da Jurisprudência Seleccionada acerca da contagem do prazo prescricional, no caso de irregularidades identificadas por meio de fiscalização do Tribunal:

Para fins de contagem do prazo prescricional, a data do conhecimento da irregularidade em fiscalizações (art. 4º, inciso IV, da Resolução TCU 344/2022) corresponde àquela na qual há o registro formal dos achados de auditoria, ou seja, a data de assinatura do respectivo relatório de fiscalização. (Acórdão 2936/2023-Primeira Câmara | Relator: JORGE OLIVEIRA)

Assim sendo, diferentemente do que aventado pela sra. Deusdina dos Reis Pereira, o termo inicial da prescrição principal, no caso de fiscalização realizada pelo TCU, não corresponde à data de ocorrência dos fatos, mas sim à data de conhecimento dos fatos pelo Tribunal. No caso concreto, o marco inicial para contagem da prescrição dos fatos examinados neste processo, consoante estabelecem o comando anteriormente transcrito e o precedente invocado, é 28/3/2018, data da assinatura do referido Relatório de Auditoria (peça 151). A partir desse momento, ocorreram, como já destacado acima, vários atos inequívocos de apuração dos

atos. Portanto, não tendo se passado 5 anos entre as datas de 28/3/2018 e 17/8/2020, não há falar em prescrição quinquenal.

Veja-se, ademais, que *'ato inequívoco de apuração do fato interrompe a prescrição das pretensões punitiva e ressarcitória do TCU, mesmo nos casos em que ainda não exista a identificação de todos os responsáveis pela irregularidade objeto da investigação. O art. 2º, inciso II, da Lei 9.873/1999 estabelece que a interrupção ocorre com a apuração do fato, não fazendo menção explícita à apuração da autoria'* (Acórdão 8693/2023-Primeira Câmara | Relator: WALTON ALENCAR RODRIGUES).

Tendo em vista, portanto, os eventos acima elencados, é possível concluir que não se operou a prescrição principal, nem a intercorrente, em relação à referida responsável e em relação aos demais agentes arrolados na proposta de encaminhamento apresentada pela AudBancos, em sua instrução de peça 430.

## II.2. Aquisições de participações acionárias - Brado Logística

Em relação às aquisições de participações acionárias na Brado Logística, como visto, houve sucessivas manifestações da unidade técnica acerca de elementos trazidos aos autos pela Brado acerca da operação sob exame. Foram examinados, também, os elementos trazidos aos autos pela consultoria Ernst Young (E&Y) acerca das premissas adotadas para a avaliação dos referidos ativos e motivos para a ocorrência das divergências apontadas no relatório da SecexFazenda (peça 151). As instruções técnicas que examinaram tais questões, no entender do MP de Contas, demonstram, com bastante clareza, que a valoração da empresa, à época em que se realizaram essas aquisições, se deu com base em premissas inconsistentes, na verdade, totalmente desarrazoadas.

O método de levantamento dos danos aos cofres do FI-FGTS, utilizando o cálculo do fluxo de caixa descontado, apresentou resultados estimados do dano. No caso da operação Brado Logística, o montante de débito se revelou preciso. Com o intuito de permitir a visualização dos aspectos mais fundamentais que dão suporte à conclusão de que há, nestes autos, sólido conjunto probatório que sustenta a presunção de ter dano aos cofres do FI-FGTS e de que tal prejuízo deve ser imputado, em princípio, aos gestores da Vice-Presidência de Gestão de Ativos de Terceiros da Caixa Econômica Federal e à empresa beneficiada, pede-se vênias para transcrever trecho da referida instrução de peça 430, que trata de aquisições de participações acionárias na Brado Logística, onde estão postos os motivos mais relevantes que embasam a solução acima enunciada:

### *Brado*

40. A despeito das considerações baseadas nas premissas equivocadas (todas baseadas em forte crescimento de receita, que nos anos seguintes ao aporte não se confirmaram), utilizadas para realizar a inversão no montante de R\$ 400 milhões (aporte Brado), analisadas entre os itens 17-122 da instrução de peça 401, é mister explicitar que em apenas pouco mais de 2 anos o FI-FGTS já teve que promover um 'Ajuste de provisão por redução ao valor recuperável' no montante de R\$ 182.148 mil, resultando em um Saldo Contábil de R\$ 217.181 mil para as ações da Brado detidas pelo FI-FGTS.

41. Ou seja, o saldo contábil ao final de 2015 era inclusive menor que o valor justo apurado pelo Relatório de Auditoria. Como está expresso no item 183 (peça 151, p. 37):

183. Finalmente, calculou-se o débito ao FI-FGTS como sendo a diferença do aporte realizado pelo FI-FGTS (R\$ 400 milhões) subtraído do valor justo por participação de 22,22% na BDO considerando que seu valor

pré *money* é de R\$ 865 milhões (calculado pelo TCU) e não R\$ 1.400 milhões (transacionado pelo FI-FGTS, baseado na *valuation* de R\$ 1.676 milhões). Como resultado, encontra-se o valor de débito de R\$ 152.796.184,00, na data-base de 5/8/2013, cuja memória de cálculo se encontra às peças 148 e 147.

42. A equipe de auditoria terminou por realizar um cálculo conservativo, haja vista que, subtraindo-se o sobrepreço apurado (R\$ 152.796.184,00) do valor do aporte realizado (R\$ 400 milhões), obtém-se o preço justo de R\$ 247.204 mil.

43. Esse valor justo apurado pela equipe de auditoria é superior à média dos saldos contábeis da Brado logo após a ingresso de recursos do FI-FGTS em seus cofres: R\$ 225.738 mil – entre os anos de 2015 e 2021, conforme pode ser observado na tabela abaixo:

Ano	Valor de Equivalência Patrimonial da Brado nas DF do FI-FGTS (mil R\$)
2013	401.563
2014	410.381
2015	217.181
2016	269.219
2017	208.976
2018	211.197
2019	212.268
2020	212.175
2021	249.157

Fonte: DF do FI-FGTS referentes aos exercícios de 2013 a 2021 (peças 416-424)

44. A diferença entre o valor estimado pela equipe de auditoria do TCU (R\$ 247.204 mil) e a média dos saldos contábeis da Brado nas DF do FI-FGTS logo após o primeiro ‘Ajuste de provisão por redução ao valor recuperável’ (R\$ 225.738 mil) é de apenas 8,7 % em benefício da redução do débito apurado pela equipe no RA.

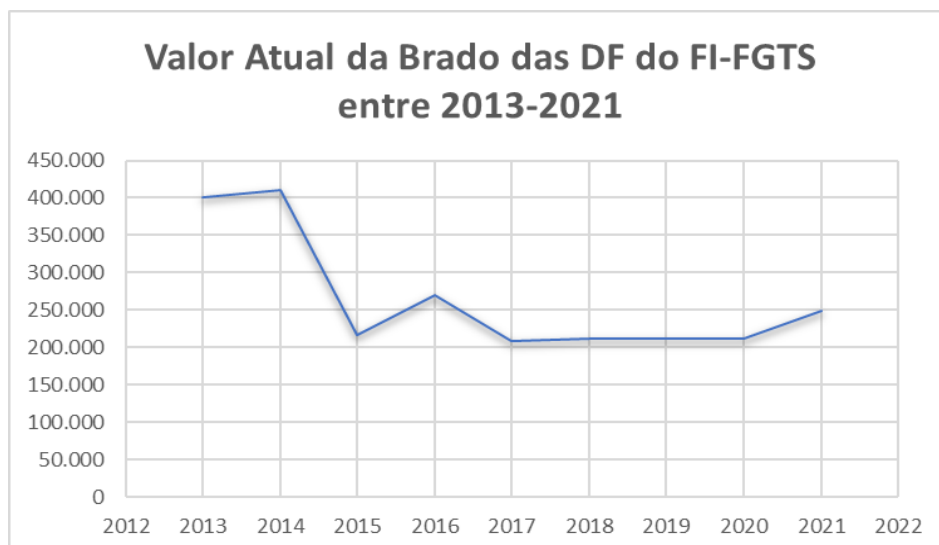
45. Analisando o erro de previsão pelo lado do valor despendido na operação, temos o exorbitante valor de 44%. Ou seja, um ágio de 77% (quase o dobro).

46. Em outras palavras: o débito apurado pela equipe de auditoria foi de R\$ 152.796.184,00; enquanto a queda de valor do ativo ‘Brado’ nas DF do FI-FGTS foi de R\$ 174.262 mil, este sim um débito mais realista.

47. O gráfico abaixo ilustra que, logo após o aporte realizado (R\$ 400 milhões em 5/8/2013), o valor contábil da Brado, após passar por ‘Ajuste de provisão por redução ao valor recuperável’, situou-se na oscilação entre R\$ 200.000 mil a R\$ 250.000 mil, para não mais retornar ao investimento realizado de R\$ 400 milhões.

## GRÁFICO I





Fonte: DF do FI-FGTS referentes aos exercícios de 2013 a 2021 (peças 415-424)

48. Esse ‘acerto’ do valor justo da equipe de auditoria deveu-se ao uso de método científico e utilização de parâmetros fidedignos, retirados do mundo real, sem as valorações de receitas utilizadas pelos gestores à época do FI-FGTS em comum acordo com a Brado Logística S.A.

Não é demais destacar que esse trecho de instrução apenas sintetiza conclusões perfeitamente fundamentadas já no Relatório de Fiscalização (peça 151) e em instruções técnicas subsequentes, após intensa interação com a Brado Logística S.A. (peças 304, 336 e 401). A inconsistência e evidente falta de razoabilidade da valoração do investimento do FI-FGTS está demonstrada nessas peças técnicas. Na verdade, o aspecto mais fundamental da presente análise consiste na **discrepância evidente e desarrazoada entre projeções utilizadas de crescimento de receita do negócio, excessivamente otimistas, por parte da empresa e da Viter/Caixa, e expectativas realistas, fundadas em dados consistentes do mercado**. Por esse motivo, passa-se a indicar, de forma específica, quais os pressupostos utilizados na valoração dos referidos investimentos que merecem ser considerados despropositados. Com esse objetivo, recorre-se, mais uma vez, à apreciação técnica acerca da valoração da empresa à época dos investimentos.

No que tange à situação da Brado Logística S.A., a unidade técnica demonstrou que essa empresa forneceu ao FI-FGTS *‘projeções de crescimento sem amparo em seu histórico e em empresas comparáveis, contribuindo para que a aquisição de seu capital fosse realizada com assimetria de informação e sem respaldo técnico-literário’*. O MP de Contas alinha-se ao entendimento de que **a elevadíssima projeção de crescimento de receita, em valores bastante superiores aos do crescimento nominal da economia brasileira no longo prazo, na verdade, foi a principal causa do débito**. Veja-se, a propósito, o que anotara o sr. Auditor (peça 401) acerca desse aspecto específico, ao reforçar as conclusões preliminares do Relatório de Auditoria:

62. Houve a estimativa de forte crescimento de receita da empresa projetado pela E&Y no longo prazo: 17% no décimo ano de projeção, 13% no décimo quinto ano de projeção e 9% na perpetuidade (peça 147, p.6), contra crescimento de 7,6% estimado pelo TCU após o quinto ano de projeção.

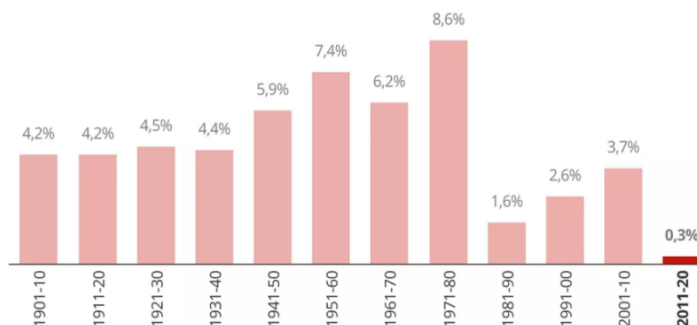
63. É cediço que a economia brasileira nos últimos 50 anos jamais experimentou um crescimento consistente acima de 8% a.a. A figura abaixo demonstra esse fato por média de crescimento anual por década nos últimos 120 anos. **Sendo assim,**

não há falar em crescimento médio de 13% a.a. em um setor tradicional de logística, já explorado por diversas empresas similares no Brasil e no exterior. [grifou-se]

Figura I

Nova década perdida

Variação anual média do PIB, em %



Fonte: Ibre-FGV, a partir de dados do Ipea, IBGE e Monitor do PIB da FGV

Fonte: <https://g1.globo.com/economia/noticia/2021/03/03/com-recessoes-e-pandemia-pib-do-brasil-tem-pior-decada-em-120-anos.ghtml>

64. Ainda que a metodologia do Fluxo de Caixa tenha sido utilizada, o resultado da precificação da Brado, naquele momento, não teria validade, haja vista as premissas desalinhadas da realidade do mercado. Ter tomado como referência *players* com operações alinhadas à da Brado, também não se verificou, conforme consta da análise constante do item 223 do RA (peça 151):

Assim, a precificação do TCU se mostra conservadora. Ainda que as empresas da amostra do TCU não fossem comparáveis à Brado, o fato é que essa amostra de empresas possui desempenho superior à amostra de empresas adotada pelo próprio FI FGTS (**apesar de o fundo não utilizar os dados dessas empresas para sua projeção**). Em outras palavras, adotando-se as empresas comparáveis do FI FGTS chegar-se-ia a um valor ainda menor para a Brado quando comparado com o valor calculado pelo TCU. (Sem grifo, no original)

Além disso, foram adotadas as seguintes premissas, também não realistas e não razoáveis, no estudo que embasou a mensuração das participações acionárias adquiridas pelo FI-FGTS:

- margem média de depreciação e amortização (DAtoRevenue) projetada para a BDO de 4%, frente à média histórica de 17% para as empresas brasileiras do mesmo setor, valor 76% inferior (peça 117, p. 8), consoante disposto no item 157 do Relatório de peça 151;

- margens médias CAPEX (CAPEXtoRevenue) médio projetado para a BDO de -11% (despesa de capital possui sinal negativo), frente à média histórica de -20% para as empresas brasileiras do mesmo setor, valor esse 50% inferior àquele outro, em módulo, conforme relatado no item 159 do Relatório de peça 151;

- Change in Net Working Capital (CNWC) - CNWCtoRevenue médio projetado para a BDO próximo a 0%, destoando da média histórica de 6% para as empresas brasileiras do mesmo setor (peça 117, p. 8-9), como consignado no item 161 do Relatório de peça 151.

As premissas que embasaram o referido aporte de R\$ 400 milhões se mostraram insustentáveis ao longo do tempo, o que resultou em prejuízo expressivo ao FI-FGTS. A Brado Logística S.A., por sua vez, ao fornecer projeções de crescimento sem amparo em seu histórico,

concorreu para o prejuízo resultante da referida operação e dele se beneficiou indevidamente. Além disso, obteve vantagem excessiva, portanto, ilícita em razão de tal operação. Os gestores do FI-FGTS que implementaram a operação, por sua vez, também devem ser chamados a responder pelos prejuízos apurados.

## II.2. Aquisições de participações acionárias - Odebrecht Ambiental S.A.

Quanto às aquisições de participações acionárias na Odebrecht Ambiental pelo FI-FGTS, afigura-se pertinente, mais uma vez, recorrer à manifestação de peça 430, em que estão postos os motivos que sustentam a instauração de tomada de contas especial, com citação dos responsáveis pela consumação dos prejuízos associados a essa operação. No que concerne à operação da OAP, em que pese o dano ter sido configurado, o montante desse valor se apresentou sobrestimado ao longo dos exercícios analisados, devendo-se, por conseguinte, adotar, de forma conservadora, o menor dos valores encontrado nas avaliações realizadas, consoante a lógica revelada em trecho dessa última instrução, que merece ser transcrito:

### *OAP*

49. Foi tratada também neste processo a aquisição de ações da Odebrecht Ambiental S.A. (anteriormente denominada Foz do Brasil S.A.<sup>8</sup>), ocorrida em 18/12/2013, em número de 25.475.625 novas ações, por R\$ 315.000.000,00 (trezentos e quinze milhões de reais), integralizadas em 27/12/2013 (peça 416, p. 24-25).

50. O FI-FGTS até a realização da operação descrita no item anterior detinha 129.846.574 ações da Foz do Brasil S.A. Essa participação acionária foi adquirida em 9/10/2009, em número de 129.846.574 novas ações, ao preço de R\$ 650.000.000,00, correspondendo a 26,53% do capital social da Foz do Brasil (peça 101, p. 10).

51. Corrigindo o preço dessa aquisição societária (2009), utilizando a variação do IPCA<sup>9</sup>, o valor em dezembro de 2013 (data da segunda aquisição de ações), corresponde a R\$ 828.271 mil.

52. Ou seja, o FI-FGTS pagou o equivalente R\$ 31.220 mil (R\$ 828.271 mil/26,53 %) por cada ponto percentual de participação no capital social da Foz do Brasil S.A. em 2009 e, quando da segunda operação de aquisição de ações pagou R\$ 315.000 mil por um aumento de 3,47 % (30 % – 26,53 %), equivalendo a R\$ 90.778 mil por cada ponto percentual de participação acionária na Foz, transformada em Odebrecht Ambiental S.A. Conclui-se que o FI-FGTS pagou quase 3 vezes (2,9) a mais em 2013 (objeto deste processo) em relação ao que dispendeu em 2009.

53. Analisando o quanto mais custosa essa segunda operação financeira, dividindo-se o preço pago em 2009: R\$ 828.271 mil (corrigido até dezembro de 2013 pelo IPCA) pelo número de ações adquiridas: 129.846.574, obtém-se a razão de R\$ 6,3788 por ação adquirida.

54. De outra parte, dividindo-se o preço pago em 2013: R\$ 315.000 mil pelo número de ações adquiridas: 25.475.625, obtém-se a razão de R\$ 12,3647. Ou seja, a aquisição acionária de 2013 foi realizada por quase o dobro do preço (1,94 vezes) das ações adquiridas em 2009. Ressalte-se, por oportuno, que nesse cálculo não

<sup>8</sup> Na Ata de Assembleia Geral Extraordinária de cotistas de 23 de julho de 2013 foi aprovada a alteração do nome da companhia de Foz do Brasil S.A. para Odebrecht Ambiental S.A. (peça 416, p. 25)

<sup>9</sup> Índices: outubro de 2009 - 2994,19; dezembro de 2013 - 3815,39; taxa de variação: 1,274264492 (27,4 %).

Fonte: <https://www.ibge.gov.br/estatisticas/economicas/precos-e-custos/9256-indice-nacional-de-precos-ao-consumidor-amplo.html?=&t=series-historicas>

está considerado o efeito da diluição das ações com o aumento de capital social em 2013, que, caso considerado, faz com que as ações tenham sido adquiridas por um sobrepreço ainda mais vultoso.

55. A conclusão a que se chega é que houve o dano aos cofres do FI-FGTS e, conseqüentemente, aos cofres dos trabalhadores celetistas do país, que são os contribuintes do FGTS. Pode-se questionar a extensão desse dano, mas a sua ocorrência é insofismável.

56. A Odebrecht Ambiental S.A. e suas controladas então faziam parte integrante da extinta Organização Odebrecht, então controlada pela Odebrecht Engenharia Ambiental (peça 416, p. 25).

57. Essa inversão financeira feita pelo FI-FGTS correspondeu a 4,92% do total do novo capital social da Odebrecht Ambiental S.A. – após a emissão das novas ações (peça 151, p. 21).

58. O FI-FGTS, após essa operação financeira, passou a deter um total de ações 155.322.199, correspondentes a 30,00% do capital social da OEA (peça 428, p. 52).

59. Posteriormente, em 30/9/2014, a Odebrecht Ambiental Participações S.A. passou por uma reorganização societária, em que o FI-FGTS passou a possuir 510.551.593 ações por transformação das anteriores, mantendo a participação de 30% no capital social<sup>10</sup> (peça 429, p. 30).

60. Em 25 de abril de 2017, a Odebrecht S.A. ('ODB') vendeu toda a sua participação no capital da OAP para o BR Ambiental Fundo de Investimento em Participações Multiestratégia ('BR FIP'), um fundo de investimento incorporado no Brasil e gerido pela Brookfield Brasil Asset Management Investimentos Ltda. e controlado pela Brookfield Asset Management, Inc., tendo o Fundo de Investimento do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FI-FGTS) mantido sua participação de 30 % no capital social da atual BRK (peça 429, p. 16).

61. Em 30 de setembro de 2020 foi concluída a reorganização da BRK Ambiental a partir da contribuição do FI-FGTS de 49,0% de participação acionária da BRK Ambiental - Centro Norte Participações S.A. pelo valor correspondente de R\$ 636,942 milhões na BRK Ambiental (peça 423, p. 27).

62. O FI-FGTS subscreveu 378.189.739 novas ações de emissão da BRK Ambiental, emitidas em conformidade com o aumento do capital social da BRK Ambiental aprovado em Assembleia Geral Extraordinária, e integralizou a totalidade das ações subscritas mediante a conferência, à BRK Ambiental, de 90.600.000 de ações de emissão da BRK Ambiental - Centro Norte Participações S.A. de titularidade do FI-FGTS, correspondentes a 100% (cem por cento) da

---

<sup>10</sup> Em 29 de setembro de 2014, ocorreu a incorporação das ações da OA pela Odebrecht Engenharia Ambiental S.A. ('OEA'), na forma do artigo 252 da Lei nº 6.404/76, com a conversão da OA em subsidiária integral da OEA. Em decorrência desse evento foi atribuída 1 ação ordinária de emissão da OEA para cada 3,07181571 ações ordinárias de emissão da OA incorporada. Referida relação de substituição das ações da OA pelas ações da OEA levou em consideração a avaliação econômico-financeira das companhias, de forma que foram emitidas 50.563.645 novas ações ordinárias e nominativas, sem valor nominal, da OEA para o Fundo em substituição às ações detidas por este último na OA.

Em 30 de setembro de 2014, ocorreu a incorporação da totalidade das ações de emissão da OEA pela Odebrecht Ambiental Participações (OA Participações), nos termos do artigo 252 da Lei das S.A., com a conversão da OEA em subsidiária integral da OA Participações. Em decorrência desse evento foram atribuídas 10,097207 ações ordinárias de emissão da OA Participações para cada 1 (uma) ação ordinária de emissão da OEA incorporada. Referida relação de substituição das ações da OEA pelas ações da companhia levou em consideração a avaliação patrimonial das companhias, de forma que foram emitidas 510.551.593 novas ações ordinárias e nominativas, sem valor nominal, da OA Participações, sendo destinados R\$ 510.552 para aumento de Capital e R\$ 568.720 para Reserva de Capital, que foram subscritas e integralizadas em favor do Fundo.

participação detida pelo FI-FGTS no capital social da BRK Ambiental - Centro Norte Participações S.A.<sup>11</sup> (peça 423, p. 27).

63. Fazendo-se uso da mesma metodologia supra (Brado, itens 42-47 desta instrução), tomando-se o valor de equivalência patrimonial da OAP nas DF do FI-FGTS ao longo dos exercícios financeiros de 2012 a 2017, observa-se o comportamento na linha de tempo descrito na tabela infra:

**TABELA II**

Ano	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Valor da equivalência patrimonial das ações adquiridas 2013	0	167.894	190.437	197.131	184.030	192.737
Valor de equivalência patrimonial do Total de ações	677.954	1.023.630	1.161.075	1.201.884	1.122.013	1.175.096
Ações detidas	129.846.574	155.322.199	510.551.593	510.551.593	510.551.593	415.699.980

Fonte: DF do FI-FGTS referentes aos exercícios de 2012 a 2017 (peças 415-420)

64. Verifica-se que já no primeiro exercício pós-compra das ações (2013) – aquisição em 18/12/2013, integralização em 27/12/2013 – o valor consignado das ações nas Demonstrações Financeiras do FGTS se reduziu ao valor de R\$ 167.894 mil, ou seja, reduziu-se a 53,3 % do montante expendido para a sua aquisição.

65. Essa redução ocorreu em questão de dias. A integralização aconteceu a quatro dias do final do exercício.

66. Por cinco exercícios o valor de equivalência patrimonial das ações da OAP nas DF do FI-FGTS permaneceu nesse patamar aquém dos R\$ 315 milhões investidos pelo FGTS. A média aritmética desses valores é de R\$ 186.446 mil. A média geométrica é de R\$ 186.157 mil. A mediana é R\$ 190.437. Conclui-se que o débito fundado foi de R\$ 124.563 mil, resultado da subtração do montante investido e a mediana (que torna o cálculo mais conservador, visto que esse parâmetro de medida central apresenta o maior valor entre os três apurados).

67. A análise comparativa desse valor com o débito apurado pelo Relatório de Auditoria (RA) mostra que, de fato, o dano apurado ao longo de cinco exercícios foi inferior ao estimado pelo RA (R\$ 280.145.092,00).

As causas do débito originalmente apurado decorrem principalmente da projeção de baixo CAPEX e baixo WACC pelo FI-FGTS em relação ao mercado. Isso resultou na estimativa de elevados fluxos de caixa livre descontados a uma baixa taxa, conforme demonstrado nos itens 48 a 53 e 57 a 63 do Relatório de peça 151. No entanto, consoante mostrado nesse trecho de instrução de peça 430, nos exercícios de 2013 a 2017, o valor de equivalência patrimonial das ações da OAP nas Demonstrações Financeiras do FI-FGTS apresentou média aritmética de R\$ 186.446 mil e mediana de R\$ 190.437. Por isso, considera-se

<sup>11</sup> Ademais, houve a subscrição pelo acionista BR Ambiental Fundo de Investimento em Participações Multiestratégia de 882.442.725 ações ordinárias, nominativas e sem valor nominal, em bens e moeda em espécie, mediante a conferência ao capital social da Companhia em 45.980 ações de emissão da BRK Ativos Maduros, representativas de 87,5 % do seu capital social total e votante, e R\$ 522.745 mil em moeda corrente nacional.

Após a aludida reorganização societária, o FI-FGTS permaneceu detendo 30% das ações emitidas pela BRK Ambiental Participações S.A.



ter havido prejuízo no valor de R\$ 124.563 mil, que é o resultado da diferença entre o montante investido e a mediana do valor dos investimentos, durante o período acima destacado.

No caso da Odebrecht Ambiental S.A., afiguram-se especialmente reveladoras duas circunstâncias descritas no Relatório de Auditoria (peça 151): a) o valor das ações adquiridas pelo FI-FGTS na operação sob exame em comparação com aquisições realizadas em 2009; e b) a necessidade de ajuste precoce no balanço para se consignar o valor realista da participação adquirida. Essas questões foram registradas na instrução de peça 430 e no despacho de peça 432 do Auditor-Chefe da AudBancos, o qual, com as devidas vênias pela redundância, merece ser revisitado, tendo em vista sua precisão e contundência:

(...)

b) Em relação à Odebrecht Ambiental S.A., o FI-FGTS já possuía 26,53% da OAP, adquiridos em 2009 por R\$ 650 milhões. Corrigindo esse valor pelo IPCA até 2013, teríamos um valor de R\$828,3 milhões. Ocorre que, em 2013 o FI-FGTS adquiriu mais 3,47% de ações por R\$ 315 milhões (quase 3 vezes mais caro que o valor anterior atualizado). Apenas 4 dias depois, essa aquisição do FI-FGTS foi ajustada no balanço para o valor justo de R\$ 167,9 milhões; - grifou-se.

O MP de Contas, com base nas adequadas premissas lançadas no Relatório de Auditoria, nas sucessivas instruções técnicas acima referidas e principalmente no ajuste contábil instantâneo dessas aquisições ao valor realista pelo FI-FGTS na participação na Odebrecht Ambiental, considera que restou perfeitamente caracterizada a ocorrência de prejuízo para esse fundo. Considera-se, ainda, que essa empresa, por haver obtido vantagem ilícita com tal operação deve ser chamada a responder pelo prejuízo apurado, assim como os gestores do FI-FGTS, responsáveis por implementá-la.

### III

Não é demais registrar que as duas empresas que receberam os aportes analisados neste processo foram objeto de notícias sobre casos de corrupção envolvendo agentes públicos, conforme descrito no Relatório de Auditoria (peça 151, p. 48):

261. Ressalta-se que essas duas empresas foram acusadas de corrupção envolvendo recursos do FI-FGTS, conforme amplamente noticiado pela mídia, em especial notícias relacionadas à colaboração premiada do ex-VP da Caixa, Sr. Fábio Cleto. Colacionaram-se algumas citações da imprensa:

<http://politica.estadao.com.br/blogs/fausto-macedo/delator-cita-propina-a-cunha-em-12-operacoes-do-fi-fgts-comissao-era-negociada-na-residencia-oficial/>

<http://www1.folha.uol.com.br/poder/2017/03/1869284-delator-diz-que-odebrecht-pagou-r-13-mi-para-conselheiro-do-fi-fgts.shtml>

<http://g1.globo.com/politica/operacao-lava-jato/noticia/influencia-de-cunha-em-fundo-do-fgts-motivou-doacoes-dizem-delatores.ghtml>

Não se pode assumir, no entender do MP de Contas, que os prejuízos apurados em decorrência dos investimentos na Odebrecht Ambiental S.A. e na Brado Logística S.A. decorreram de perdas normais de mercado. As evidências relatadas nas notícias acima destacadas, em confronto com os elementos objetivos relativos a cada uma das operações, descritos no tópico anterior deste parecer, afastam essa hipótese. Na verdade, sugerem, que foram elas concebidas e implementadas não com o objetivo de garantir satisfatória remuneração para o FI-FGTS, mas sim com a finalidade de produzir ganhos ilícitos a terceiros.

Vale destacar, ainda, que a equipe técnica do TCU realizou **cálculos conservadores**, agindo com prudência na avaliação do dano, conforme se depreende dos trechos de instrução acima transcritos. As limitações inerentes aos métodos adotados para

estimar os prejuízos apurados foram consideradas em benefício das empresas e dos agentes envolvidos nas referidas operações. Ademais, os cálculos que conduziram às estimativas de débitos apontadas estarão sujeitos ao devido contraditório, assim como as demais premissas utilizadas na conformação da proposta de encaminhamento oferecida pela unidade técnica e endossada pelo MP de Contas.

#### IV

O Ministério Público de Contas considera, em linha de consonância com a AudBancos, em face de todos os elementos de convicção acima enunciados, que as ocorrências acima relatadas justificam a instauração de tomadas de contas especiais com o intuito de recompor os possíveis prejuízos incorridos pelo Fundo de Investimento do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FI-FGTS). Com base nas informações contidas nos autos e nos motivos acima explicitados, **o Ministério Público de Contas manifesta-se de acordo com a proposta apresentada pela unidade técnica** (peças 430 a 432), transcrita acima.” (grifado no original).

É o relatório.

### Proposta de Deliberação

Em exame, auditoria realizada no Fundo de Investimento do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FI-FGTS), Banco Central do Brasil (BCB), Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), Fundação Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) e Caixa Econômica Federal (Caixa), para avaliar o desempenho e a legalidade dos investimentos do FI-FGTS<sup>1</sup>.

2. Este processo deriva do acórdão 1329/2016-Plenário, de minha relatoria, que determinou o aprofundamento das questões levantadas no âmbito do TC 014.777/2015-0 a respeito da possibilidade de o FI-FGTS adquirir debêntures emitidas pelo BNDES e determinou à antiga SecexFazenda a elaboração de proposta de fiscalização para aprofundar o exame das seguintes questões levantadas na auditoria:

“9.3.1. risco de concentração da carteira do FI-FGTS em debêntures do BNDES (itens 20 a 34 do relatório);

9.3.2. risco de desvirtuamento do propósito de criação do fundo de investimento do FGTS, em razão de as operações de financiamento, com recursos de debêntures, já estarem em andamento, algumas em estágio avançado de conclusão, o que poderia não ampliar ou alavancar as aplicações em novos empreendimentos (itens 35 a 37 do relatório);

9.3.3. baixa remuneração das debêntures, comparativamente à aplicação em títulos públicos federais (itens 46 a 59 do relatório);

9.3.4. ausência de garantias para a operação de aquisição das debêntures do BNDES (itens 20 a 34 do relatório);

9.3.5. possibilidade de a aquisição de debêntures do BNDES representar transferência de resultados do FI-FGTS para o BNDES (itens 20 a 34 do relatório);

9.3.6. falta de sentido na contratação e na remuneração da Caixa Econômica Federal como administradora do fundo, uma vez que a prospecção, a análise e a contratação dos investimentos estariam sendo realizadas pelo BNDES (itens 52-53 do relatório);

9.3.7. indícios de fragilidades na governança do FI-FGTS (itens 42-51 do relatório), dada a ocorrência de aprovação de excepcionalidades relevantes ao regulamento do fundo para aquisição de debêntures, em montantes vultosos, emitidas pelo BNDES, em comparação com a média das operações aprovadas pelo FI-FGTS (itens 42-51 do relatório);”

3. A partir dos comandos do acórdão 1329/2016-Plenário, a equipe de fiscalização elaborou matriz de planejamento com as seguintes questões de auditoria:

- a) os investimentos do FI-FGTS, durante os exercícios de 2008-2015, foram efetivamente aplicados em seus setores elegíveis, consoante art. 1º da Lei 11.491/2007?
- b) os ativos do FI-FGTS foram adquiridos a preço justo, de acordo com premissas de mercado?
- c) a aquisição das debêntures do BNDES, considerando a excepcionalidade desse investimento, representa risco à carteira do FI-FGTS? Tal excepcionalidade, permitida pela alteração do Regulamento do FI-FGTS, obedeceu aos demais normativos vigentes?
- d) considerando que a aquisição de debêntures do BNDES foi uma operação excepcional, é devida a cobrança de taxa de administração nos mesmos parâmetros dos demais investimentos?

4. Os achados da auditoria apresentados pela equipe e encaminhados ao meu gabinete por meio de relatório de fiscalização<sup>2</sup> restringiram-se exclusivamente a responder à questão de auditoria “b” acima.

---

<sup>1</sup> Peça 151, p. 1-2.

5. As demais questões de auditoria, determinadas pelo Plenário, foram **desconsideradas** pela equipe na primeira versão do seu relatório.
6. Em relação à questão “b”, a equipe de fiscalização avaliou apenas dois investimentos da carteira do FI-FGTS, que, no ano de 2016<sup>3</sup>, era composta por 42 ativos divididos em dezessete investimentos em ações, cinco cotas de fundos de investimentos, dezoito debêntures não conversíveis em ações e duas ações preferenciais resgatáveis. O total da carteira do FI-FGTS somava aproximadamente R\$ 24 bilhões, enquanto o montante auditado, aproximadamente R\$ 1,4 bilhão.
7. Vê-se que o montante auditado abrangia apenas 5,79% do total da carteira do FI-FGTS, o que impedia generalizações sobre a conformidade dos investimentos realizados pelo fundo. Assim, a abordagem de auditoria escolhida para a questão “b” inviabilizou, de pronto, o atendimento integral do seu objetivo.
8. Nesses termos, e partindo do escopo definido, a equipe de fiscalização entendeu que esses dois investimentos – participações acionárias – foram adquiridos por valores superiores aos que avaliou como justo, de acordo com premissas de mercado então arbitradas. O encaminhamento proposto foi a formação de apartados de tomada de contas especial para a citação dos responsáveis por danos ao FI-FGTS, estimados em R\$ 433 milhões.

## II

9. O FI-FGTS é um fundo de natureza privada, criado pelo art. 1º da Lei 11.491, de 20/6/2007, para aplicação de recursos do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS) nos setores de aeroportos, energia, rodovia, ferrovia, hidrovias, porto e saneamento, de acordo com as diretrizes, critérios e condições estabelecidas pelo Conselho Curador do FGTS (CCFGTS).
10. A administração do FI-FGTS cabe à Caixa, atribuição exercida pela Vice-Presidência de Gestão de Ativos de Terceiros (Viter), por força da Resolução CMN 2.451/1997.
11. O art. 2º daquela lei autorizou que o FGTS aplicasse recursos em cotas do FI-FGTS no montante de R\$ 5 bilhões, com possibilidade de sucessivos aportes de igual valor, mediante proposta a ser apresentada pela Caixa ao CCFGTS. O total dos investimentos em cotas do FI-FGTS é limitado a 80% do patrimônio líquido do fundo.
12. O funcionamento do FI-FGTS é regido por regulamento próprio, aprovado e modificado por resoluções do CCFGTS. À época da ação de controle, a regulamentação do fundo havia sido aprovada pela Resolução 785/2015. A política de investimentos do fundo está disciplinada, de forma mais concentrada, nos arts. 6º a 15 desse regulamento.
13. Adicionalmente, a gestão do FI-FGTS sujeita-se à regulamentação da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), mais especificamente à Resolução CVM 462/2007, que dispõe sobre a administração, o funcionamento e a divulgação de informações do fundo.

## III

14. Ao discorrer sobre a metodologia empregada na auditoria, a equipe afirmou que, a partir da constatação de que o FI-FGTS realizou dezenas de investimentos em ativos, não seria possível avaliar a totalidade de sua carteira<sup>4</sup>.

---

<sup>2</sup> Peça 151.

<sup>3</sup> Peça 419, p. 7.

<sup>4</sup> Peça 151.

15. Assim, fez uma seleção – não aleatória – de investimentos direcionada por denúncias noticiados pela mídia: Odebrecht Transport (2º aporte do FI-FGTS), Odebrecht Ambiental (2º aporte do FI-FGTS) e Brado Logística (aporte único). Os exames de auditoria, consequentemente, concentraram-se nas operações de aquisição de participações acionárias nessas empresas.

16. A equipe de fiscalização empregou o método do fluxo de caixa descontado (DCF) para precificar os investimentos – o mesmo utilizado pelo FI-FGTS para embasar suas decisões de investimento –, mas focou na crítica às premissas adotadas nos estudos que embasaram as aquisições, e não no método, propriamente dito, nem nos normativos específicos que, eventualmente, teriam sido descumpridos pelos gestores, conforme será visto adiante.

17. Mais especificamente, a equipe esclareceu que a precificação das participações societárias se inicia com a projeção do fluxo de caixa livre para a firma (FCFF), que, posteriormente, é descontado a valor presente pelo custo médio ponderado de capital (WACC). O valor resultante – valor presente do FCFF – é, então, subtraído do montante da dívida financeira líquida<sup>5</sup> para se chegar ao valor para o acionista<sup>6</sup>.

18. Informou que as empresas envolvidas nas transações examinadas eram jovens e que, dessa forma, dados de outras empresas comparáveis do mesmo setor foram utilizados para que os diversos indicadores contábeis fossem calculados e permitissem projetar o fluxo de caixa dessas empresas.

19. A base de dados da Bloomberg foi utilizada para a extração desses indicadores financeiros de um conjunto de empresas do setor de infraestrutura com atuação no Brasil, Rússia, Índia, China, África do Sul, Estados Unidos e Canadá. A partir desses indicadores, foram calculadas médias, medianas e percentis, sempre com o cuidado de retirar da amostra as observações extremas (*outliers* em inglês).

20. Por fim, asseverou que a metodologia empregada no trabalho segue, na íntegra, o descrito no manual de avaliação de Aswath Damodaran<sup>7</sup>.

21. Passo a apresentar os achados de auditoria e o método utilizado pela equipe para estimar o débito, conforme especificados no relatório de auditoria<sup>8</sup>.

#### IV

22. O primeiro achado foi descrito como “aquisição de ações sem cotação em bolsa da Odebrecht ambiental em valor superestimado”<sup>9</sup>.

23. A equipe de fiscalização avaliou que o FI-FGTS adquiriu participação societária na Odebrecht Ambiental (OAP) com superestimativa de R\$ 280 milhões, na data-base de 29/12/2013. As causas<sup>10</sup> seriam (i) a **projeção** de ganhos futuros da OAP incompatíveis com a de seus pares no mercado e (ii) a estimativa de baixo custo médio ponderado de capital (WACC).

24. A apuração da superestimativa foi realizada por meio da diferença entre o valor de aquisição – baseado em avaliação (*valuation*) elaborada pela Ernest Young (EY) – e o valor calculado pela equipe a partir de premissas e dados obtidos no mercado de capitais e aplicação do método do fluxo de caixa descontado (DCF).

<sup>5</sup> A dívida financeira líquida corresponde à diferença entre os passivos e os ativos financeiros.

<sup>6</sup> Os conceitos e definições envolvidos serão detalhados quando as propostas de encaminhamento da AudBancos forem examinadas.

<sup>7</sup> DAMODARAN, Aswath. Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance. John Wiley & Sons, 2006.

<sup>8</sup> Peça 151.

<sup>9</sup> Peça 151, p. 9.

<sup>10</sup> Peça 94.



25. A OAP era uma *holding* que consolidava os negócios relacionados a serviços de água e esgoto do extinto grupo Odebrecht. Dessa forma, segundo a equipe, o DCF da *holding* seria a composição dos DCF de seus projetos (negócios) individuais projetados num horizonte de 30 (trinta) anos somados à perpetuidade de alguns desses projetos individuais.
26. Nesses termos, concentrou sua análise no *valuation* dos dez maiores negócios (projetos) – de um total de 32 – da OAP, que representavam aproximadamente 80% do valor da avaliação da *holding* elaborada pela EY<sup>11</sup>.
27. O método utilizado pela equipe de fiscalização consistiu na comparação dos dados dos *valuations* desses dez maiores negócios da OAP com aqueles considerados seus pares de mercado, extraídos da base da Bloomberg, num total de 55 empresas entre os anos de 2005 e 2012, perfazendo 349 registros.
28. A amostra continha empresas do Brasil, Rússia, Índia, China, África do Sul, Estados Unidos e Canadá, do setor de serviços de utilidade pública em fornecimento de água (*utility-water*), em tese, comparáveis à OAP.
29. A primeira comparação realizada foi entre as estatísticas do indicador de margem de resultado (lucro) operacional líquido de impostos da amostra e aqueles projetados no *valuation* elaborado pela EY.
30. O lucro operacional líquido de impostos é o principal direcionador de valor do fluxo de caixa operacional para a firma, porque expressa, em termos percentuais, o excesso de receitas operacionais sobre os custos e as despesas operacionais, incluindo o imposto de renda.
31. Em princípio, quanto maior a margem operacional, maior será o fluxo de caixa operacional projetado para o empreendimento.
32. A margem operacional líquida de impostos utilizados no *valuation* elaborado pela EY foi de 30%, enquanto a média histórica da margem operacional líquida de impostos das empresas brasileiras contidas na amostra foi de 19%, entre 2004 e 2012, sendo que a maior margem detectada na amostra – 26% – foi produzida pela empresa brasileira Sanepar, em 2012. Entretanto, a empresa não foi capaz de manter esse patamar nos anos seguintes.
33. Assim, a equipe concluiu que a OAP **poderia até alcançar** o percentual de 30% de margem operacional líquida de impostos em alguns anos, a partir de 2012, **mas não seria capaz de mantê-lo por décadas**.
34. Quando a margem operacional líquida de impostos da OAP, utilizada na projeção elaborada pela EY, é comparada com a amostra mais ampla, que inclui as empresas dos BRICS<sup>12</sup> e da América do Norte, o desempenho da empresa situa-se entre as 10% melhores ao longo dos oito anos de projeção.
35. Em seguida, ao confrontar o índice de despesas de depreciação e amortização sobre as receitas de vendas da OAP com aqueles efetivamente produzidos pelas empresas brasileiras, a equipe de auditoria identificou um excesso de 22% em favor da OAP (12% para a OAP e 10% para o grupo de empresas), o que, segundo os auditores, corroboraria a superestimação do FCF da OAP.
36. A partir da comparação com os índices da amostra mais ampla, que inclui as empresas dos BRICS e da América do Norte, verificou-se que o índice projetado para a OAP **ficava situado próximo da média mundial**.
37. Importante registrar que, embora essa explicação não tenha sido apresentada pela equipe de fiscalização, as despesas de depreciação e amortização, apesar de não terem impacto direto na

<sup>11</sup> Peça 151, p. 9.

<sup>12</sup> Grupo que reúne Brasil, Rússia, Índia, China e África do Sul.

formação do fluxo de caixa operacional da firma, porque não representam saídas efetivas de caixa, influenciam o nível da projeção de despesas com imposto de renda na medida em que são dedutíveis da base de cálculo do tributo.

38. Assim, quanto maiores as despesas de depreciação e amortização projetadas, menores serão as projeções de despesas de imposto de renda, o que favorece o aumento do fluxo de caixa operacional projetado.

39. O terceiro indicador empregado pela equipe de fiscalização foi o de despesas de capital sobre as receitas de venda. Nesse caso, as despesas de capital, ou desembolsos de capital, representam saídas de caixa e influenciam negativamente o fluxo de caixa livre da empresa – aquele que é computado na sequência do fluxo de caixa operacional.

40. Quando o índice de despesas de capital projetado pela OAP é comparado com os efetivamente realizados pelas empresas brasileiras, vê-se que ele é consideravelmente mais baixo (-5%, contra -24% do grupo de empresas brasileiras).

41. A comparação desse índice com a amostra mais ampla posiciona a OAP entre os 25% que menos investem em ativos chamados fixos ou imobilizados – de longo prazo – relativamente às suas receitas de venda.

42. A partir da comparação entre os níveis de investimentos – 5% das receitas de vendas – e de despesas de depreciação e amortização – 12% das receitas de vendas –, a equipe concluiu que as projeções são inconsistentes, tendo em vista que os ativos imobilizados da OAP tendem ao encolhimento ao longo do horizonte de projeção, o que prejudicaria sua capacidade de ampliação ou mesmo de manutenção do nível de receitas.

43. O quarto índice financeiro comparado pela equipe de fiscalização foi o de alteração do capital de giro líquido sobre as receitas de vendas. As alterações, período a período, nos saldos das contas que compõem o chamado capital de giro implicam saídas (diminuições) ou entradas (aumentos) no fluxo de caixa projetado.

44. Caso as alterações nos saldos das contas de ativo superem as alterações nos saldos das contas de passivo, a empresa terá a necessidade de realizar investimentos nesses ativos. Caso contrário, os passivos – os fornecedores – financiarão os ativos, poupando a empresa de ter que realizar esses investimentos.

45. Ao realizar a comparação desse indicador da OAP com os das demais empresas brasileiras, a equipe de auditoria relatou que o número projetado não é apenas mais baixo, é também negativo.

46. Sobre o fato de esse índice projetado ser negativo, a equipe afirma que, conforme a literatura<sup>13</sup>, não é possível a empresa mantê-lo negativo por muitos períodos porque, no limite, o capital de giro desapareceria, o que impediria o crescimento da empresa e de seu lucro.

47. Por fim, também comparou o custo médio ponderado de capital (WACC) utilizado no *valuation* da OAP com os extraídos da base de dados da Bloomberg para as duas empresas brasileiras comparáveis (Sanepar e Sabesp). Não foi apresentada a comparação com o WACC das empresas que compõem a amostra ampliada.

48. A diferença entre o WACC utilizado na projeção e o das duas empresas brasileiras é de -4,15 p.p. (9,30% contra 13,45%).

49. Segundo a auditoria, essa discrepância não poderia ter ocorrido tendo em vista que a OAP é empresa mais jovem do que as outras duas (Sanepar e Sabesp), o que comandaria uma taxa de retorno requerida maior para compensar o risco de negócio ainda não estabilizado. O fato de a empresa

<sup>13</sup> DAMODARAN, Aswath. Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset. John Wiley & Sons, 2012, p. 267-268.

possuir alta alavancagem também influenciaria o aumento do WACC na medida em que o custo de capital próprio se elevaria em razão da percepção dos acionistas sobre o incremento do risco de inadimplência (*default*).

50. A taxa livre de risco utilizada na projeção foi criticada pela equipe, pois a taxa de 1,88% é bastante inferior ao piso prescrito pela literatura<sup>14</sup>, de 4,5%.

51. Para ilustrar sua conclusão sobre a superestimativa do FCFE projetado para a OAP, a equipe de fiscalização elaborou comparação com os fluxos de caixa realizados pelo grupo de empresas brasileiras (Sabesp e Sanepar) e pelas empresas da amostra ampliada, em que se vê que os números da projeção da OAP estão sempre entre os maiores<sup>15</sup>.

52. Para estimar o débito oriundo da superestimativa, utilizou a metodologia do DCF<sup>16</sup>. O intuito da equipe, segundo o que consta do seu primeiro relatório de fiscalização, foi elaborar uma estimativa de valor para o preço das ações da OAP que estivesse livre das críticas acima apresentadas e revelasse com menos viés o valor intrínseco da empresa.

53. Com o objetivo de estimar o crescimento da receita, a equipe utilizou a média aritmética de crescimento da receita da empresa para fixar a taxa do primeiro ano. Do segundo até o sexto ano, foi iniciada a convergência para taxa de crescimento nominal da economia de 7,6% (meta de inflação de 4,5%, em 2012, e 3,1% de crescimento real do PIB, calculada com base na série histórica de crescimento da economia brasileira entre 1995 e 2012).

54. Com o objetivo de estimar a margem de resultado operacional líquida de impostos (NOPAT de *Net Operating Profit After Taxes*), a equipe valeu-se da margem histórica da empresa e fez a convergência desse número para a mediana das margens praticadas pelas empresas que compõem o mercado em que a OAP atua (Sabesp e Sanepar). A partir do sexto ano, as margens se estabilizaram no patamar do mercado.

55. A estimativa dos investimentos em ativos de longo prazo (Capex) foi baseada na formulação sugerida por Aswath Damodaran<sup>17</sup>:

$$Taxa\ de\ Investimento = \frac{Crescimento\ da\ Receita\ (Vendas)}{\frac{Receita\ (Vendas)}{Capital\ Investido}}$$

56. O índice Receitas (Vendas)/Capital Investido foi calculado com base nas demonstrações contábeis da OAP e foi gradualmente ajustado para convergir, em seis anos, para a mediana das empresas do grupo comparável. Essa mesma abordagem foi empregada para a estimativa das despesas de depreciação e amortização.

57. As necessidades de capital de giro foram estimadas diretamente a partir da mediana das empresas que operam no mercado da OAP.

58. Para estimar a perpetuidade, ou seja, o valor terminal da empresa, a equipe utilizou a taxa de crescimento nominal da economia de 7,6%, que foi utilizada para projetar o crescimento da receita da OAP após o sexto ano, conforme anteriormente comentado.

59. O WACC foi determinado a partir do cálculo da mediana dos cinco anos anteriores das empresas Sabesp e Sanepar.

<sup>14</sup> KOLLER, Tim; GOEDHART, Marc; WESSELS, David. *Valuation: measuring and managing the value of companies*. 2015, p. 274-274.

<sup>15</sup> Peça 151, p. 17.

<sup>16</sup> Peça 146.

<sup>17</sup> DAMODARAN, Aswath. *Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset*. John Wiley & Sons, 2012, p. 651-652.

60. Após realizar as projeções, com base nos parâmetros acima descritos, os auditores apuraram o valor presente do FCFF em R\$ 2,5 bilhões e o valor para o acionista em R\$ 0,7 bilhão, que consiste na diferença entre os valores do FCFF e da dívida líquida de R\$ 1,8 bilhão.
61. Os estudos que embasaram a aquisição das ações pelo FI-FGTS apontaram o valor da empresa para o acionista em R\$ 7,7 bilhões. Como o FI-FGTS negociou um desconto de 21,34%, o valor da transação foi fechado em R\$ 6,1 bilhões. Assim, o aporte de R\$ 315 milhões representou 5,17% sobre o valor da transação.
62. A aplicação do percentual de 5,17% sobre o valor para o acionista apurado pela auditoria, R\$ 673,5 milhões, resultou no chamado valor justo do aporte no montante de R\$ 34,8 milhões.
63. A diferença entre o aporte de R\$ 315 milhões e o montante de R\$ 34,8 milhões perfaz o débito de R\$ 280 milhões proposto pela equipe de fiscalização.
64. Por fim, a equipe afirmou que os efeitos da aquisição da participação acionária na OAP em valor supostamente superestimado são a alocação ineficiente de recursos no mercado de capitais (*misallocation*), a perda da credibilidade e da reputação do FI-FGTS e da Caixa e o prejuízo ao patrimônio dos trabalhadores, tendo em vista que os recursos alocados no FI-FGTS são oriundos do FGTS.

## V

65. A respeito do *valuation* elaborado pela equipe de fiscalização, os gestores do FI-FGTS comentaram que, entre os anos de 2013 e 2016, a OAP teria sido avaliada por **avaliadores independentes** que estimaram que seu valor para o acionista teria sido superior a R\$ 6,4 bilhões, sendo que, em operação de fusão e aquisição (M&A) da OAP com a Brookfield, realizada em 2017, avaliador independente teria precificado a OAP em R\$ 7,3 bilhões<sup>18</sup>.
66. Os gestores do FI-FGTS também afirmaram que não haveria riscos de ocorrência de prejuízo ao FI-FGTS devido à opção de venda (*put option*), que poderia ser exercida até 2019 caso lá não fosse realizada a oferta pública inicial (IPO, em inglês) da OAP, e garantiria o valor inicial investido, remunerado pela TR, mais 7% de juros anuais e prêmio de liquidez de 50%. Asseveraram, ainda, que a Brookfield teria ratificado essa opção de venda na operação de M&A de 2017.
67. Em relação ao grupo de comparação utilizado nas estimativas elaboradas pela equipe de fiscalização, os gestores afirmam que o negócio da OAP contempla operações de tratamento e disposição de rejeitos industriais e é regido por contratos de concessão com cláusulas específicas, o que **dificulta sua comparação** com as empresas brasileiras de saneamento, especialmente com a Sabesp e a Sanepar, que são empresas estatais estaduais.
68. Os gestores do FI-FGTS apresentaram série de indicadores e dados das subsidiárias da OAP com o intuito de apontar incoerências no trabalho realizado pela equipe de fiscalização e afirmar que empresas comparáveis deveriam possuir fluxo de caixa, potencial de crescimento e risco similares e que a utilização de mediana de margens de grupo de empresas supostamente comparáveis conduziria a conclusões equivocadas haja vista que não incorporaria os estágios distintos de vidas das empresas.
69. Para exemplificar e dimensionar as discrepâncias oriundas de comparações entre empresas, os gestores do FI-FGTS mencionam a comparação elaborada pelo professor Damodaran entre a Tesla Motors e as empresas Ford e General Motors<sup>19</sup>.
70. A equipe de fiscalização rebateu as considerações dos gestores do FI-FGTS.

---

<sup>18</sup> Peça 88, p. 88-90

<sup>19</sup> Peça 88, p. 194-197.

71. Primeiramente, ressaltou que, para o cálculo do débito, utilizou parâmetros das empresas Sanepar e Sabesp para extrair a mediana do crescimento de receita e, assim, estabilizar essa taxa de crescimento para o parâmetro de mercado do setor de saneamento.

72. Em relação às avaliações elaboradas por consultores, afirma que eles padecem de conflito de interesses, uma vez que foram contratados pela própria OAP e cita trecho do livro de 2012 do professor Damodaran para referendar a assertiva.

73. Quanto ao preço da operação de aquisição da OAP pela Brookfield por avaliador independente que teria precificado a empresa em R\$ 7,3 bilhões, a auditoria informou que a transação foi fechada, em 2017, a R\$ 2,5 bilhões e que poderia chegar a R\$ 2,9 bilhões, a depender do desempenho da empresa. A valores de 2012, entretanto, a transação seria equivalente a R\$ 1,3 bilhão. Afirma que a OAP de 2017 seria diferente da empresa de 2012 porque já poderiam ter ocorrido aportes de recursos e entradas em novos negócios.

74. Sobre a opção de venda, afirma que a cláusula contratual do acordo de acionista celebrado em 18/3/2015 entre o FI-FGTS e a Odebrecht S.A. (OEA) estabelecia que esse direito deixaria de existir caso a oferta pública de ações ocorresse e que a cláusula contratual 12.3 previa a contratação, pela OAP, de avaliador externo para a definição do valor no caso de exercício do direito, o que consistiria em claro conflito de interesses<sup>20</sup>.

75. Segundo a equipe de fiscalização, a OAP poderia realizar a oferta pública inicial (IPO) e impedir o exercício da opção de venda. Ademais, considerando a suspeição de contratação de avaliador externo pela própria empresa a ser avaliada, continua, vê-se que a opção de venda não seria instrumento hábil para assegurar o retorno do investimento do FI-FGTS na OAP.

76. Ao analisar as margens mencionadas pelos gestores do FI-FGTS para justificar a adequação do *valuation* usado como base para a negociação, a equipe afirma que toda e qualquer comparação que se faça desses números com os das empresas brasileiras – Sabesp e Sanepar –, ou mesmo com os da própria OAP, inexoravelmente conduz à conclusão de que o cálculo do débito realizado por ela é conservador e mais favorável aos responsáveis.

77. A premissa adotada pela equipe de fiscalização, segundo consta do seu relatório, considerou “a OAP como empresa jovem, na expectativa de melhora de seus indicadores em convergência para o mercado. Dessa forma, considerou-se, sim, o estágio das empresas: OAP como empresa jovem (alto crescimento e baixa lucratividade) e mercado como empresa madura (baixo crescimento e alta lucratividade)”.

78. Por fim, a equipe também considerou que os comentários dos gestores referentes ao custo de capital não foram suficientes para afastar a sua constatação de que o WACC utilizado no *valuation* que embasou a transação era excessivamente baixo.

79. Assim, na opinião da equipe de fiscalização, as informações não foram suficientes para afastar a irregularidade, o que redundou nas seguintes propostas de responsabilização:

“II.1.10 Responsabilização - Administrador do FI-FGTS

II.1.10.1. Irregularidade

131. O FI-FGTS adquiriu participação societária na Odebrecht Ambiental (OAP) por valor **baseado em valuation superestimada**, o que resultou em pagamento a maior, no valor de R\$ 280.145.092,00, na data base de 19/12/2013.

II.1.10.2. Identificação do Responsável

132. O responsável pela aquisição de participação societária na OAP é o Administrador do FI-FGTS, Vice-Presidente de Ativos de Terceiros da Caixa Econômica Federal (Viter) no

<sup>20</sup> Peça 112, p. 26-29.



período de 7/4/2011 até 26/7/2016, Sr. Marcos Roberto Vasconcelos, por força do art. 1º, § 2º, da Lei 11.491, de 20 de junho de 2007, c/c os art. 1º e 2º da Resolução CMN 2.451, de 27 de novembro de 1997.

133. Adicionalmente, conforme art. 37, inciso II, alíneas f e g do Decreto 7973, de 28 de março de 2013 – Estatuto da Caixa Econômica Federal – está entre as competências específicas do Viter: exercer as atribuições operacionais no âmbito da Viter; e administrar as áreas da Viter. Dessa forma, estava sob sua responsabilidade identificar ou fazer identificar falhas nas operações do FI-FGTS.

#### II.1.10.3. Conduta

134. O Administrador do FI-FGTS adquiriu participação societária na OAP em valor superestimado, bem como assumiu o risco de utilizar valuation contratada pela própria empresa a ser investida (peça 94, p. 1-3). Além disso, essa valuation não tinha o objetivo de subsidiar transações de compra/venda da empresa avaliada (peça 94, p. 1-3).

135. O Administrador do FI-FGTS descumpriu o disposto no art. 24 da Instrução CVM 462/2007 c/c o art. 65-A, I, da Instrução CVM 409/2004, pois não exerceu suas atividades buscando sempre as melhores condições para o Fundo, empregando o cuidado e a diligência que todo homem ativo e probo costuma dispensar à administração de seus próprios negócios, não atuando com lealdade em relação aos interesses dos cotistas e do fundo, evitando práticas que possam ferir a relação fiduciária com eles mantida, caracterizando conduta omissiva do administrador.

#### II.1.10.4. Nexo de Causalidade

136. O Administrador possui responsabilidade objetiva sobre atos ilícitos praticados no âmbito de um fundo de investimento, com consequentes prejuízos ao cotista, por força do art. 22, §§ 3, 4 e 5 da Instrução CVM 462/2007, o que evidencia o nexo causal entre a conduta omissiva do administrador e o dano ao FI-FGTS.

137. Ademais, a empresa Ernst Young, via acordo de acionista entre OAP e FI-FGTS (peça 94, p. 2), realizou valuation superestimada da empresa OAP. A negociação baseada nessa valuation, resultou em pagamento a maior pela aquisição de participação societária no valor de R\$ 280.145.092,00 na data base de 19/12/2013.

#### II.1.10.5. Culpabilidade

138. Apesar de a responsabilidade objetiva prescindir de culpa, realizar-se-á análise de culpabilidade.

139. Avalia-se que um Viter diligente identificaria o descumprimento do art. 6º do regulamento do FI-FGTS, uma vez que identificaria o valor superestimado de compra de participação na OAP. Primeiro porque o Viter possui formação técnica na área de investimentos. Segundo porque a margem EBITDAtoRevenue projetada para a OAP, margem largamente utilizada para medir desempenho de uma empresa no mercado financeiro, apresentava valor jamais alcançado por uma empresa brasileira nos últimos 8 anos, denotando anormalidade nas projeções.

140. A anormalidade nas projeções pode ser verificada a partir do cotejamento da tabela 1 (margem Ebitda da OAP); da peça 97, p. 4 (margem Ebitda das empresas brasileiras de saneamento); da peça 111, p. 52 (margem Ebitda considerada pela análise do FI-FGTS); e da figura 10 que relaciona as estatísticas da margem EBITDA para todas as empresas brasileiras do setor de água e esgoto listadas na Bloomberg (peça 97, p. 12-13).

141. Esperava-se que o Viter questionasse a equipe técnica sobre a margem EBITDAtoRevenue superior ao mercado já consolidado, citada à peça 111, p. 52. Entretanto, não se verificou ações do Viter nesse sentido. Diante dessas constatações, conclui-se pela conduta omissiva do Viter em relação à aquisição de participação na OAP em valor superestimado, devendo ser responsabilizado pelo débito ao FI-FGTS nos termos do art. 22, § 5º

da Instrução CVM 462 de 26/11/2007 c/c o art. 2º da Resolução CMN 2.451, de 27 de novembro de 1997; do art. 186 da Lei 10.406, de 10 de janeiro de 2002 e do art. 47, da Lei 8.443/1992.

#### II.1.11. Responsabilização – Odebrecht Ambiental/S.A.

##### II.1.11.1. Irregularidade

142. O FI-FGTS adquiriu participação societária na Odebrecht Ambiental (OAP) por valor superestimado de R\$ 280.145.092,00, na data base de 19/12/2013.

##### II.1.11.2. Identificação do Responsável

143. A empresa responsável por prestar informações à confecção da valuation superestimada, que baseou a negociação do FI-FGTS pela compra de participação acionária ora comentada, foi a própria OAP, CNPJ 09.437.097/0001-79 (peça 94, p. 1-3, 22, 23, 25).

##### II.1.11.3. Conduta

144. A empresa Odebrecht Ambiental informou projeções acima das tendências de mercado, superestimando o valor da própria OAP (peça 94, p. 25). Essas projeções não correspondem à realidade do mercado, seja no mercado brasileiro ou internacional, conforme detalhado ao longo deste relatório. A superestimação no valor da OAP fez com que o FI-FGTS adquirisse a participação societária por valor a maior de R\$ 280.145.092,00, na data base de 19/12/2013. Portanto, conduta ilícita nos termos do art. 186 da Lei 10.406, de 10 de janeiro de 2002.

##### II.1.11.4. Nexo de Causalidade

145. As informações de projeções acima das tendências de mercado contribuíram para superestimar o valor da OAP, elevando o valor base de negociação do FI-FGTS pela participação acionária na OAP. Informações contendo projeções dentro das tendências de mercado reduziriam o valor da OAP, base de negociação pelo ativo, elidindo ou reduzindo o prejuízo ao fundo.

#### II.1.12. Citação solidária entre o Administrador do FI-FGTS e a Odebrecht Ambiental

146. Considerando que as informações financeiras projetivas da OAP estão acima das tendências de mercado, ao ponto de nenhuma empresa brasileira do mesmo setor jamais ter alcançado os indicadores de desempenho projetados (FCFF); que o valor base de negociação da OAP foi de R\$ 6 bilhões, frente a um valor de R\$ 0,7 bilhão calculado de acordo com as tendências de mercado, valor 800% superior; conclui-se pela citação solidária dos responsáveis que concorreram para a aquisição de participação acionária na OAP em valor superestimado.

#### II.1.13. Proposta de encaminhamento

147. Propõe-se realizar a citação solidária do Administrador do FI-FGTS, Sr. Marcos Roberto Vasconcelos, Vice-Presidente de Ativos de Terceiros da Caixa Econômica Federal no período de 7/4/2011 até 26/7/2016; e da Odebrecht Ambiental, CNPJ 09.437.097/0001-79, empresa investida; com fundamento no art. 47 da Lei 8.443/1992; e no art. 22, §§ 4 e 5 da Instrução CVM 462 de 26/11/2007, para que, no prazo de quinze dias, apresentem alegações de defesa e/ou recolham, solidariamente aos cofres do FI-FGTS as quantias abaixo indicadas, atualizadas monetariamente a partir das respectivas datas até o efetivo recolhimento, abatendo-se na oportunidade a quantia eventualmente ressarcida, na forma da legislação em vigor, em decorrência das seguintes condutas irregulares:

a) Sr. Marcos Roberto Vasconcelos por adquirir participação societária na Odebrecht Ambiental em valor superestimado, e por assumir o risco de utilizar valuation contratada pela própria empresa a ser investida (risco moral) para abalizar a transação, relacionados à aquisição de participação acionária de 4,92% na Odebrecht Ambiental pelo FI-FGTS, em descumprimento ao art. 24 da Instrução CVM 462, de 26 de novembro de 2007 c/c o art. 65-A, inciso I da Instrução CVM 409 de 18/8/2004, causando prejuízo ao FI-FGTS no valor de R\$

280.145.092,00 na data base de 19/12/2013, conduta ilícita nos termos do art. 186 da Lei 10.406, de 10 de janeiro de 2002.

b) Empresa Odebrecht Ambiental por informar à empresa avaliadora (Ernst Young) projeções de desempenho próprio acima das tendências de mercado, contribuindo para a superestimativa de seu próprio valor, relacionados à aquisição de participação acionária de 4,92% na Odebrecht Ambiental pelo FI-FGTS, causando prejuízo ao FI-FGTS no valor de R\$ 280.145.092,00, na data base de 19/12/2013, conduta ilícita nos termos do art. 186 da Lei 10.406, de 10 de janeiro de 2002.

Responsáveis	Débito em R\$	Data-base
Marcos Roberto Vasconcelos	280.145.092,00	19/12/2013
Odebrecht Ambiental		

Fonte: peças 146 e 148”.

## VI

80. **O segundo achado** referiu-se à “aquisição de ações sem cotação em bolsa da Brado Logística em valor superestimado”<sup>21</sup>.

81. Nesse caso, a equipe de fiscalização avaliou que o FI-FGTS adquiriu participação societária na Brado Logística (BDO) com superestimativa de R\$ 152,8 milhões, na data-base de 5/8/2013. A causa da suposta superestimativa seria a projeção de ganhos futuros da BDO incompatíveis com os de seus pares no mercado.

82. Para estimar o débito, elaborou *valuation*, utilizando a metodologia DCF e premissas de mercado, e comparou o valor resultante com o valor estimado no trabalho elaborado pela empresa Ernst Young.

83. Da mesma forma que na comparação realizada no achado de auditoria anterior, a equipe partiu dos indicadores de margem de resultado operacional líquido de impostos, despesas de depreciação e amortização, alterações no capital de giro líquido, investimentos em ativos de longo prazo (Capex), fluxo de caixa livre, lucro antes de despesas financeiras, impostos, depreciação e amortização para demonstrar a suposta superestimativa do montante pago na transação.

84. O custo médio ponderado de capital (WACC) utilizado para descontar o FCFF a valor presente também foi objeto de crítica.

85. A literatura empregada para conduzir a elaboração do *valuation* pela equipe de fiscalização é a mesma indicada anteriormente.

86. O grupo de empresas brasileiras de logística utilizado para a comparação – os pares no mercado – foi constituído, nesse caso, por<sup>22</sup>:

Nome	Atividade
Rumo S.A.	Transporte ferroviário, elevação portuária e armazenagem.
Santos Brasil S.A.	Operação de contêineres e logística.
Tegma S.A.	Serviços ferroviários.
CCR S.A.	Serviços rodoviários.
Concessionária Rio Teresópolis S.A.	Serviços rodoviários.
Ecorodovias S.A.	Serviços rodoviários.
Empresa Concessionária Rodovias do Sul S.A.	Serviços rodoviários.
Ecovias Imigrantes S.A.	Serviços rodoviários.
Docas de Imbituba S.A.	Serviços portuários.
Log-In S.A.	Navegação de cabotagem, terminais de contêineres.

<sup>21</sup> Peça 151, p. 31.

<sup>22</sup> Peça 117, p. 16-19.

Nome	Atividade
Trevisa Investimentos S.A.	Transporte de graneis e cargas em geral por hidrovias.
Terminal Garagem Menezes Cortes S.A.	Linhas de ônibus seletivos, os chamados ônibus frescos.

87. A comparação da margem de resultado operacional líquido de impostos sobre a receita de vendas projetada no fluxo de caixa da BDO com as margens realizadas pelas empresas de logística brasileiras entre os anos de 2005 e 2012 revelou que os números projetados estavam consentâneos com a média do grupo.

88. No caso do indicador de despesas de depreciação e amortização sobre a receita de vendas, observou-se que o percentual projetado para a BDO, 4%, é significativamente menor do que a média histórica do grupo: 17%.

89. Em relação aos investimentos (Capex), observou-se que o indicador projetado para a BDO, 11%, é bem inferior à média histórica do setor: 20%.

90. A conclusão é que a falha principal das projeções elaboradas para o *valuation* da BDO reside nas **premissas adotadas para a projeção** de suas receitas, que, segundo a equipe, não encontram amparo nos números históricos da empresa nem na literatura sobre o assunto. Assim, a receita teria sido superestimada por ter apresentado crescimento de longo prazo acima do crescimento da economia.

91. Nesses termos e para demonstrar e estimar o suposto débito oriundo da superestimativa da receita, a equipe de fiscalização elaborou *valuation* baseado na literatura e na metodologia acima descritas.

92. A projeção de crescimento da receita da BDO para o primeiro período obedeceu à taxa derivada do cálculo da média geométrica de seu histórico de crescimento. Já a partir do segundo ano, procedeu-se ao início da convergência dessa taxa à de crescimento nominal da economia de 7,6%. A partir do sexto ano da projeção, a taxa de crescimento das receitas é igual à taxa de crescimento da economia.

93. Para a margem operacional (NOPAT, em inglês), a equipe considerou que esse indicador da BDO, calculado com base nas demonstrações contábeis de 2011, convergiria gradativamente para a mediana do grupo comparável e, a partir do sexto ano, estabilizar-se-ia.

94. Com relação às necessidades de investimento (Capex), foi utilizado o indicador de receitas de vendas sobre o capital investido (*sales-to-capital-ratio*), conforme anteriormente descrito. Também nesse caso, a equipe calculou o indicador, a partir das demonstrações contábeis da BDO de 2011, e o normalizou por meio da obtenção das médias das despesas de capital realizadas em anos anteriores do grupo comparável.

95. Para as premissas de despesas de depreciação e alteração do capital de giro líquido, foram adotadas as medianas das empresas do grupo de comparação da BDO, conforme definido pela equipe.

96. A taxa de crescimento perpétuo da BDO, para fins de estimativa do valor terminal da empresa, foi baseada na taxa de crescimento da economia, conforme detalhado no *valuation* da OAP.

97. Para o custo médio ponderado de capital, adotou-se a taxa de 14%.

98. Ao aplicar todas as premissas acima brevemente descritas para elaborar o *valuation* da BDO, a auditoria apurou o montante de R\$ 912 milhões para o FCFF, que, subtraídos das dívidas líquidas de R\$ 47 milhões, resultou num valor para o acionista de R\$ 865 milhões.

99. Também argumentou que as chances de uma empresa de logística sobreviver ao seu quinto ano de existência é de 38%, segundo consta do livro do professor Aswath Damodaran. Assim, a rigor,

o montante de valor para o acionista deveria ter sido multiplicado por 0,38, o que demonstraria que a avaliação realizada pela equipe de fiscalização seria, na verdade, conservadora.

100. O débito foi, então, calculado pela diferença entre o montante do capital aplicado na BDO, R\$ 400 milhões, e o valor justo estimado pelos auditores para o investimento, R\$ 247 milhões (R\$ 865.213.310,00 x 0,2857), o que resultou em R\$ 153 milhões.

## VII

101. A respeito desse *valuation* elaborado pela equipe de fiscalização, os gestores do FI-FGTS comentaram que as empresas de consultoria Booz&Co e Verax foram contratadas para realizar estudo de demanda da BDO, baseado no mercado a ser capturado pela empresa. Nessa lógica, o rápido crescimento de receita da empresa ocorreria por conta do perfil do negócio, que estaria em fase inicial de desenvolvimento, associado à entrada em operação de novas linhas de negócio.

102. Segundo os gestores do FI-FGTS, o modelo de negócios da BDO, devido às suas particularidades, não disporia de empresas totalmente comparáveis no mercado local.

103. Os indicadores utilizados para determinar as premissas das projeções do *valuation* da auditoria, segundo os gestores do FI-FGTS, teriam sido extraídos de grupo de empresas que não seriam comparáveis com a BDO, tendo em vista que seu negócio incluiria logística rodoviária, ferroviária e de armazenagem.

104. A equipe refutou os argumentos apresentados pelos gestores do FI-FGTS.

105. Em relação ao estudo das consultorias Verax e Booz&CO, informou que o trabalho não lhe foi fornecido nem consta do *valuation* utilizado pelo FI-FGTS. Ademais, afirma que o detalhamento das projeções de receitas somente foi apresentado por ocasião dos comentários do gestor e resume-se a números desacompanhados das suas memórias de cálculos e fundamentos e que o suposto contrato de monopólio/vantagem da BDO sobre a rede ferroviária da Rumo no estado de São Paulo não foi comprovado.

106. Afirma, também, que a comparação entre as receitas projetadas nos *valuations* – elaborados pela equipe de fiscalização e utilizados pelo FI-FGTS para embasar a transação – e as efetivamente auferidas pela BDO nos anos seguintes, revela que o forte crescimento de receita projetado de longo prazo foi o que verdadeiramente produziu a diferença de valores para o acionista e que resultou no débito.

107. Segundo equipe de fiscalização, o forte crescimento de receitas no longo prazo e na perpetuidade não encontra respaldo na literatura técnica<sup>23</sup>, tendo em vista a impossibilidade de crescimento prolongado muito acima do crescimento da economia.

108. Ressalta que é incompatível conjugar forte crescimento de receita com baixo investimento (Capex), conforme projetado pelo FI-FGTS.

109. Quando os indicadores do grupo julgado comparável pelo FI-FGTS, prossegue a equipe de fiscalização, são comparados com aqueles utilizados no *valuation* da transação, a constatação de superdimensionamento ainda se agrava, o que demonstraria que a avaliação econômico-financeira que elaborou seria favorável à estimativa de débito menor.

110. Por fim, argumenta que a BDO não é uma empresa de tecnologia, visto que opera no setor tradicional de logística já explorado por diversas empresas brasileiras e estrangeiras.

111. Assim, em sua opinião, os comentários não foram suficientes para afastar a irregularidade, o que redundou nas seguintes propostas de responsabilização<sup>24</sup>:

---

<sup>23</sup> DAMODARAN, Aswath. Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset. John Wiley & Sons, 2012, p. 307.



## “II.2.10. Responsabilização - Administrador do FI-FGTS

### II.2.10.1. Irregularidade

235. O FI-FGTS adquiriu participação societária na BDO por valor **baseado em valuation superestimada**, o que resultou em pagamento a maior, no valor de R\$ 152.796.184,00 na data base de 5/8/2013.

### II.2.10.2. Identificação do Responsável

236. O responsável pela aquisição superestimada é o Administrador do FI-FGTS, Vice-Presidente de Ativos de Terceiros da Caixa Econômica Federal (Viter) no período de 7/4/2011 até 26/7/2016, Sr. Marcos Roberto Vasconcelos, por força do art. 1º, § 2º da Lei 11.491, de 20 de junho de 2007, c/c os art. 1º e 2º da Resolução CMN 2.451, de 27 de novembro de 1997.

237. Adicionalmente, conforme art. 37, inciso II, alíneas f e g do Decreto 7973 de 28 de março de 2013 – Estatuto da Caixa Econômica Federal – está entre as competências específicas do Viter: exercer as atribuições operacionais no âmbito da Viter; e administrar as áreas da Viter. Dessa forma, estava sob sua responsabilidade identificar ou fazer identificar falhas nas operações do FI-FGTS.

### II.2.10.3. Conduta

238. O Administrador do FI-FGTS adquiriu participação societária na BDO em valor superestimado, bem como assumiu o risco de utilizar valuation contratada pela própria empresa a ser investida (peça 80 a.BRADO-Valuation-inicial, p. 3).

239. O Administrador do FI-FGTS descumpriu o disposto no art. 24 da Instrução CVM 462/2007 c/c o art. 65-A, I, da Instrução CVM 409/2004, pois não exerceu suas atividades buscando sempre as melhores condições para o Fundo, empregando o cuidado e a diligência que todo homem ativo e probo costuma dispensar à administração de seus próprios negócios, não atuando com lealdade em relação aos interesses dos cotistas e do fundo, evitando práticas que possam ferir a relação fiduciária com eles mantida, caracterizando conduta omissiva do administrador.

### II.2.10.4. Nexo de Causalidade

240. O Administrador possui responsabilidade objetiva sobre atos ilícitos praticados no âmbito de um fundo de investimento, com consequentes prejuízos ao cotista, por força do art. 22, §§ 3,4,5, da Instrução CVM 462/2007, o que evidencia o nexo causal entre a conduta omissiva do administrador e o dano ao FI-FGTS.

241. A empresa Ernst Young, contratada pela empresa BDO (peça 80 a.BRADO-Valuation-inicial, p. 3), realizou valuation da empresa Brado, concorrendo para a superestimação do valor de negociação ora analisada. O Administrador do Fundo utilizou essa valuation superestimada para a negociação de aquisição de participação acionária na empresa BDO acima do valor justo. A negociação baseada nessa valuation resultou em pagamento a maior pelo FI-FGTS no valor de R\$ 152.796.184,00, na data base de 5/8/2013.

### II.2.10.5. Culpabilidade

242. Apesar de a responsabilidade objetiva prescindir de culpa, realizar-se-á análise de culpabilidade.

243. Avalia-se que um Viter diligente identificaria a superestimação no valor de compra de participação na BDO. Primeiro porque o Viter possui formação técnica na área de investimentos e deveria perceber a projeção de crescimento de longo prazo da receita da empresa acima do crescimento da economia. Segundo porque não houve qualquer avaliação crítica em relação à valuation contratada pela empresa a ser investida (peça 121, p. 42), que possui probabilidade de viés de superestimativa, conforme disposto em Damodaran, 2012, p. 2.

<sup>24</sup> Peça 151, p. 44-47.

## II.2.11. Responsabilização – Auditoria independente Ernst Young

## II.2.11.1. Irregularidade

244. O FI-FGTS adquiriu participação societária na BDO por valor que usou como base valuation superestimada, o que resultou em pagamento a maior no valor de R\$ 152.796.184,00 na data base de 5/8/2013.

## II.2.11.2. Identificação do Responsável

245. A empresa autora da valuation superestimada, que baseou o valor de negociação de compra de participação acionária na BDO, foi a Ernst Young, CNPJ 61.366.936/0001-25.

## II.2.11.3. Conduta

246. A empresa Ernst Young projetou as estimativas de crescimento de receita da empresa BDO acima das tendências do mercado, superestimando o valor da BDO. As estimativas de crescimento de curto e de longo prazo da empresa estão acima da expectativa de crescimento da economia (peça 147 p. 6 e peça 80), ou seja, projeção que não é razoavelmente esperada, ao contrário do disposto na peça 80 - a.BRADO-Valuation-inicial, p. 19 e em Damodaran, 2012, p. 307. A superestimação no valor da BDO causou prejuízo ao FI-FGTS no valor de R\$ 152.796.184,00, na data base de 5/8/2013. Portanto, conduta ilícita nos termos do art. 186 da Lei 10.406/2002.

## II.2.11.4. Nexo de Causalidade

247. A superestimação do valor da BDO elevou o valor base de negociação do FI-FGTS pela participação acionária na BDO. Uma estimativa de crescimento da empresa em linha com as premissas de mercado reduziria o valor base de negociação pelo ativo, elidindo ou reduzindo o prejuízo ao Fundo.

## II.2.12. Responsabilização – Brado Logística

## II.2.12.1. Irregularidade

248. O FI-FGTS adquiriu participação societária na BDO por valor superestimado de R\$ 152.796.184,00, na data base de 5/8/2013.

## II.2.12.2. Identificação do Responsável

249. A empresa responsável por prestar informações à confecção da valuation superestimada, que baseou a negociação do FI-FGTS pela compra de participação acionária na BDO, foi a própria BDO, CNPJ 03.307.926/0001-12 (peça 80 - a.BRADO-Valuation-inicial, p. 13).

## II.2.12.3. Conduta

250. A empresa BDO informou projeções de crescimento de receita acima das tendências de mercado, superestimando o próprio valor (peça 80 - a.BRADO-Valuation-inicial, p. 13). As estimativas de crescimento de curto e de longo prazo da empresa estão acima da expectativa de crescimento da economia (peça 147 p. 6), ou seja, projeção que não é razoavelmente esperada, ao contrário do disposto em Damodaran, 2012, p. 307. A superestimação no valor da BDO fez com que o FI-FGTS adquirisse a participação societária por valor a maior de R\$ 152.796.184,00, na data base de 5/8/2013. Portanto, conduta ilícita nos termos do art. 186 da Lei 10.406, de 10 de janeiro de 2002.

## II.2.12.4. Nexo de Causalidade

251. As informações de projeções de crescimento de receita acima das tendências de mercado contribuíram para superestimar o valor da BDO, elevando o valor base de negociação do FI-FGTS pela participação acionária na BDO. Informações contendo projeções dentro das tendências de mercado reduziriam o valor da BDO, base de negociação pelo ativo, elidindo ou reduzindo o prejuízo ao fundo.

II.2.13. Citação solidária entre o Administrador do FI-FGTS, a empresa Ernest Young e a Brado Logística

252. Considerando que as informações financeiras projetivas da BDO estão acima das tendências de mercado; que o valor base de negociação da BDO foi de R\$ 1,4 bilhões, frente a um valor de R\$ 0,8 bilhão calculado de acordo com as tendências de mercado, valor 75% superior; conclui-se pela citação solidária dos responsáveis que concorreram para a aquisição de participação acionária na BDO em valor superestimado.

II.2.14. Proposta de encaminhamento

253. Propõe-se realizar a citação solidária do Administrador do FI-FGTS, Sr. Marcos Roberto Vasconcelos, Vice-Presidente de Ativos de Terceiros da Caixa Econômica Federal no período de 7/4/2011 até 26/7/2016; da Ernest Young, Transaction Advisory Services, CNPJ 61.366.936/0001-25; e da Brado Logística, CNPJ 03.307.926/0001-12, empresa investida; com fundamento no art. 47 da Lei 8.443/1992; no art. 22, §§ 4 e 5 da Instrução CVM 462 de 26/11/2007, para que, no prazo de quinze dias, apresentem alegações de defesa e/ou recolham, solidariamente aos cofres do FI-FGTS as quantias abaixo indicadas, atualizadas monetariamente a partir das respectivas datas até o efetivo recolhimento, abatendo-se na oportunidade a quantia eventualmente ressarcida, na forma da legislação em vigor, em decorrência das seguintes condutas irregulares:

a) Sr. Marcos Roberto Vasconcelos por adquirir participação societária na Brado Logística em valor superestimado, e por assumir o risco de utilizar valuation contratada pela própria empresa a ser investida (risco moral) para abalizar a transação, relacionados à aquisição de participação acionária de 22,22% na Brado Logística pelo FI-FGTS, em descumprimento ao art. 24 da Instrução CVM 462/2007, c/c o art. 65-A, I, da Instrução CVM 409/2004, causando prejuízo ao FI-FGTS no valor de R\$ 152.796.184,00, na data base de 5/8/2013, conduta ilícita nos termos do art. 186 da Lei 10.406/2002.

b) Empresa Ernst Young por projetar as estimativas de crescimento de receita da empresa Brado Logística acima das tendências do mercado, relacionados à aquisição superestimada de participação acionária de 22,22% na Brado Logística pelo FI-FGTS, conduta ilícita nos termos do art. 186 da Lei 10.406/2002, causando prejuízo ao FI-FGTS no valor de R\$ 152.796.184,00, na data base de 5/8/2013.

c) Empresa Brado Logística por informar à empresa avaliadora (Ernst Young) projeções de desempenho próprio acima das tendências de mercado, contribuindo para a superestimativa de seu próprio valor relacionados à aquisição superestimada de participação acionária de 22,22% na Brado Logística pelo FI-FGTS, causando prejuízo ao FI-FGTS no valor de R\$ 152.796.184,00, na data base de 5/8/2013, conduta ilícita nos termos do art. 186 da Lei 10.406/2002.

Responsáveis	Débito em R\$	Data-base
Marcos Roberto Vasconcelos	R\$ 152.796.184,00	5/8/2013
Ernst Young		
Brado Logística		

Fonte: peças 147 e 148”.

112. Com base no relatado acima, a equipe de fiscalização elaborou a seguinte proposta de encaminhamento<sup>25</sup>:

“IV. Proposta de encaminhamento

285. Ante todo o exposto, submetem-se os autos à consideração superior, propondo:

286. Realizar, em processo de TCE a ser instaurado, apartado destes autos, a citação solidária do Administrador do FI-FGTS, Sr. Marcos Roberto Vasconcelos, Vice-Presidente de

<sup>25</sup> Peça 151, p. 51-52.

Ativos de Terceiros da Caixa Econômica Federal no período de 7/4/2011 até 26/7/2016; e da Odebrecht Ambiental, CNPJ 09.437.097/0001-79, empresa investida; com fundamento no art. 47 da Lei 8.443/1992; e no art. 22, §§ 4 e 5 da Instrução CVM 462 de 26/11/2007, para que, no prazo de quinze dias, apresentem alegações de defesa e/ou recolham, solidariamente aos cofres do FI-FGTS as quantias abaixo indicadas, atualizadas monetariamente a partir das respectivas datas até o efetivo recolhimento, abatendo-se na oportunidade a quantia eventualmente ressarcida, na forma da legislação em vigor, em decorrência das seguintes condutas irregulares:

a) Sr. Marcos Roberto Vasconcelos por adquirir participação societária na Odebrecht Ambiental em valor superestimado e por assumir o risco de utilizar valuation contratada pela própria empresa a ser investida (risco moral) para abalizar a transação, relacionados à aquisição de participação acionária de 4,92% na Odebrecht Ambiental pelo FI-FGTS, em descumprimento ao art. 24 da Instrução CVM 462, de 26 de novembro de 2007 c/c o art. 65-A, inciso I da Instrução CVM 409 de 18/8/2004, causando prejuízo ao FI-FGTS no valor de R\$ 280.145.092,00 na data base de 19/12/2013, conduta ilícita nos termos do art. 186 da Lei 10.406, de 10 de janeiro de 2002.

b) Empresa Odebrecht Ambiental por informar à empresa avaliadora (Ernst Young) projeções de desempenho próprio acima das tendências de mercado, contribuindo para a superestimativa de seu próprio valor, relacionados à aquisição de participação acionária de 4,92% na Odebrecht Ambiental pelo FI-FGTS, causando prejuízo ao FI-FGTS no valor de R\$ 280.145.092,00, na data base de 19/12/2013, conduta ilícita nos termos do art. 186 da Lei 10.406, de 10 de janeiro de 2002.

Responsáveis	Débito em R\$	Data-base
Marcos Roberto Vasconcelos	280.145.092,00	19/12/2013
Odebrecht Ambiental		

287. Realizar, em processo de TCE a ser instaurado, apartado destes autos, a citação solidária do Administrador do FI-FGTS, Sr. Marcos Roberto Vasconcelos, Vice-Presidente de Ativos de Terceiros da Caixa Econômica Federal no período de 7/4/2011 até 26/7/2016; da Ernst Young, Transaction Advisory Services, CNPJ 61.366.936/0001-25; e da Brado Logística, CNPJ 03.307.926/0001-12, empresa investida; com fundamento no art. 47 da Lei 8.443/1992; no art. 22, §§ 4 e 5 da Instrução CVM 462 de 26/11/2007, para que, no prazo de quinze dias, apresentem alegações de defesa e/ou recolham, solidariamente aos cofres do FI-FGTS as quantias abaixo indicadas, atualizadas monetariamente a partir das respectivas datas até o efetivo recolhimento, abatendo-se na oportunidade a quantia eventualmente ressarcida, na forma da legislação em vigor, em decorrência das seguintes condutas irregulares:

a) Sr. Marcos Roberto Vasconcelos por adquirir participação societária na Brado Logística em valor superestimado, e por assumir o risco de utilizar valuation contratada pela própria empresa a ser investida (risco moral) para abalizar a transação, relacionados à aquisição de participação acionária de 22,22% na Brado Logística pelo FI-FGTS, em descumprimento ao art. 24 da Instrução CVM 462/2007, c/c o art. 65-A, I, da Instrução CVM 409/2004, causando prejuízo ao FI-FGTS no valor de R\$ 152.796.184,00, na data base de 5/8/2013, conduta ilícita nos termos do art. 186 da Lei 10.406/2002.

b) Empresa Ernst Young por projetar as estimativas de crescimento de receita da empresa Brado Logística acima das tendências do mercado, relacionados à aquisição superestimada de participação acionária de 22,22% na Brado Logística pelo FI-FGTS, conduta ilícita nos termos do art. 186 da Lei 10.406/2002, causando prejuízo ao FI-FGTS no valor de R\$ 152.796.184,00, na data base de 5/8/2013.

c) Empresa Brado Logística por informar à empresa avaliadora (Ernst Young) projeções de desempenho próprio acima das tendências de mercado, contribuindo para a superestimativa de seu próprio valor relacionados à aquisição superestimada de participação acionária de 22,22% na Brado Logística pelo FI-FGTS, causando prejuízo ao FI-FGTS no valor de R\$ 152.796.184,00, na data base de 5/8/2013, conduta ilícita nos termos do art. 186 da Lei 10.406/2002.

Responsáveis	Débito em R\$	Data-base
Marcos Roberto Vasconcelos	152.796.184,00	5/8/2013
Ernst Young		
Brado Logística		

### VIII

113. Por meio de despacho<sup>26</sup>, determinei as oitivas das empresas Ernst Young – Transaction Advisory Services, Odebrecht Ambiental e Brado Logística para que apresentassem as manifestações que considerassem pertinentes sobre as transações envolvendo as aquisições de participações societárias por parte do FI-FGTS.

114. Após a análise das respostas, determinei que a unidade instrutiva elaborasse **complemento ao relatório para responder objetivamente às questões “c” e “d”** expostas anteriormente, propostas no planejamento do trabalho em atenção aos comandos do acórdão 1236/2016-Plenário, visto que permaneciam inconclusivas, e avaliasse a conduta da empresa Ernst Young em relação à aquisição da participação na Odebrecht Ambiental, tendo em vista apresentar semelhança ao caso da avaliação da participação na Brado Logística, que motivou a proposta de sua citação.

115. Após analisar as respostas das empresas, a unidade instrutiva elaborou instrução complementar<sup>27</sup> e, no seu entendimento, as respostas da OAP não apresentaram fatos ou argumentações relevantes além daquelas já acima discorridas.

116. A respeito da alegação de que *valuation* elaborado posteriormente teria resultado em precificação superior da empresa, a unidade instrutiva ressaltou que a OAP de 2009 é diferente da OAP de 2013, que por sua vez é diferente da de 2016. Para a unidade instrutiva, esse fato seria comprovado pelas diferentes avaliações que a EY realizou da OAP nesses três diferentes momentos.

117. Sobre esse ponto específico, concluiu que mesmo a mais alta avaliação realizada pela EY, de R\$ 7,3 bilhões em 2013, “evidencia que a forma de cálculo proposta pela defesa, que, frise-se, ainda levaria a um débito de R\$ 157,5 milhões a preços de 19/12/2013 para a OAP, pode não ser a melhor forma de cálculo de débito, razão pela qual refutam-se os argumentos da defesa”<sup>28</sup>.

118. Sobre as respostas da EY, argumenta que não procede a alegação de que o documento produzido pela empresa de consultoria não teria o caráter de subsidiar a transação envolvendo a OAP porque o pronunciamento CPC-01 do Comitê de Pronunciamentos Contábeis não estabelece que o cálculo do valor de uma companhia deveria utilizar apenas informações da empresa, ou seja, segundo a unidade instrutiva, as evidências externas deveriam ter maior peso na análise, além de que as projeções deveriam ser razoáveis e fundamentadas.

119. Entretanto, concorda que o parecer elaborado pela EY não tinha por objetivo subsidiar a transação<sup>29</sup>:

“35. Ou seja, o CPC-01 resulta em um valor conservador (menor) para a empresa avaliada. Assim, embora não objetivasse subsidiar uma transação, pelos conceitos expostos, a avaliação com base no CPC-01 indica um valor mínimo para a empresa avaliada. Um valor mínimo acima do razoável pode induzir os gestores do FI-FGTS a decisões equivocadas. Foi o que ocorreu, segundo as evidências colhidas.” (Não grifado no original).

120. Informa que a EY realizou diversas análises de mercado em vez de apenas consolidar informações para projetar o fluxo de caixa futuro da OAP e, ainda, assegurou que as projeções estariam em linha com a tendência de mercado.

<sup>26</sup> Peça 154.

<sup>27</sup> Peça 214.

<sup>28</sup> Pela 214, p. 4.

<sup>29</sup> Peça 214, p. 7.



121. Por fim, afirma que, embora o *valuation* não deva ser o único parâmetro de negociação, ele é o principal critério a partir do qual são negociados descontos ou ágios.

122. Assim, a unidade instrutiva propôs não só manter a citação da EY em relação ao relatório sobre a Brado Logística (BDO), mas também propor a sua oitiva por projetar o desempenho da Odebrecht Ambiental acima das tendências de mercado, o que teria superestimado o seu valor.

123. Em relação à determinação de que respondesse objetivamente às questões “c” e “d” elaboradas na fase de planejamento da auditoria, a unidade instrutiva assim se manifestou:

“a aquisição das debêntures do BNDES não representou risco à carteira do FI-FGTS, uma vez que o risco BNDES é o risco país (empresa 100% estatal); bem como não desobedeceu aos normativos vigentes, visto não se ter encontrado impedimento legal ou normativo para a operação (resposta à pergunta 3). Não se verificaram óbices à cobrança de taxa de administração nos mesmos parâmetros para os demais investimentos em relação à aquisição de debêntures do BNDES pelo FI-FGTS, visto não se ter encontrado impedimento legal ou normativo para essa cobrança (resposta à pergunta 4).”

124. Em novo despacho<sup>30</sup>, **determinei o retorno dos autos** à atual AudBancos para que elaborasse peça complementar que evidenciasse, “fundamentada em documentos, a conduta e a atuação direta de cada um dos envolvidos nas negociações relacionadas tanto à Odebrecht Ambiental quanto à Brado Logística (BDO), descrevendo o processo de investimento e fazendo referência a todos os elementos relacionados à tomada de decisão e à realização dos negócios”.

125. Após realizar diligências, analisar as respostas e descrever o processo de aprovação de investimentos no âmbito do FI-FGTS, a unidade instrutiva concluiu que o relatório apresentado pela EY sobre a BDO não é formalmente um laudo de avaliação econômico-financeira e que a gestão do fundo deveria ter providenciado a contratação de laudo de avaliação econômico-financeira para estimar o valor intrínseco da BDO.

126. Entretanto, a unidade instrutiva reportou que o próprio normativo que rege esse tipo de transação – Manual Operacional Gaefe (NS 014025) – não prevê a contratação de laudos de avaliação econômico-financeira, o que é uma demonstração de fragilidade operacional:

“4.2.5 Para a validação de estrutura, prazos e taxas, elabora-se planilhas eletrônicas que consideram cenários prospectivos adequados às realidades mercadológicas e às condições dos agentes envolvidos ou estimam-se estes cenários por meio de testes nas planilhas eletrônicas enviadas pela companhia ou por assessores financeiros.” (Não grifado no original).

127. A operação envolvendo a aquisição de ações da BDO, segundo a unidade instrutiva, também padeceu das mesmas fragilidades operacionais da aquisição das ações da OAP apesar de o processo de negociação ter obedecido às prescrições contidas no Manual Operacional Gaefe (NS 014025).

128. Nessa linha, não obstante não ter apontado nenhuma infração aos normativos internos de regência do FI-FGTS, a unidade instrutiva apontou violações à Lei das S.A. e aos normativos emanados da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), ainda que não aplicáveis diretamente às transações analisadas nos autos, para propor as seguintes responsabilizações:

“5. Matriz de responsabilização

5.1 Processo de aprovação do REFI da Brado Logística

Elaboração do Relatório Final de Investimento #59/2013

---

<sup>30</sup> Peça 235.

Responsáveis: Odirley Araújo Rios (Operador de Mesa – Geafe), Leonardo Calderaro da Graça (Gerente de Clientes e Negócios – Geafe) e Cassio Viana de Jesus (Gerente Nacional Geafe)

Conduta: elaborar relatório com graves deficiências técnicas nas projeções e cálculos da valorização da Brado Logística S.A (Seção 2 do Exame Técnico).

Responsável: Brado Logística S.A

Conduta: de modo a subsidiar o REFI #59/2013, fornecer ao FI-FGTS projeções de crescimento sem amparo em seu histórico e em empresas comparáveis, contribuindo para que a aquisição de seu capital fosse realizada com assimetria de informação e sem respaldo técnico-literário e fornecer ao FI-FGTS documento inábil (memorando de informação) para fins de integralização de capital, e não ter contratado formalmente um laudo de avaliação econômico-financeira com essa finalidade.

Voto ao comitê de gestão de fundos especiais – pela aprovação do REFI da Brado.

Responsáveis: Cássio Viana de Jesus (Gerente Nacional Geafe) e Flávio Eduardo Araraki (Superintendente Nacional da Sufes)

Conduta: votarem pela aprovação do investimento da Brado de R\$ 400 milhões junto ao comitê de gestão por meio do Voto Sufes 21/2013 em grave omissão de análise diligente da documentação submetida, sendo apresentados apenas justificativas genéricas e/ou insuficientes para o investimento, como a ‘importância do sistema ferroviário nacional’, ‘localização estratégica dos negócios da companhia’ e ‘diversificação do portfólio do FI-FGTS’, apesar do REFI conter uma série de lacunas técnicas.

Aprovação do REFI da Brado no Comitê de Gestão de Fundos Especiais – Ata 04/13 #20, de 22/2/2013

Responsáveis: Yussuke Aramaki (Gerente Executivo GERAT), Luiz Octavio Chaves (Consultor de Dirigente Viter), Alexsandra Camelo Braga (Diretor Executivo DETER), Adriana Cezar Nogueira Ribeiro (Consultor de Dirigente Viter), Flávio Eduardo Arakaki (Superintendente Nacional Sufes) e Marcos Roberto Vasconcelos (Vice-presidente Viter)

Conduta: aprovarem o investimento de R\$ 400 milhões na Brado Logística S.A lastreado em REFI com valuation superestimada (Seção 2 do Exame Técnico). Na ata apresentou-se resumidamente os números da operação e os dados da projeção econômica da empresa, sem estar registrado, por nenhum dos membros presentes, qualquer justificativa ou ressalva sobre os dados da operação.

Aprovação do REFI da Brado no Comitê de Investimento de Fundos Especiais e Carteiras Administradas – Ata 01/13 #20, de 25/2/2013

Responsáveis: Deusdina dos Reis Pereira (Diretor Executivo DEFUS), Demerval Bicalho Carvalho (Representante DECOR) e Alessandra Camelo Braga (Diretor Executivo DETER)

Conduta: aprovarem o investimento de R\$ 400 milhões na Brado Logística S.A lastreado em REFI com valuation superestimada (Seção 2 do Exame Técnico). Na ata apresentou-se resumidamente os números da operação e os dados da projeção econômica da empresa, sem estar registrado, por nenhum dos membros presentes, qualquer justificativa ou ressalva sobre os dados da operação.

Dano: as aprovações do Relatório Final de Investimento da Brado Logística contendo deficiências e lacunas técnicas no Comitê de Gestão de Fundos Especiais da Viter e no Comitê de Investimento de Fundos Especiais e Carteiras Administradas resultaram na aquisição de participação societária na Brado Logística (BDO) com superestimativa de R\$ 152.796.184,00, na data base de 5/8/2013.

Nexo de Causalidade: as aprovações do Relatório Final de Investimento da Brado Logística contendo deficiências e lacunas técnicas no Comitê de Gestão de Fundos Especiais da

Viter e no Comitê de Investimento de Fundos Especiais e Carteiras Administradas são causas aptas a, por si mesmas, resultarem no dano ao erário verificado no investimento na Brado Logística SA. Conforme a teoria da causalidade adequada, os fatos serão causa adequada do dano sempre que estes constituam uma consequência normal ou típica deste, ou seja, quando verificado o fato, se possa prever o dano como uma consequência natural ou como efeito provável dessa verificação.

Culpabilidade: não é possível afirmar que houve boa fé dos responsáveis. De acordo com a doutrina do business judgement rule, em se tratando de um ambiente de risco típico de investimentos negociais, aplica-se um dever de meio de diligência e de tomada de decisões responsáveis. Dadas as flagrantes deficiências técnicas, era exigível conduta diversa dos administradores, conforme os parâmetros de responsabilidade inscritos na Lei 6.404/1976 e o poder/dever de vigia dos administradores dos órgãos colegiados. As tomadas de decisão pela aprovação do REFI da Brado Logística S.A. não satisfazem os critérios de: (i) decisões informadas e refletidas, em relação direta com o dever de diligência (art. 153); e (ii) decisões pautadas na boa-fé negocial (art. 158 e 159).

### 5.2 Processo de aprovação do REFI da Odebrecht Ambiental

#### Elaboração do Relatório Final de Investimento #67/2013

Responsáveis: Renan Gaspar Paravani (Operador de Mesa – Geafe), Edna Lúcia de Alencar Melo Camargo (Gerente Executivo Geafe) e Yoshio Marcos Hashimoto (Gerente Nacional Geafe)

Conduta: elaborar relatório com graves deficiências técnicas nas projeções e cálculos da valorização da Odebrecht Ambiental (Seção 3 do Exame Técnico).

Responsável: Odebrecht Ambiental S.A.

Conduta: de modo a subsidiar o REFI #67/2014, fornecer ao FI-FGTS memorando de informação que tinha por objetivo realizar testes de recuperabilidade de perda de investimento, e não tinha por finalidade integralização de capital social e fornecer ao FI-FGTS projeções que possuíam premissas sem amparo no histórico da empresa nem no mercado comparável, além de falhas técnico-literárias, o que contribuiu para que o aumento de capital social fosse realizada com assimetria de informação, caracterizando dano ao erário.

Voto ao Comitê de Gestão de Fundos Especiais – pela aprovação do REFI da OA - Voto Sufes 152/2013.

Responsáveis: Yoshio Marcos Hashimoto (Gerente Nacional GEAFE) e Cássio Viana de Jesus (Superintendente Nacional da SUFES)

Conduta: votarem pela aprovação de aquisição de ações da Odebrecht Ambiental de R\$ 315 milhões junto ao comitê de gestão por meio do Voto Sufes 152/2013 em grave omissão de análise diligente da documentação submetida, que tomou por base laudo REFI contendo uma série de deficiências técnicas.

Aprovação do REFI da OA no Comitê de Gestão de Fundos Especiais – Ata 24/13, de 12/9/2013

Responsáveis: Alenir de Oliveira Romanello (Diretor Executivo DETER, em exercício), Yoshio Marcos Hashimoto (Superintendente Nacional SUFES, em exercício), Luiz Octavio Chaves (Consultor de Dirigente VITER), e Flávio Eduardo Arakaki (Vice Presidente VITER, em exercício).

Conduta: aprovarem o investimento de R\$ 315 milhões na Odebrecht Ambiental no Comitê de Gestão de Fundos Especiais lastreado em REFI com valuation superestimada (Seção 3 do Exame Técnico), condicionado apenas que o voto Sufes 152/2013 fosse retificado para que fosse dada ênfase ‘as características positivas, a importância do novo investidor e os benefícios do aumento da participação do FI-FGTS na composição acionária da companhia’, sem que se

registrasse quaisquer questionamentos e análise diligente do valor calculado da empresa que serviu de parâmetro da operação.

Voto ao Comitê de Investimentos de Fundos Especiais e Carteiras Administradas – pela aprovação do REFI da OA - Voto Sufes 153/2013.

Responsáveis: Yoshio Marcos Hashimoto (Gerente Nacional GEAFE) e Cássio Viana de Jesus (Superintendente Nacional da SUFES)

Conduta: votarem pela aprovação de aquisição de ações da Odebrecht Ambiental de R\$ 315 milhões junto ao comitê de gestão por meio do Voto Sufes 153/2013 em grave omissão de análise diligente da documentação submetida, que tomou por base laudo REFI com uma série de deficiências técnicas.

Aprovação do REFI da OA no Comitê de Investimento de Fundos Especiais e Carteiras Administradas – Ata 06/13, de 17/9/2013

Responsáveis: Deusdina dos Reis Pereira (Diretor Executivo DEFUS), Raelison da Silva Muniz dos Santos (Diretor Executivo DECOR) e Cássio Viana de Jesus (Diretor Executivo DETER)

Conduta: aprovarem o investimento de R\$ 315 milhões na Odebrecht Ambiental no Comitê de Investimento de Fundos Especiais e Carteiras Administradas lastreado em REFI com valuation superestimada (Seção 3 do Exame Técnico), sem que fosse registrada análise diligente ou justificativas/fundamentação dos valores da operação.

Dano: as aprovações do Relatório Final de Investimento da Odebrecht Ambiental S.A. contendo deficiências e lacunas técnicas no Comitê de Gestão de Fundos Especiais da VITER e no Comitê de Investimento de Fundos Especiais e Carteiras Administradas resultaram na aquisição de participação societária na Odebrecht Ambiental S.A. com superestimativa de R\$ 280.145.092,00, na data-base de 19/12/2013.

Nexo de Causalidade: as aprovações do Relatório Final de Investimento da Brado Logística contendo deficiências e lacunas técnicas no Comitê de Gestão de Fundos Especiais da VITER e no Comitê de Investimento de Fundos Especiais e Carteiras Administradas são causas aptas a, por si mesmas, resultarem no dano ao erário verificado no investimento na Odebrecht Ambiental S.A. Conforme a teoria da causalidade adequada, os fatos serão causa adequada do dano sempre que estes constituam uma consequência normal ou típica deste, ou seja, quando verificado o fato, se possa prever o dano como uma consequência natural ou como efeito provável dessa verificação.

Culpabilidade: não é possível afirmar que houve boa fé dos responsáveis. De acordo com a doutrina do *business judgement rule*, em se tratando de um ambiente de risco típico de investimentos negociais, aplica-se um dever de meio de diligência e de tomada de decisões responsáveis. Dadas as flagrantes deficiências técnicas, era exigível conduta diversa dos administradores, conforme os parâmetros de responsabilidade inscritos na Lei 6.404/1976 e o poder/dever de vigia dos administradores dos órgãos colegiados. As tomadas de decisão pela aprovação do REFI da Odebrecht Ambiental S.A. não satisfazem os critérios de: (i) decisões informadas e refletidas, em relação direta com o dever de diligência (art. 153); e (ii) decisões pautadas na boa-fé negocial (art. 158 e 159).”

129. Em conclusão, a AudBancos propôs adições ao encaminhamento anteriormente apresentado, nos seguintes termos:

“138. Realizar, em processo de TCE a ser instaurado, apartado destes autos, a citação solidária dos Sr. Odirley Araujo Rios; Sr. Leonardo Caldenaro da Graça Caseiro; Sr. Cassio Viana de Jesus; Sr. Flávio Eduardo Arakaki; Sr. Yussuke Aramaki; Sr. Luiz Octavio Chaves; Sra. Adriana Cezar Nogueira Ribeiro; Sra. Alexsandra Camelo Braga; Sr. Marcos Roberto Vasconcelos; Sra. Deusdina dos Reis Pereira; Sr. Dermeval Bicalho Carvalho; e da Brado Logística S.A., empresa investida; com fundamento no art. 47 da Lei 8.443/1992, para que, no prazo de quinze dias, apresentem alegações de defesa e/ou recolham, solidariamente aos cofres

do FI-FGTS as quantias abaixo indicadas, atualizadas monetariamente a partir das respectivas datas até o efetivo recolhimento, abatendo-se na oportunidade a quantia eventualmente ressarcida, na forma da legislação em vigor, em decorrência das seguintes condutas irregulares:

a) Sr. Odirley Araújo Rios, Sr. Leonardo Caldenaro da Graça Caseiro e Sr. Cassio Viana de Jesus por elaborarem o Relatório Final de Investimento #59/2013 com graves deficiências técnicas nas projeções e cálculos da valorização da Brado Logística S.A, em descumprimento aos arts. 153, 158 e 159 da Lei 6.404/1976, causando prejuízo ao FI-FGTS no valor de R\$ 152.796.184,00, na data base de 5/8/2013, conduta ilícita nos termos do art. 186 da Lei 10.406/2002; (itens 27-42; 65-74; 113-128)

b) Sr. Cassio Viana de Jesus e Sr. Flavio Eduardo Arakaki por votarem pela aprovação do investimento da Brado Logística S.A. de R\$ 400 milhões junto ao comitê de gestão de fundos especiais por meio do Voto Sufes 21/2013 em grave omissão de análise diligente da documentação submetida, sendo apresentadas apenas justificativas genéricas e/ou insuficientes para o investimento, como a “importância do sistema ferroviário nacional”, ‘localização estratégica dos negócios da companhia’ e ‘diversificação do portfólio do FI-FGTS’, em descumprimento aos arts. 153, 158 e 159 da Lei 6.404/1976, causando prejuízo ao FI-FGTS no valor de R\$ 152.796.184,00, na data base de 5/8/2013, conduta ilícita nos termos do art. 186 da Lei 10.406/2002; (itens 27-42; 76-79; 113-128)

c) Sr. Yussuke Aramaki, Sr. Luiz Octavio Chaves, Sra. Adriana Cezar Nogueira Ribeiro, Sr. Flavio Eduardo Arakaki, Sra. Alexandra Camelo Braga e Sr. Marcos Roberto Vasconcelos por aprovarem, por meio da Ata 04/13 #20 do Comitê de Gestão de Fundos Especiais, de 22/2/2013, o investimento de R\$ 400 milhões na Brado Logística S.A lastreado em Relatório Final de Investimento com valuation superestimada, tendo sido apresentado em ata, resumidamente, os números da operação e os dados da projeção econômica da empresa, sem estar registrado, por nenhum dos membros presentes, qualquer justificativa ou ressalva sobre os dados da operação, em descumprimento aos arts. 153, 158 e 159 da Lei 6.404/1976, causando prejuízo ao FI-FGTS no valor de R\$ 152.796.184,00, na data base de 5/8/2013, conduta ilícita nos termos do art. 186 da Lei 10.406/2002; (itens 27-42; 80-82; 113-128)

d) Sra. Deusdina dos Reis Pereira, Sra. Alexandra Camelo Braga e Sr. Demerval Bicalho Carvalho por aprovarem, por meio da Ata 01/13 #20 do Comitê de Investimento de Fundos Especiais e Carteiras Administradas, de 25/2/2013, o investimento de R\$ 400 milhões na Brado Logística S.A lastreado em Relatório Final de Investimento com valuation superestimada, tendo sido apresentado em ata, resumidamente, os números da operação e os dados da projeção econômica da empresa, sem estar registrado, por nenhum dos membros presentes, qualquer justificativa ou ressalva sobre os dados da operação, em descumprimento aos arts. 153, 158 e 159 da Lei 6.404/1976, causando prejuízo ao FI-FGTS no valor de R\$ 152.796.184,00, na data base de 5/8/2013, conduta ilícita nos termos do art. 186 da Lei 10.406/2002; e (itens 27-42; 83-85; 113-128)

e) a empresa Brado Logística S.A por fornecer ao FI-FGTS projeções de crescimento sem amparo em seu histórico e em empresas comparáveis, contribuindo para que a aquisição de seu capital fosse realizada com assimetria de informação e sem respaldo técnico-literário e fornecer ao FI-FGTS documento inábil (memorando de informação) para fins de integralização de capital, e não ter contratado formalmente um laudo de avaliação econômico-financeira com essa finalidade, em descumprimento aos arts. 153, 158 e 159 da Lei 6.404/1976, causando prejuízo ao FI-FGTS no valor de R\$ 152.796.184,00, na data base de 5/8/2013, conduta ilícita nos termos do art. 186 da Lei 10.406/2002. (itens 27-42; 75; 113-128)

Responsáveis	Débito em R\$	Data-base
Adriana Cezar Nogueira Ribeiro	152.796.184,00	5/8/2013
Alexandra Camelo Braga		
Brado Logística S.A.		



Cassio Viana de Jesus		
Deusdina dos Reis Pereira		
Demerval Bicalho Carvalho		
Flávio Eduardo Arakaki		
Leonardo Caldenaro da Graça Caseiro		
Luiz Octavio Chaves		
Marcos Roberto Vasconcelos		
Odirley Araújo Rios		
Yussuke Aramaki		

139. Realizar, em processo de TCE a ser instaurado, apartado destes autos, a citação solidária dos Sr. Renan Gaspar Paravani; Sra. Edna Lucia de Alencar Melo Camargo; Sr. Yoshio Marcos Hashimoto; Sr. Cassio Viana de Jesus; Sr. Luiz Octavio Chaves; Sr. Alenir de Oliveira Romanello; Sr. Flavio Eduardo Arakaki; Sra. Deusdina dos Reis Pereira; Sr. Raelison da Silva Muniz dos Santos; e da Odebrecht Ambiental S.A., empresa investida; com fundamento no art. 47 da Lei 8.443/1992, para que, no prazo de quinze dias, apresentem alegações de defesa e/ou recolham, solidariamente aos cofres do FI-FGTS as quantias abaixo indicadas, atualizadas monetariamente a partir das respectivas datas até o efetivo recolhimento, abatendo-se na oportunidade a quantia eventualmente ressarcida, na forma da legislação em vigor, em decorrência das seguintes condutas irregulares:

a) Sr. Renan Gaspar Paravani, Sra. Edna Lucia de Alencar Melo Camargo e Sr. Yoshio Marcos Hashimoto por elaborarem o Relatório Final de Investimento #67/2013 contendo graves deficiências técnicas nas projeções e cálculos da valorização da Odebrecht Ambiental, em descumprimento aos arts. 153, 158 e 159 da Lei 6.404/1976, causando prejuízo ao FI-FGTS no valor de R\$ 280.145.092,00, na data base de 19/12/2013, conduta ilícita nos termos do art. 186 da Lei 10.406/2002; (itens 43-62; 90-99; 113-128)

b) Sr. Yoshio Marcos Hashimoto e Sr. Cassio Viana de Jesus por votarem pela aprovação de aquisição de ações da Odebrecht Ambiental de R\$ 315 milhões junto ao Comitê de Gestão de Fundos Especiais, por meio do Voto Sufes 152/2013, em grave omissão de análise diligente da documentação submetida, que tomou por base laudo com uma série de deficiências técnicas, em descumprimento aos arts. 153, 158 e 159 da Lei 6.404/1976, causando prejuízo ao FI-FGTS no valor de R\$ 280.145.092,00, na data base de 19/12/2013, conduta ilícita nos termos do art. 186 da Lei 10.406/2002; (itens 43-62; 101-103; 113-128)

c) Sr. Luiz Octavio Chaves, Sr. Yoshio Marcos Hashimoto, Sr. Alenir de Oliveira Romanello e Sr. Flávio Eduardo Arakaki por aprovarem, por meio da Ata 24/13 do Comitê de Gestão de Fundos Especiais, de 12/9/2013, o investimento de R\$ 315 milhões na Odebrecht Ambiental lastreado em Relatório Final de Investimento com valuation superestimada, sem que se registrasse quaisquer questionamentos e/ou justificativas do valor calculado da empresa que serviu de parâmetro da operação, em descumprimento aos arts. 153, 158 e 159 da Lei 6.404/1976, causando prejuízo ao FI-FGTS no valor de R\$ 280.145.092,00, na data base de 19/12/2013, conduta ilícita nos termos do art. 186 da Lei 10.406/2002; (itens 43-62; 104-106; 113-128)

d) Sr. Yoshio Marcos Hashimoto e Sr. Cassio Viana de Jesus por votarem pela aprovação de aquisição de ações da Odebrecht Ambiental de R\$ 315 milhões junto ao Comitê de Investimentos de Fundos Especiais e Carteiras Administradas, por meio do Voto Sufes 153/2013, em grave omissão de análise diligente da documentação submetida, que tomou por base laudo com uma série de deficiências técnicas, em descumprimento aos arts. 153, 158 e 159 da Lei 6.404/1976, causando prejuízo ao FI-FGTS no valor de R\$ 280.145.092,00, na data base de 19/12/2013, conduta ilícita nos termos do art. 186 da Lei 10.406/2002; (itens 43-62; 107; 113-128)

e) Sra. Deusdina dos Reis Pereira, Sr. Raelison da Silva Muniz dos Santos e Sr. Cassio Viana de Jesus por aprovarem, por meio da Ata 06/13 do Comitê de Investimentos de Fundos Especiais e Carteiras Administradas, de 17/9/2013, o investimento de R\$ 315 milhões na Odebrecht Ambiental lastreado em Relatório Final de Investimento com valuation superestimada, sem que fosse registrada quaisquer análises ou justificativas dos valores da operação, em descumprimento aos arts. 153, 158 e 159 da Lei 6.404/1976, causando prejuízo ao FI-FGTS no valor de R\$ 280.145.092,00, na data base de 19/12/2013, conduta ilícita nos termos do art. 186 da Lei 10.406/2002; e (itens 43-62; 107-109; 113-128)

f) a empresa Odebrecht Ambiental S.A por fornecer ao FI-FGTS memorando de informação que tinha por objetivo realizar testes de recuperabilidade de perda de investimento, e não tinha por finalidade integralização de capital social e fornecer ao FI-FGTS projeções que possuíam premissas sem amparo no histórico da empresa nem no mercado comparável, além de falhas técnico-literárias, o que contribuiu para que o aumento de capital social fosse realizada com assimetria de informação, caracterizando dano ao erário, em descumprimento aos arts. 153, 158 e 159 da Lei 6.404/1976, causando prejuízo ao FI-FGTS no valor de R\$ 280.145.092,00, na data base de 19/12/2013, conduta ilícita nos termos do art. 186 da Lei 10.406/2002. (itens 43-62; 100; 113-128)

Responsáveis	Débito em R\$	Data-base
Alenir de Oliveira Romanello	280.145.092,00	19/12/2013
Cassio Viana de Jesus		
Deusdina dos Reis Pereira		
Edna Lucia de Alencar Melo Camargo		
Flávio Eduardo Arakaki		
Luiz Octavio Chaves		
Odebrecht Ambiental S.A.		
Raelison da Silva Muniz dos Santos		
Renan Gaspar Paravani		
Yoshio Marcos Hashimoto"		

## IX

130. Em novo despacho<sup>31</sup>, ordenei a **manifestação das companhias** Brado Logística S.A. e Odebrecht Ambiental S.A., tendo em vista a corresponsabilidade pelos supostos danos a elas atribuídos.

131. Extraio o conteúdo essencial da análise empreendida pela AudBancos<sup>32</sup> sobre as respostas apresentadas, tendo em vista que praticamente todas as alegações já foram apresentadas nas oitivas previamente promovidas.

132. Sobre a alegação da OAP de que o custo médio ponderado de capital (WACC) utilizado pela equipe de fiscalização era alto, a AudBancos argumenta que carece de respaldo técnico e lógico utilizar WACC que não somente é menor do que o WACC das empresas de comparação – Sabesp e Sanepar –, mas também do que a própria Selic, que seria a taxa referencial livre de riscos para o Brasil.

133. Assim, prossegue a unidade instrutiva, a utilização de indicadores americanos para justificar taxa WACC inferior à Selic igualmente não procede, pois as variáveis que são consideradas, tanto para o cálculo do modelo de precificação de ativos (*Capital Asset Pricing Model* – CAPM) quanto para a taxa de desconto, devem levar em consideração, entre outros, o risco do país, o prêmio de risco do mercado e o beta alavancado.

<sup>31</sup> Peça 316.

<sup>32</sup> Peça 336.

134. Na sequência, a AudBancos cita o livro do professor Damodaran para asseverar que o cálculo do WACC para o OAP deveria ter levado em consideração a sua estrutura de capital. No entanto, relatou que a memória de cálculo utilizada para embasar a definição da taxa de desconto não foi a ela apresentada.

135. Assim, conclui que a taxa de desconto (WACC) utilizada pela auditoria era mais adequada aos parâmetros de mercado e à própria estrutura de capital da OAP do que aquela empregada no laudo que embasou a transação de compra das ações pelo FI-FGTS.

136. Em seguida, a AudBancos discutiu e rebateu as alegações sobre a inadequação de utilização do **grupo de comparação reduzido** – Sabesp e Sanepar – e dos indicadores extraídos a partir dessas empresas para elaboração de *valuation* para fins de estimativa de débito, nos termos já apresentados no relatório de auditoria e nas demais instruções derivadas das oitivas solicitadas.

137. Também, com relação à transação realizada entre a Odebrecht e o grupo Bookfield, foram apresentadas as mesmas alegações e, da mesma forma, foram repelidas pela unidade instrutiva, conforme anteriormente apresentado.

138. Em conclusão, a AudBancos, após rejeitar os argumentos apresentados, propôs:

“212. Instaurar Tomada de Contas Especial para a exata quantificação do prejuízo e apuração documental de responsabilidades, no que se refere às empresas Odebrecht Ambiental e Brado Logística, na condição de terceiro que, como parte interessada na prática do ato, concorreu para o cometimento do dano apurado, nos termos da alínea ‘b’, inc. III do art. 16 da Lei 8.443/92, como ainda dos gestores do FI-FGTS, de acordo com cada conduta, consoante indicação preliminar de responsabilidade realizada na instrução anterior (peça 304), e considerando diferentes métodos para quantificação do dano, tendo em vista o princípio da prudência em relação à estimativa do débito;”.

## X

139. Importa contextualizar o ambiente de investimentos em que atuou e atua o FI-FGTS, para melhor compreender as dificuldades encontradas na realização e avaliação das análises apresentadas no relatório de fiscalização.

140. A Lei 11.191/2007 criou o FI-FGTS para investir recursos do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS) em empreendimentos dos setores de aeroportos, energia, rodovia, ferrovia, hidrovias, porto e saneamento, de acordo com as diretrizes, critérios e condições que dispuser o Conselho Curador do FGTS (CCFGTS).

141. Nesses termos, esta fiscalização, ainda que realizada anteriormente, tem relação com o trabalho desenvolvido no âmbito do TC 039.600/2020-3<sup>33</sup>, no qual também fui relator, cujo objetivo foi o de avaliar as atribuições e a governança do FGTS, de modo a mapear os riscos e identificar as fragilidades do processo decisório da entidade.

142. A motivação para realização daquela fiscalização surgiu da identificação de diversas decisões sobre alocação de recursos do FGTS que foram influenciadas por fatores não técnicos e da inadequada apresentação dos resultados do fundo<sup>34</sup>.

143. Esse quadro inspirou a edição da Lei 13.932/2019, que promoveu a reestruturação dos mecanismos de governança do FGTS ao definir nova composição e novas prerrogativas ao CCFGTS.

144. No voto condutor do acórdão 102/2023-Plenário, observei que a rentabilidade mínima a ser alcançada pelo FGTS, definida pelo art. 13 da Lei 8.036/1990, de correção monetária com base nos parâmetros fixados para atualização dos saldos dos depósitos de poupança e capitalização de juros de

<sup>33</sup> Acórdão 102/2023-Plenário.

<sup>34</sup> Acórdãos 1046/2020 e 423/2018, ambos do Plenário.

3% ao ano, de forma a cobrir a correção dos depósitos vinculados, oferece margem para aplicações em projetos de menor rentabilidade.

145. Também asseverei, em consonância com o relatório de auditoria da unidade instrutiva, que a Lei 8.036/1990 estabelece dois grandes objetivos ao FGTS: servir de reserva financeira para o trabalhador em caso de demissão sem justa causa, aposentadoria, extinção de contrato de trabalho e financiamento para aquisição de moradia própria; e fonte de recursos para fomentar investimentos nas áreas de habitação, saneamento e infraestrutura a fim de contribuir para o desenvolvimento do Brasil e proporcionar melhoria na qualidade de vida da população.

146. Nessa linha, os investimentos do FI-FGTS, indiretamente, também devem obedecer a esses dois grandes objetivos do FGTS, razão pela qual a avaliação do desempenho global da carteira do fundo seria fundamental para, especificamente, avaliar se essas alocações de recursos têm contribuído para a preservação da reserva financeira do trabalhador.

147. A despeito de a conformidade legal e normativa das transações realizadas ser inafastável, a concentração em poucas transações específicas – selecionadas de forma não aleatória – não permite ao trabalho de fiscalização oferecer contribuições à melhoria da gestão e da governança das organizações, pois não possibilita extrapolações, inferências nem generalizações confiáveis.

148. É fundamental pontuar que a Lei 11.491/2007 claramente tem por objetivo aumentar o parque de infraestrutura e que, devido ao déficit nos vários setores eleitos pela lei, raramente as aplicações de recursos do FGTS pelo FI-FGTS serão feitas em empresas já estabelecidas e menos ainda em companhias abertas, cujos títulos patrimoniais são negociados em bolsas de valores.

149. A consequência dessa constatação é que considerável percentual dos investimentos realizados pelo FI-FGTS são alocados em empresas de capital fechado e, em muitos casos, recém-criadas. São as chamadas *private equity firms*, em inglês.

150. Embora existam diversas definições sobre o que seria uma *private equity firm*, a maioria dos artigos acadêmicos e da literatura considera que as empresas cujos títulos patrimoniais não são negociados em bolsas de valores se enquadrariam nessa categoria<sup>35</sup>.

151. Apesar de haver várias subclassificações dos investimentos em *private equity*, o mais relevante para a análise dos achados de auditoria reportados nos autos é o chamado *venture capital*, no Brasil conhecido por capital de risco, que é o investimento – participações acionárias minoritárias – em empresas em fase operacional inicial que, em muitos casos, ainda não geram receitas substanciais, mas possuem, potencialmente, boas ideias ou tecnologias inovadoras.

152. A maior parte dos recursos para investimentos nessas companhias<sup>36</sup>, no mundo todo, é oriunda de fundos de pensão, que, por terem grande volume de recursos à disposição e base dispersa de investidores, têm mais capacidade de suportar os riscos inerentes a investimentos em empreendimentos de baixa maturidade, característica também encontrada no FI-FGTS.

153. Uma característica distinta desse tipo de investimento é a **orientação para a venda** das participações adquiridas num prazo típico de 10 (dez) anos<sup>37</sup>. Essa venda pode ser executada quando a empresa de capital de risco ainda é de capital fechado ou depois da abertura do seu capital, se esse for um objetivo ou opção. De qualquer forma, o investidor terá que se debater com questões como o momento mais adequado para a saída e as eventuais dificuldades de liquidez do mercado e de encontrar potenciais compradores para as participações societárias.

154. Note-se, entretanto, que esse tipo de investimento requer a venda das participações acionárias num **cenário muito mais complexo** do que a liquidação de posições em empresas com

<sup>35</sup> Institute, C. (2013-07-12). CFA Institute Level II 2014 Volume 5 Alternative Investments and Fixed Income. p. 140.

<sup>36</sup> Institute, C. (2013-07-12). CFA Institute Level II 2014 Volume 5 Alternative Investments and Fixed Income. P. 141.

<sup>37</sup> Institute, C. (2013-07-12). CFA Institute Level II 2014 Volume 5 Alternative Investments and Fixed Income. P. 142.

ações negociadas em bolsas de valores. Esse fato requer a estruturação de estratégias mais sofisticadas para que os retornos sobre os investimentos realizados possam, finalmente, afluir, no caso específico do FI-FGTS, ao trabalhador como reserva financeira.

155. Assim, no contexto de avaliação de desempenho do fundo, seria fundamental evidenciar como a gestão do FI-FGTS tem garantido os retornos dos investimentos realizados. Entretanto, a equipe de fiscalização, **em desacordo com as diretrizes do acórdão 1236/2016-Plenário**, optou por avaliar apenas dois dos quarenta e dois ativos que compunham a carteira do fundo no ano de 2016.

156. Como se vê, a avaliação (*valuation*) desse tipo de empreendimento constitui desafio adicional àqueles já frequentemente enfrentados para avaliar (precificar) empresas de capital aberto. As peculiaridades dessas avaliações (*valuation*) serão tratadas nos tópicos específicos sobre os achados da equipe de fiscalização.

157. Outro ponto preliminar e fundamental para a análise dos achados de auditoria é observar os preceitos e definições contidos na **IN/TCU 71/2012**, modificada pela IN/TCU 76/2016.

158. No preâmbulo da norma, é expresso o fundamento de que os processos de ressarcimento de dano ao erário devem se pautar pelos princípios da racionalidade administrativa, do devido processo legal, da economia processual, da ampla defesa e do contraditório.

159. Especificamente quanto à quantificação do débito, o art. 8º da IN/TCU 71/2012 assim dispõe:

“Art. 8º A quantificação do débito far-se-á mediante:

I - verificação, quando for possível quantificar com exatidão o real valor devido; ou

II - estimativa, quando, **por meios confiáveis**, apurar-se quantia que seguramente não excederia o real valor devido.”

160. Observa-se que a norma combina o abrigo aos princípios do devido processo legal, da ampla defesa e do contraditório com a necessidade de quantificação do débito da forma mais objetiva possível. Na hipótese de verificação, observação direta, quantifica-se com exatidão o real valor devido. Sob a forma de estimativa, requer-se a utilização de meios confiáveis a fim de que, seguramente, o débito não exceda o real valor devido.

161. A quantificação objetiva do débito não só visa a resguardar o responsável do **enriquecimento sem causa da União**, a partir da definição de um montante mínimo de débito sobre o qual não pairariam dúvidas, mas também a definir parâmetros de aferição com razoável objetividade a fim de permitir considerável clareza sobre os conceitos e a base teórica da matéria, e, assim, viabilidade do contraditório e da ampla defesa.

162. É a partir dessas premissas que os achados de auditoria, as manifestações dos responsáveis, as análises e as propostas de encaminhamento da unidade instrutiva podem e devem ser avaliados.

163. Nesse contexto, elaborei despacho<sup>38</sup> em que demonstrei que a crítica realizada pela equipe de fiscalização unicamente aos parâmetros adotados nas avaliações econômico-financeiras que embasaram as aquisições da BDO e da OAP **não atendia os requisitos prescritos pela IN/TCU 71/2012**, especificamente no que concerne à garantia do exercício do contraditório e da ampla defesa e à estimativa do débito com a segurança razoável de que não seria superior ao real valor devido.

164. Em instrução<sup>39</sup> subsequente, a atual **AudBancos não refutou quaisquer das considerações por mim registradas no despacho e reconheceu que a avaliação econômico-financeira elaborada pela equipe de fiscalização continha limitações.**

---

<sup>38</sup> Peça 412.



165. Passo a apresentar as minhas considerações sobre as críticas realizadas pela equipe de fiscalização a respeito das premissas e parâmetros utilizados para a elaboração dos fluxos de caixa descontados que embasaram as aquisições da OAP e da BDO.

## XI

### Odebrecht Ambiental (OAP)

166. O primeiro achado (débito de R\$ 280 milhões) apontado pela equipe de fiscalização refere-se à aquisição de participações acionárias na empresa Odebrecht Ambiental (OAP). As causas da superestimativa, nos termos usados pela equipe de fiscalização, seriam a projeção de ganhos futuros dessa empresa incompatíveis com o mercado e a estimativa de baixo custo médio ponderado de capital.

167. Passo a analisar os achados de auditoria relativamente a esse débito e, quando necessário, rememoro a metodologia anteriormente apresentada, a fim de averiguar se a estimativa levou em conta as incertezas e insuficiências de parâmetros que cercam o caso, **de forma que se tenha segurança** de que há dano e, em havendo, que se tenha segurança de que o valor estimado não excede o real valor devido, e, em sequência, de que é possível imputar responsabilidades com base em condutas e nexos de causalidade bem estabelecidos.

168. Dessa forma, é preciso discutir, preliminarmente, as questões metodológicas trazidas aos autos, **à luz de outras literaturas e exames alternativos**, também considerados válidos para fins de precificação dos investimentos sob consideração.

169. A partir das críticas e constatações acima apresentadas, a equipe de fiscalização procedeu à projeção do fluxo de caixa operacional da OAP (fluxo de caixa livre) com base em parâmetros que entendeu serem mais objetivos e consistentes com os parâmetros de mercado.

170. Nesse ponto, é fundamental rememorar que as empresas BDO e OAP são empresas de capital fechado e que, a rigor, não existem parâmetros de mercado diretamente observáveis sobre elas. Assim, a própria utilização de *proxies* (substitutos) observáveis no mercado impõe limitações à utilização de parâmetros e premissas derivadas dessas observações.

171. Adicionalmente, a escolha das *proxies* requer que as empresas identificadas como comparáveis **tenham, de fato, semelhança operacional** com a empresa de capital fechado que se quer avaliar, a fim de que os números obtidos, apesar das limitações inerentes a essa abordagem, possam ser úteis. Caso contrário, não se prestam a comparações com substância econômico-financeira.

172. Para a estimativa do fluxo de receitas de vendas, a equipe de fiscalização utilizou a média aritmética do crescimento da receita da empresa para fixar a taxa do primeiro ano, conforme anteriormente descrito.

173. Apesar de a equipe ter afirmado, ao longo do trabalho, que foram adotados os parâmetros prescritos pela literatura, é necessário reforçar as dificuldades e as peculiaridades de projetar receitas de empresas de capital fechado, as empresas de *private equity*, conforme anteriormente mencionadas, com base na própria literatura de finanças.

174. Aswath Damodaran, o autor do livro citado pela equipe de fiscalização faz advertências quanto aos problemas de avaliação de empresas de capital fechado<sup>40</sup>:

---

<sup>39</sup> Peça 430.

<sup>40</sup> Damodaran, Aswath. Avaliação de investimentos: ferramentas e técnicas para determinação do valor de qualquer ativo. Rio de Janeiro: Qualitymark Ed., 1997. p. 347.

“Ao estimar o crescimento futuro de empresas de capital aberto, os analistas têm um conjunto extremamente rico de informações – um longo histórico de lucros e projeções de crescimento se faz disponível. No caso de empresas fechadas, há substancialmente menos informações disponíveis. O histórico passado frequentemente se mostra pouco confiável e há poucas, ou nenhuma, projeções ‘externas’ de taxas de crescimento. Consequentemente, estimativas de crescimentos futuros provavelmente embutem mais erros no caso de empresas de capital fechado.”

175. Para superar as dificuldades associadas à projeção de fluxos de caixa de empresas de capital fechado, o mesmo autor alerta para precauções a serem tomadas<sup>41</sup>:

“Não há soluções simples para os problemas relacionados com a estimativa de fluxos de caixa de uma empresa de capital fechado. Existem algumas precauções que podem e devem ser tomadas:

(...)

(d) A interferência associada a taxas de crescimento passadas e a ausência de estimativas de outros analistas adicionam mais peso à taxa de crescimento obtida a partir dos fundamentos, no caso de empresas de capital fechado.”

176. A alternativa de utilização de empresas comparáveis, abordagem adotada pela equipe de fiscalização, também é apresentada pelo autor, mas na seção associada à superação dos problemas relativos à estimativa das taxas de desconto<sup>42</sup>:

“Embora os procedimentos tradicionais de estimativa não possam ser utilizados para estimar betas, os betas, mesmo assim, podem ser estimados utilizando-se uma das três abordagens.

(a) Empresas Comparáveis. Os betas de empresas comparáveis podem ser utilizados para estimar o beta de uma empresa não-negociada ou de capital fechado. Dadas as determinantes dos betas, uma empresa comparável é uma que está no mesmo ramo e possui alavancagem operacional e financeira similar. As diferenças nos betas, causadas por diferenças de alavancagem financeira, podem ser controladas para fins deste cálculo.”

(...)

177. Os desafios e a complexidade da avaliação de empresas são enfatizados em diversas obras na área de finanças<sup>43</sup>:

“Ao passo que as metodologias de avaliação tradicionais, tais como a análise do fluxo de caixa descontado, valor presente ajustado e técnicas baseadas em comparações com transações de mercado precedentes, sejam utilizadas costumeiramente por profissionais de investimentos, elas devem ser aplicadas a situações que envolvem empresas de capital fechado (*private equity*) com cuidados, levando-se em consideração testes de stress e toda a gama de possíveis cenários possíveis para o negócio. Devido aos desafios para a avaliação de empresas de capital fechado (*private equity*), estimativas de valor baseadas numa combinação de várias metodologias de avaliação (*valuation*) oferecerão base mais robusta para a definição do valor estimado.” (tradução livre).

178. Quanto à forma pela qual as entidades de capital fechado (*private equity*) criam valor, a literatura aponta os seguintes fatores<sup>44</sup>:

<sup>41</sup> Damodaran, Aswath. Avaliação de investimentos: ferramentas e técnicas para determinação do valor de qualquer ativo. Rio de Janeiro: Qualitymark Ed., 1997. p. 350 e 351.

<sup>42</sup> Damodaran, Aswath. Avaliação de investimentos: ferramentas e técnicas para determinação do valor de qualquer ativo. Rio de Janeiro: Qualitymark Ed., 1997. p. 348.

<sup>43</sup> Institute, C. (2013-07-12). CFA Institute Level II 2014 Volume 5 Alternative Investments and Fixed Income. P. 142. p. 145.

“1) habilidade de reengenharia de seus processos de trabalho a fim de gerar retornos superiores;

2) acesso ao mercado de crédito em termos favoráveis;

3) melhor alinhamento dos interesses dos proprietários com os interesses dos gestores da firma.” (tradução livre).

179. Mais especificamente quanto à técnica de avaliação das empresas de capital fechado pelo método do fluxo de caixa, a literatura, conforme acima apresentado, é **majoritária no sentido** de enfatizar a baixa capacidade de previsão dos fluxos de caixa dessas empresas.

180. A projeção de receitas estimada pela equipe de fiscalização baseou-se na premissa de que, já a partir do segundo ano do horizonte projetado, o crescimento da receita da OAP tenderia à conformação com a média de crescimento da economia, o que se completaria nos próximos seis anos de projeção. A partir desse ponto, o crescimento da receita se limitaria ao crescimento previsto para a economia.

181. A adoção dessa premissa impõe **quatro condições para ser considerada confiável** o suficiente para que não parem dúvidas quanto à sua razoável objetividade a fim de obter segurança de que a estimativa de débito não exceda o real valor devido: a estimativa do crescimento das receitas específicas da empresa sob avaliação; a estimativa razoável do crescimento das receitas do setor (segmento de negócio) em que a empresa sob avaliação opera; a estimativa do prazo em que o próprio segmento de negócio; por meio de competição, irá absorver o crescimento das receitas da empresa sob avaliação e, por fim; a estimativa do prazo em que o crescimento desse setor será absorvido pelo crescimento da economia como um todo.

182. O crescimento das receitas específicas da empresa sob avaliação foi estimado pela auditoria a partir do cálculo das médias dos seus crescimentos nos anos anteriores ao do início da projeção, mas, já a partir desse ponto, foi presumido que a trajetória desse crescimento seria paulatinamente capturada pelo crescimento da econômica como um todo.

183. **Não foi realizada**, conforme relatado pela equipe, a estimativa de crescimento do setor (segmento de negócio) em que a firma opera para, a seguir, projetar-se a conformação desse crescimento aos seus competidores e, por fim, a conformação do segmento de negócio às limitações impostas pela economia em que opera.

184. Ao realizar o salto direto da estimativa de crescimento das receitas do primeiro ano da empresa, calculado com base no seu passado recente, para a conformação com o crescimento da economia como um todo, a estimativa não levou em consideração as características de negócio próprias da empresa – inovação gerencial ou tecnológica – nem as peculiaridades do segmento de negócio.

185. A premissa subjacente à estimativa realizada é a de tratamento da empresa sob avaliação como uma empresa média de mercado, sem considerar os prazos em que o negócio e/ou o segmento em questão poderiam sustentar crescimentos acima do mercado, o que resultaria nos chamados retornos anormais<sup>44</sup>, ou seja, acima do mercado, ainda que, necessariamente, temporários.

186. Ao realizar a estimativa a partir dessa premissa, a auditoria elaborou precificação conservadora da OAP, o que **coloca em dúvida o atendimento do pressuposto de que a estimativa do débito deve, seguramente, não exceder o real valor**, condição necessária para viabilizar imputações de ressarcimento ao erário passíveis de efetivo contraditório.

<sup>44</sup> Institute, C. (2013-07-12). CFA Institute Level II 2014 Volume 5 Alternative Investments and Fixed Income. P. 142. p. 145.

<sup>45</sup> Lundholm, Russell e Sloan Richard. *Equity Valuation and Analysis with eVal*, 2nd Ed. 2007, p. 236.

187. Da mesma forma, deveriam, conforme as prescrições da literatura de finanças acima apresentadas, ter sido incorporadas à projeção das receitas as expectativas específicas de crescimento do segmento de negócio em que a OAP atua. Entretanto, mesmo o grupo de empresas brasileiras eleitas pela equipe de fiscalização para servir de grupo comparável à OAP **tem sérias limitações**, como se vê na sequência.

188. Observo que, na data de realização da auditoria, em 2017, havia um conjunto de seis empresas de capital aberto registradas na CVM que operavam no setor de utilidade pública, subsetor água e saneamento, segmento água e saneamento<sup>46</sup>, cujas ações e/ou debêntures eram negociadas na B3 (antiga Bovespa): Sanesalto Saneamento S.A. (Sanesalto – SNST), Igua Saneamento (Igua – IGSN3), Cia Saneamento de Minas Gerais (Copasa – CSMG3), Cia Saneamento Básico do Estado de São Paulo (Sabesp – SBSP3), Cia Saneamento do Paraná (Sanepar – SAPR11) e Cia Catarinense de Águas e Saneamento (Casan – CASN3).

189. Considerando o intuito de obter informações sobre o crescimento de receitas do subsetor de água e saneamento a fim de estabelecer a média desse segmento para balizar o crescimento projetado para a OAP e fazê-lo mover-se, gradualmente, para o seu estado estacionário, em conformidade com o crescimento da economia como um todo, a apreensão de dados de apenas duas empresas – Sanepar e Sabesp –, representando apenas um terço do universo de empresas, **não permite afirmar que essa amostra seria minimamente representativa desse setor econômico** a fim de ser útil como parâmetro comparável.

190. Ademais, as duas empresas escolhidas pela equipe de fiscalização para os cálculos de indicadores são estatais, condição que faz com que elas não tenham flexibilidade suficiente para promover os três fatores apontados pela literatura para a criação de valor das empresas de capital fechado (*private equity*) – habilidade de reengenharia de seus processos de trabalho, melhor alinhamento dos instrumentos dos proprietários e acesso ao mercado de crédito em termos favoráveis.

191. Mesmo que a amostra escolhida fosse representativa, a elaboração de projeções de receitas sem levar em consideração as oportunidades de negócio específicas da empresa sob avaliação e potencialmente derivadas de tecnologias inovadoras ou novas estratégias despe a estimativa de valor das características intrínsecas dos investimentos em capital de risco (*venture capital*), conforme anteriormente apresentadas.

192. Apesar da validade da premissa de que o crescimento das receitas da empresa sob avaliação seja gradualmente capturado pelo segmento em que a empresa opera e pela economia como um todo (mercado)<sup>47</sup>, há que se ter em mente que essas evidências acadêmicas são elaboradas a partir de médias extraídas de amostras representativas, o que não significa a inexistência de empresas que consigam sustentar crescimentos acima do mercado por períodos mais extensos, sendo a definição do horizonte de tempo em que essas exceções podem perdurar mais um dos desafios dos trabalhos de avaliação de empresas de capital fechado (*private equity*).

193. Nesses termos, **não se pode ter como certo que a projeção de receitas elaborada pela equipe de fiscalização reúne elementos suficientes para atender aos requisitos de objetividade e segurança de que a estimativa de débito não exceda o real valor devido, conforme exigidos pela IN/TCU 71/2012.**

194. A abordagem utilizada pela equipe de fiscalização não observou as peculiaridades de avaliação de empresas de capital fechado, conforme imediatamente acima discutidas pela literatura de finanças, para elaborar a projeção das receitas da OAP.

<sup>46</sup> [https://www.b3.com.br/pt\\_br/produtos-e-servicos/negociação/renda-variável/empresas-listadas.htm](https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociação/renda-variável/empresas-listadas.htm).

<sup>47</sup> Nisim, D.; Penman, S.H. Ratio Analysis and Equity Valuation. Contemporary Accounting Research, V. 11, p. 661-687, 1995.

195. **As considerações aqui discutidas foram apresentadas à AudBancos, que não as refutou.**

196. Os indicadores adotados pela equipe de fiscalização para realizar as projeções das demais linhas do fluxo de caixa operacional da OAP também padecem de insuficiência, tendo em vista que foram computados com base na amostra pouco representativa do segmento de água e abastecimento – Sabesp e Sanepar.

197. **A AudBancos também não refutou as considerações sobre a limitação da amostra pouco representativa.**

198. Mesmo o questionamento quanto à aparente incongruência de as projeções da necessidade de capital de giro (*working capital*) da OAP terem apontado, segundo a equipe de fiscalização, a tendência de a empresa não precisar realizar esse tipo de dispêndio (investimento) no seu ciclo operacional e ser recebedora de recursos, precisaria ter sido examinado mais amiúde e a partir da estratégia de gestão do ciclo operacional específico da avaliada.

199. É que, apesar de essa possibilidade soar inusitada, a literatura registra o caso clássico da empresa norte-americana Dell Computadores, que foi, por quase uma década, “saudada pela tecnologia única de produção a partir dos pedidos (*built-to-order*)” (tradução livre)<sup>48</sup>. Essa forma de gestão permitiu que o capital de giro da empresa fosse totalmente financiado pelos seus clientes, o que excluía a necessidade de investimentos em capital de giro.

200. A equipe de fiscalização também criticou a taxa de desconto utilizada para computar o valor presente do fluxo de caixa livre projetado da OPA, que teria sido subestimada em 4,15 p.p. quando comparada à média do custo médio ponderado de capital (WACC) calculado com base nos dados de mercado das empresas Sanepar e Sabesp – 13,45%.

201. As motivações para a crítica tiveram várias fontes: a utilização de taxa livre de risco de 1,88% enquanto a literatura prescreveria 4,5%; a jovialidade da OAP comandaria taxa de retorno requerida mais alta em razão dos riscos associados a negócio ainda não maduro; o WACC empregado seria mesmo menor do que a taxa Selic – considerada a taxa sem risco da economia brasileira –, o que demonstraria a carência de respaldo técnico e lógico para sua utilização.

202. Não obstante o emprego do Capital Asset Pricing Model (CAPM) ser reconhecido e amplamente utilizado para o cálculo de taxas de desconto, sua aplicação também deve ser feita parcimoniosamente, conforme a literatura também reconhece<sup>49</sup>:

“O modelo de precificação de ativos de capital (CAPM), que é amplamente utilizado, reconhece a propriedade da diversificação de riscos. O modelo declara que o único risco não passível de ser diversificado é o risco de mercado como um todo. Dessa forma, o prêmio por um investimento é determinado por um prêmio pelo risco (sistemático) da carteira (portfólio) de mercado e pela sensibilidade do investimento a esse risco, o beta do investimento. Entretanto, o CAPM presume que os retornos produzem (seguem) uma distribuição normal, (...), ou seja, ele presume que ao se considerar o desvio padrão do retorno, todos os aspectos de risco do investimento serão capturados. Ocorre que o desvio padrão subestima a probabilidade de retornos extremos.

Mesmo que se aceite as premissas do CAPM, existem severas dificuldades para sua aplicação. Warren Buffet, o renomado investidor fundamentalista, alega que o CAPM é

<sup>48</sup> Penman, Stephen H., *Financial Statement Analysis and Security Valuation*. ISBN-0-07-290333-3. McGraw-Hill, 2001. p. 45, 273 e 496.

<sup>49</sup> Fama F. Eugene and French R. Kenneth, *The Capital Asset Pricing Model: Theory and Evidence*. Working paper. 2003. [https://papers.ssrn.com/sol3/Papers.cfm?abstract\\_id=440920](https://papers.ssrn.com/sol3/Papers.cfm?abstract_id=440920)

Penman, Stephen H., *Financial Statement Analysis and Security Valuation*. ISBN-0-07-290333-3. McGraw-Hill, 2001. p. 691 e 692.



‘sedutoramente preciso’. Ele se vale de ferramentas sofisticadas e aparenta prover uma boa estimativa do retorno requerido.

(...)

O CAPM, mesmo que verdadeiro, é razoavelmente impreciso quando aplicado. Ninguém sabe exatamente o que é o prêmio de risco de mercado e a adoção de modelos de precificação multifatoriais adiciona mais prêmios por riscos e betas a serem estimados”.

203. Considerando que a adequada utilização do CAPM, para posterior cômputo do WACC, reside mais na razoabilidade da aplicação do modelo do que na precisão dos números produzidos, buscou-se balizar a taxa de desconto de 9,3% utilizada nas projeções da OAP com os números apresentados no sítio do professor Aswath Damodaran na internet<sup>50</sup>.

204. Especificamente, foram identificados os custos de capital (WACC) de empresas de países emergentes para a data mais próxima do ano de 2013 existente no sítio do professor – 5/1/2014.

205. Observou-se que a estimativa de custo médio de capital das empresas de países emergentes, naquela data, era de 8,17% a.a. Para as empresas do segmento de água e saneamento, a estimativa era de 8,27% a.a. – com 55 empresas na amostra.

206. Assim, partindo-se do pressuposto de que as estimativas produzidas e disponibilizadas no sítio do professor Aswath Damodaran são de boa qualidade – ele é, inclusive, a referência técnica da equipe de fiscalização –, **não se pode reputar de desarrazoada a adoção da taxa de desconto de 9,3% nas projeções de fluxos de caixa elaboradas para avaliar a OAP em 2013**. Ela não caracterizaria, por si só, tentativa de superavaliação do valor da empresa. Ao contrário, por ser maior que a média identificada no sítio do professor na Internet, poderia mesmo ser também crítica por estar a aviltar o preço das ações.

207. O fato de as estimativas disponibilizadas no sítio do professor referirem-se a empresas de países emergentes já pressupõe a incorporação de prêmios (retornos requeridos adicionais) pela eventual jovialidade dos negócios ou das próprias empresas representadas.

208. A equipe de fiscalização argumentou, com o intuito de corroborar a hipótese de superavaliação, que a taxa de 9,3% utilizada para descontar a valor presente os fluxos de caixa livres da OAP seria menor do que a taxa Selic – representante da taxa livre de risco do Brasil – da mesma data, o que demonstraria a inadequação de sua adoção.

209. Sem enfrentar a questão conceitual subjacente de que a Selic seria *proxy* adequada da taxa livre de risco do Brasil, ponto controverso na literatura<sup>51</sup>, constata-se que a taxa Selic, em maio de 2022, era de 12,65% a.a. e que o Tribunal, por meio do acórdão 1103/2022-Plenário, de relatoria do ministro Aroldo Cedraz, aprovou as condições da oferta pública de ações para a desestatização da Eletrobras, cujas projeções de fluxo de caixa livre das suas subsidiárias, elaboradas para fins de *valuation*, foram descontadas à taxa média (WACC) de 10,79% a.a., o que foi, inclusive, objeto de contestação por parte do ministro Vital do Rêgo, que proferiu voto revisor no qual defendia um valor ainda mais reduzido para a taxa de desconto praticada.

210. Em sua instrução<sup>52</sup> após o despacho<sup>53</sup> por mim elaborado, **a unidade instrutiva não refutou as considerações acima apresentadas**.

211. As estimativas do valor justo das participações societárias e de dano ao erário elaboradas e apresentadas pela equipe de fiscalização, embora cuidadosas, **não são infensas**, como se vê, a considerações técnicas e analíticas alternativas, também bem embasadas e de igual valor, que infirmam

<sup>50</sup> <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

<sup>51</sup> <https://www.anpec.org.br/encontro2006/artigos/A06A180.pdf>

<sup>52</sup> Peça 430.

<sup>53</sup> Peça 412.

seus resultados e colocam em dúvida a possibilidade, no caso concreto, de estimar dano ao erário que, seguramente, com base em critérios objetivos bem definidos, não exceda o real valor, conforme prescreve a IN/TCU 71/2012, o que é imprescindível para dar início a onerosos processos em que se intenta demandar pessoas e empresas a ressarcir milhões de reais aos cofres públicos.

212. As incertezas quanto a isso colocam em dúvida, também, a própria segurança da afirmação de ocorrência de dano ao erário, num tipo de caso em que tal asserção resulta de conclusões sobre complexas e disputadas avaliações de cenários, métodos, bases conceituais e dados.

## XII

### Brado Logística (BDO)

213. A equipe de fiscalização também propôs a promoção da citação dos responsáveis pela “aquisição de ações sem cotação em bolsa da Brado Logística em valor superestimado”<sup>54</sup>.

214. O débito estimado pelos auditores, por meio da metodologia anteriormente descrita, é de R\$ 153 milhões, sendo sua causa, segundo a unidade instrutiva, a projeção de ganhos futuros da BDO incompatíveis com a de seus pares no mercado.

215. Para a formação do grupo de empresas brasileiras de logística utilizado para obter referências – dados e indicadores – supostamente comparáveis para a elaboração da projeção do fluxo de caixa operacional da BDO, a equipe de fiscalização, conforme detalhado anteriormente, selecionou doze empresas de variadas áreas de logística, sendo duas de transporte ferroviário, cinco de serviços rodoviários, uma de operação de contêineres, uma de serviços portuários, uma de navegação de cabotagem e terminais de contêineres, uma de transporte de grãos e cargas em geral por hidrovias e uma de linhas de ônibus seletivos, os conhecidos ônibus “frescos”.

216. Vê-se que, no caso da projeção do fluxo de caixa da BDO, a equipe de fiscalização lançou mão de amostra mais ampla de empresas, diferentemente daquela coletada para a estimativa do fluxo de caixa operacional da OAP.

217. Entretanto, conforme apontado pela literatura anteriormente apresentada, a adoção de um grupo para fins de comparação **deve obedecer à premissa de que seja composto por empresas do mesmo ramo – área de negócios – da empresa que se está a avaliar.**

218. A BDO opera nas áreas de logística de cargas containerizadas via transporte multimodal (ferrovias, rodovias ou hidrovias), desenvolvimento de projetos logísticos, rastreamento de carga, armazenagem e gestão integrada da logística de contêineres<sup>55</sup>.

219. Embora a variedade de empresas coletadas para a confecção da amostra possa induzir à sensação de que os negócios abarcados pela BDO foram considerados, é preciso ponderar alguns fatores importantes.

220. Em primeiro lugar, algumas das empresas de serviços rodoviários que compõem a amostra, como a CCR S.A., Concessionária Rio Teresópolis S.A., Ecorodovias S.A., Empresa Concessionária Rodovias do Sul S.A. e Ecovias Imigrantes S.A., operam **negócios de concessão rodoviária**, que são fundamentalmente distintos daqueles operados pela BDO.

221. Além disso, a amostra abrange a empresa Terminal Garagem Menezes Cortes S.A., que **opera linhas de ônibus** conhecidos por frescos, e a companhia Docas de Imbituba S.A., que atua na área de serviços portuários, negócios também distintos daqueles operados pela BDO, pelo menos para servirem de base para *benchmarking* dos seus negócios.

<sup>54</sup> Peça 151, p. 31.

<sup>55</sup> <https://www.brado.com.br/nossos-servicos/cargas-containerizadas/>

222. A inclusão de, pelo menos, **sete empresas com negócios distintos** daqueles sob análise, numa amostra de doze, introduz viés incontornável aos números computados a fim de permitir que eles possam, legítima e tecnicamente, serem considerados como os de um grupo de empresas comparáveis.

223. Em segundo lugar, mesmo que a amostra fosse composta apenas por empresas que operassem negócios similares aos diversos segmentos de atuação da BDO, não se poderia afirmar, por não estarem esses diversos negócios reunidos sob a gestão de cada uma das empresas da amostra, que os números eventualmente produzidos seriam capazes de expressar as sinergias de negócios e a gestão de custos de uma única empresa que empreendesse esse conjunto mais amplo de atividades.

224. A definição de grupo de comparáveis é um dos grandes desafios para a avaliação (*valuation*) de empresas de capital fechado (*private equity*) porque, como visto na revisão de literatura acima, essas empresas se propõem a criar valor mediante o estabelecimento de negócios originais e/ou baseados em tecnologias inovadoras.

225. Nesses termos, considerando que a adequação da amostra coletada para servir de grupo de empresas comparáveis é questionável, as projeções dos demais itens do fluxo de caixa da BDO elaboradas pela equipe de fiscalização não atendem aos requisitos de objetividade e segurança de que a estimativa de débito não exceda o real valor devido, conforme **exigidos pela IN/TCU 71/2012**.

226. Em sua derradeira instrução<sup>56</sup>, **a AudBancos não refutou as observações acima apresentadas** formalmente, mediante despacho.

227. Quanto à projeção do crescimento das receitas da BDO, valem as considerações apresentadas na seção que tratou da projeção do crescimento da OAP, razão pela qual ela também não atende aos requisitos de objetividade e segurança de que a estimativa de débito não exceda o real valor devido. Em outras palavras, ela também não se mostra apta a caracterizar o dano ao erário.

228. A título de exemplo sobre as dificuldades de definir o momento em que o crescimento específico das receitas da empresa sob avaliação é capturado pela economia como um todo (mercado), foram utilizados os dados da empresa BBM Logística, companhia aberta que opera nas áreas de transporte fracionado e gestão de transportes<sup>57</sup>:

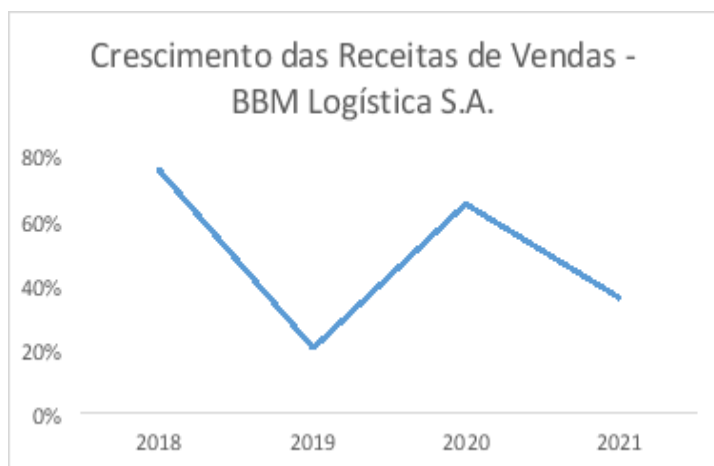
Receitas de Vendas Anuais da BBM Logística em Milhares de Reais 2017	289.750
2018	507.618
2019	608.880
2020	1.002.017
2021	1.356.199

229. A partir das demonstrações financeiras da empresa arquivadas na Comissão de Valores Mobiliários (CVM), vê-se que a média geométrica do crescimento das suas receitas de vendas, no período entre 2017 e 2021, é de 47%, sendo que o crescimento no primeiro ano do período foi de 75%, no segundo, de 19%, no terceiro, de 64% e, no quarto, de 35%.

230. Nota-se que tanto o crescimento geométrico médio quanto os crescimentos anuais são superiores ao crescimento da economia nos respectivos anos, sendo que os anuais são consideravelmente voláteis, como apresentados no gráfico abaixo:

<sup>56</sup> Peça 430.

<sup>57</sup> <https://ri.bbmllogistica.com.br/central-de-downloads/central-de-resultados/>



231. As características do crescimento das receitas de vendas da BBM Logística demonstram a excepcionalidade de crescimentos acima do incremento da economia e as dificuldades em projetar as receitas ano a ano e de estimar (sincronizar) o momento adequado de convergência desse crescimento individual com o do segmento em que a empresa opera e do mercado como um todo.

232. **Essas considerações também não foram refutadas pela AudBancos<sup>58</sup>.**

233. Em relação ao WACC, a equipe de fiscalização criticou explicitamente a adoção da taxa livre de risco americana de 3,1% porque a literatura colacionada prescreve 4,5%, o que teria redundado numa taxa livre de risco para o Brasil de 8%.

234. Também criticou o fato de a taxa livre de risco para o Brasil ser mais baixa do que a taxa Selic praticada em 2012. Por fim, o cômputo do WACC realizado pela equipe resultou na taxa de 14% a.a., que foi utilizada para descontar o fluxo de caixa livre projetado, conforme a metodologia anteriormente descrita.

235. Também aqui, para se demonstrar a **subjetividade e a dificuldade** de se estabelecer a taxa de desconto (WACC) com base no CAPM, foi consultado o site do professor Aswath Damodaran, que apresenta, para a data-base de 5/1/2014, os custos médios ponderados de capital de um grupo extenso de empresas de países emergentes, incluindo o Brasil<sup>59</sup>.

236. Conforme mencionado, a taxa de desconto médio das empresas de países emergentes é de 8,17% a.a. Quando se restringe a amostra às empresas que compõem o segmento de contêineres (com 280 empresas), a taxa de desconto observada é 7,74% a.a., ao passo que para o segmento de transporte – com 135 empresas – a taxa de desconto observada é de 7,26% a.a.

237. Esse exercício de comparação evidencia que a composição da amostra utilizada influencia diretamente os resultados computados, o que **enfraquece a objetividade da estimativa de débito** para além da fragilidade identificada na projeção do fluxo de caixa livre da BDO.

238. **A AudBancos, em sua última instrução<sup>60</sup>, não refutou essas considerações, por mim apresentadas mediante despacho<sup>61</sup>.**

### XIII

239. A dificuldade de se estabelecer grupo de empresas comparáveis é amplamente reconhecida pela literatura, especialmente para fins de cotejamento dos números de suas respectivas demonstrações contábeis<sup>62</sup>:

<sup>58</sup> Peça 430.

<sup>59</sup> <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

<sup>60</sup> Peça 430.

<sup>61</sup> Peça 412.

“Identificar comparáveis com as mesmas características operacionais é difícil. As correspondências entre firmas são normalmente estabelecidas por segmento, produto, tamanho ou alguma medida de risco, mas não existem duas firmas exatamente iguais. (...) Comparáveis são normalmente competidores que podem dominar (ou serem dominados) pela empresa que se está a avaliar e, assim, não serem comparáveis. Aumentar o número de comparáveis da amostra pode anular os erros de mensuração, mas pode diminuir a sua homogeneidade.” (tradução livre).

240. O problema da análise financeira para fins de tomada de decisões de investimentos é bem resumido nos seguintes termos<sup>63</sup>:

“Com ou sem o uso de experts, a técnica de análise financeira é falível. O processo de determinação de atributos financeiros aparentes da firma não altera os atributos genuínos. Expresso de forma mais simples, uma empresa em vias de se tornar insolvente pode apresentar boas demonstrações contábeis. Não invista com base em análise financeira a menos que esteja preparado para sofrer perdas.”

241. Vê-se, assim, que a literatura de finanças é cética quanto à objetividade intrínseca da análise financeira, o que, por si só, **importa riscos à aplicação dessas metodologias como base para estimativas de débitos** que atendessem aos pré-requisitos discutidos acima e permitissem o pleno atendimento aos princípios do contraditório e da ampla defesa.

242. No caso concreto, há dúvida se os grupos comparáveis (amostras) coletados pela equipe de fiscalização, conforme demonstrado até aqui, apresentavam as características de representatividade que permitissem que as projeções das demais linhas do fluxo de caixa expressassem, com razoável objetividade e de forma relevante, os atributos dos negócios das empresas OAP e BDO, que também não foram incorporados às projeções de suas receitas.

#### XIV

243. **Ante todo o exposto, não autorizei a formação de apartados de tomada de contas especial devido a fundadas dúvidas sobre a possibilidade de estimar dano ao erário que não excedesse seu valor real e, principalmente, sobre a possibilidade de afirmar que efetivamente ocorreu dano ao erário.**

244. Destaquei que seria improvável que, nos apartados, as supostas irregularidades apontadas pela AudBancos viessem a ser discutidas com mais profundidade e que fossem afastadas as dúvidas por mim postas e fundamentadas no despacho que denegou a constituição das tomadas de contas especiais.

245. Nesse sentido, **alinhei-me a precedentes deste Tribunal** no sentido de que a incerteza quanto ao montante e à própria existência do débito impunha o arquivamento da tomada de contas especial, por ausência de pressuposto de desenvolvimento válido e regular do processo, com fundamento no art. 201, § 3º, c/c o art. 212 do RI/TCU<sup>64</sup>.

246. Ressaltei que, ainda que as situações suscitadas neste processo não possam ser, conforme visto, qualificadas inequivocamente como irregulares, ilegítimas ou antieconômicas, tampouco ensejadoras de dano ao erário, não se desvaneceram as dúvidas sobre se o fundo não deveria ou não poderia ter procedido de forma diversa e, por isso, poderiam ser feitas considerações a respeito da atuação do FI-FGTS quando do exame de mérito do processo, levando em conta seus objetivos, seu objeto social, a natureza de suas operações e seus processos internos.

<sup>62</sup> Penman, Stephen H., Financial Statement Analysis and Security Valuation. ISBN-0-07-290333-3. McGraw-Hill, 2001. p. 43.

<sup>63</sup> Rees, Bill. Financial Analysis, Prentice Hall International (UK) Limited, 1995. ISBN-0-143-288283-3, p. 3.

Beaver, William. Ten commandments of Financial Statement Analysis. Financial Analysts' Journal. January-February, 47, nº 1, 7-9.

<sup>64</sup> Acórdão 6903/2018-2ª Câmara, de relatoria da ministra Ana Arraes.



247. Nessa linha de raciocínio, afirmei<sup>65</sup>:

“264. Encerrado o exame da proposta de formação de apartados de tomada de contas especial, é preciso registrar que decisões tomadas por gestores sempre poderão se apresentar como questionáveis sob diferentes prismas e por diferentes agentes e atores, mas nem sempre tais questionamentos se qualificarão como irregularidades comprovadas, à luz de parâmetros normativos, jurisprudenciais, doutrinários e operacionais aplicáveis aos casos, tampouco poderão dar margem a processos de responsabilização escoreitos neste Tribunal, com avaliação de nexos entre a irregularidade e a conduta culposa, ou dolosa, do agente público, de modo a viabilizar o pleno exercício do contraditório e da ampla defesa.

265. O não acatamento de propostas de instauração de tomadas de contas especiais não representa juízo de que as situações avaliadas e sobre as quais se levantaram objeções de diferentes naturezas devam deixar de ser discutidas.”

248. Nesse contexto, ordenei que a AudBancos elaborasse instrução final de mérito da auditoria contemplando as conclusões sobre as seguintes questões de auditoria propostas e não respondidas pela equipe:

“a) os investimentos do FI-FGTS, durante os exercícios de 2008-2015, foram efetivamente aplicados em seus setores elegíveis, consoante o art. 1º da lei 11.491/2007?

b) a aquisição das debêntures do BNDES, considerando a excepcionalidade desse investimento, representa risco à carteira do FI-FGTS? Tal excepcionalidade, permitida pela alteração do regulamento do FI-FGTS, obedeceu aos normativos vigentes?

c) considerando que a aquisição de debêntures do BNDES foi uma operação excepcional, é devida a cobrança de taxa de administração nos mesmos parâmetros dos demais investimentos?”.

249. Por fim, enfatizei que as constatações sobre fragilidades na regulamentação do FI-FGTS apontadas nos autos, e possíveis medidas a serem adotadas, também deveriam ser objeto da instrução de mérito.

250. Quando deneguei a constituição de apartados de tomadas de contas especial, ponderei que a metodologia utilizada para a precificação (fluxo de caixa livre descontado) dos investimentos realizados pelo FI-FGTS na Odebretch Ambiental (OAP) e na Brado Logística (BDO) não tem caráter determinístico e que, assim, o seu resultado é fortemente influenciado pelos parâmetros e premissas adotados pelos analistas/avaliadores<sup>66</sup>.

251. Ponderei que, da mesma forma que as avaliações que serviram de base para as negociações efetuadas pelo FI-FGTS eram passíveis de crítica, conforme apresentado no relatório de auditoria<sup>67</sup>, a estimativa de débito realizada pela equipe de fiscalização, a partir da utilização da mesma metodologia, também apresentava subjetividades que implicariam dificuldades insuperáveis para os responsáveis exercerem plenamente seu direito ao contraditório e à ampla defesa.

## XV

252. Os autos retornaram ao meu gabinete com nova instrução<sup>68</sup> da AudBancos e manifestação<sup>69</sup> do MP/TCU, que requereu a oportunidade de oficiar<sup>70</sup> nos autos após a instrução da unidade técnica.

<sup>65</sup> Peça 412, p. 48.

<sup>66</sup> Equity Valuation and Analysis, Russel Lundholm and Richard Sloam. McGraw-Hill Irwin. 2007. Chapter 8, Forecasting Details.

<sup>67</sup> Peça 151.

<sup>68</sup> Peça 430.

<sup>69</sup> Peça 436.

<sup>70</sup> Peça 427.

253. **A AudBancos e o MP/TCU não refutaram as considerações que fiz sobre a inadequação da estimativa de débito realizada pela equipe de fiscalização. As considerações sequer foram analisadas.**

254. A AudBancos **respondeu às questões de auditoria de forma lacônica** nos seguintes termos<sup>71</sup>:

“a) os investimentos do FI-FGTS, durante os exercícios de 2008-2015, foram efetivamente aplicados em seus setores elegíveis, consoante o art. 1º da lei 11.491/2007?”

A partir dos procedimentos aplicados, as evidências não foram suficientes para concluir pela não elegibilidade dos investimentos do FI-FGTS nos setores autorizados pelo normativo de regência (RA, peça 151, p. 49). Ou seja, raciocinando *a contrario sensu*, é lícito afirmar, no limite dos recursos utilizados pela equipe de fiscalização, que os investimentos do FI-FGTS, durante os exercícios de 2008-2015, foram aplicados em setores elegíveis, em consonância com o disposto no art. 1º da Lei 11.491/2007;

b) a aquisição das debêntures do BNDES, considerando a excepcionalidade desse investimento, representa risco à carteira do FI-FGTS? Tal excepcionalidade, permitida pela alteração do regulamento do FI-FGTS, obedeceu aos normativos vigentes?

Não e sim: A aquisição das debêntures do BNDES não representou risco à carteira do FI-FGTS, uma vez que o risco BNDES é o risco país (empresa 100% estatal); bem como não desobedeceu aos normativos vigentes, visto não se ter encontrado impedimento legal ou normativo para a operação (Instrução, peça 214, p. 18).

c) considerando que a aquisição de debêntures do BNDES foi uma operação excepcional, é devida a cobrança de taxa de administração nos mesmos parâmetros dos demais investimentos?

Sim. Não se verificaram óbices à cobrança de taxa de administração nos mesmos parâmetros para os demais investimentos em relação à aquisição de debêntures do BNDES pelo FI-FGTS, visto não se ter encontrado impedimento legal ou normativo para essa cobrança (Instrução, peça 214, p. 18).”

255. **As fragilidades na regulamentação do FI-FGTS apontadas nos autos e as possíveis medidas a serem adotadas para mitigá-las ou saná-las não foram objeto de elaboração nem de proposta de encaminhamento.**

256. Irresignada, mesmo sem ter refutado as dúvidas e incertezas lançadas sobre os procedimentos utilizados para estimativa do potencial dano ao erário, a AudBancos propôs a manutenção da proposta de conversão deste processo em tomada de contas especial:

“a) Rejeitar os argumentos da empresa Brado Logística realizada em sede de oitiva;

Converter o presente Relatório de Auditoria em duas Tomadas de Contas Especial, para fins de a citação solidária dos:

b.1) [diversos responsáveis]; e da Brado Logística S.A., empresa investida; com fundamento no art. 47 da Lei 8.443/1992, para que, no prazo de quinze dias, apresentem alegações de defesa e/ou recolham, solidariamente aos cofres do FI FGTS as quantias abaixo indicadas, atualizadas monetariamente a partir das respectivas datas até o efetivo recolhimento, abatendo-se na oportunidade a quantia eventualmente ressarcida, na forma da legislação em vigor, em decorrência das seguintes condutas irregulares:

[diversos responsáveis] por elaborarem o Relatório Final de Investimento #59/2013 com graves deficiências técnicas nas projeções e cálculos da valorização da Brado Logística S.A, em descumprimento aos art. 153, 158 e 159 da Lei 6.404/1976, causando prejuízo ao FI FGTS no

<sup>71</sup> Peça 427, p. 4.

valor de R\$ 152.796.184,00, na data base de 5/8/2013, conduta ilícita nos termos do art. 186 da Lei 10.406/2002; (itens 27-42; 65-74; 113-128, da instrução de peça 304);

[diversos responsáveis] por votarem pela aprovação do investimento da Brado Logística S.A. de R\$ 400 milhões junto ao comitê de gestão de fundos especiais por meio do Voto Sufes 21/2013 em grave omissão de análise diligente da documentação submetida, sendo apresentadas apenas justificativas genéricas e/ou insuficientes para o investimento, como a “importância do sistema ferroviário nacional”, “localização estratégica dos negócios da companhia” e “diversificação do *portfolio* do FI FGTS”, em descumprimento aos art. 153, 158 e 159 da Lei 6.404/1976, causando prejuízo ao FI FGTS no valor de R\$ 152.796.184,00, na data base de 5/8/2013, conduta ilícita nos termos do art. 186 da Lei 10.406/2002; (itens 27-42; 76-79; 113-128, da instrução de peça 304);

[diversos responsáveis] por aprovarem, por meio da Ata 04/13 #20 do Comitê de Gestão de Fundos Especiais, de 22/2/2013, o investimento de R\$ 400 milhões na Brado Logística S.A lastreado em Relatório Final de Investimento com *valuation* superestimada, tendo sido apresentado em ata, resumidamente, os números da operação e os dados da projeção econômica da empresa, sem estar registrado, por nenhum dos membros presentes, qualquer justificativa ou ressalva sobre os dados da operação, em descumprimento aos art. 153, 158 e 159 da Lei 6.404/1976, causando prejuízo ao FI FGTS no valor de R\$ 152.796.184,00, na data base de 5/8/2013, conduta ilícita nos termos do art. 186 da Lei 10.406/2002; (itens 27-42; 80-82; 113-128, da peça 304);

[diversos responsáveis] por aprovarem, por meio da Ata 01/13 #20 do Comitê de Investimento de Fundos Especiais e Carteiras Administradas, de 25/2/2013, o investimento de R\$ 400 milhões na Brado Logística S.A lastreado em Relatório Final de Investimento com *valuation* superestimada, tendo sido apresentado em ata, resumidamente, os números da operação e os dados da projeção econômica da empresa, sem estar registrado, por nenhum dos membros presentes, qualquer justificativa ou ressalva sobre os dados da operação, em descumprimento aos art. 153, 158 e 159 da Lei 6.404/1976, causando prejuízo ao FI FGTS no valor de R\$ 152.796.184,00, na data base de 5/8/2013, conduta ilícita nos termos do art. 186 da Lei 10.406/2002; e (itens 27-42; 83-85; 113-128 da peça 304);

a sociedade empresária Brado Logística S.A por fornecer ao FI FGTS projeções de crescimento sem amparo em seu histórico e em empresas comparáveis, contribuindo para que a aquisição de seu capital fosse realizada com assimetria de informação e sem respaldo técnico-literário e fornecer ao FI FGTS documento inábil (memorando de informação) para fins de integralização de capital, e não ter contratado formalmente um laudo de avaliação econômico-financeira com essa finalidade, em descumprimento aos art. 153, 158 e 159 da Lei 6.404/1976, causando prejuízo ao FI FGTS no valor de R\$ 152.796.184,00, na data base de 5/8/2013, conduta ilícita nos termos do art. 186 da Lei 10.406/2002. (itens 27-42; 75; 113-128, da peça 304)

Responsáveis	Débito, em R\$	Data-base
Adriana Cezar Nogueira Ribeiro	152.796.184,00	5/8/2013
Alexandra Camelo Braga		
Brado Logística S.A.		
Cassio Viana de Jesus		
Deusdina dos Reis Pereira		
Demerval Bicalho Carvalho		
Flávio Eduardo Arakaki		
Leonardo Caldenaro da Graça Caseiro		
Luiz Octavio Chaves		
Marcos Roberto Vasconcelos		
Odirley Araújo Rios		
Yussuke Aramaki		

b.2) [diversos responsáveis] e da Odebrecht Ambiental S.A., empresa investida; com fundamento no art. 47 da Lei 8.443/1992, para que, no prazo de quinze dias, apresentem alegações de defesa e/ou recolham, solidariamente aos cofres do FI FGTS as quantias abaixo indicadas, atualizadas monetariamente a partir das respectivas datas até o efetivo recolhimento, abatendo-se na oportunidade a quantia eventualmente ressarcida, na forma da legislação em vigor, em decorrência das seguintes condutas irregulares:

i) [diversos responsáveis] por elaborarem o Relatório Final de Investimento #67/2013 contendo graves deficiências técnicas nas projeções e cálculos da valorização da Odebrecht Ambiental, em descumprimento aos art. 153, 158 e 159 da Lei 6.404/1976, causando prejuízo ao FI FGTS no valor de R\$ 124.563.000,00, na data base de 27/12/2013, conduta ilícita nos termos do art. 186 da Lei 10.406/2002; (itens 43-62; 90-99; 113-128, da peça 304);

ii) [diversos responsáveis] por votarem pela aprovação de aquisição de ações da Odebrecht Ambiental de R\$ 315 milhões junto ao Comitê de Gestão de Fundos Especiais, por meio do Voto Sufes 152/2013, em grave omissão de análise diligente da documentação submetida, que tomou por base laudo com uma série de deficiências técnicas, em descumprimento aos art. 153, 158 e 159 da Lei 6.404/1976, causando prejuízo ao FI FGTS no valor de R\$ 124.563.000,00, na data base de 27/12/2013, conduta ilícita nos termos do art. 186 da Lei 10.406/2002; (itens 43-62; 101-103; 113-128, da peça 304);

iii) [diversos responsáveis] por aprovarem, por meio da Ata 24/13 do Comitê de Gestão de Fundos Especiais, de 12/9/2013, o investimento de R\$ 315 milhões na Odebrecht Ambiental lastreado em Relatório Final de Investimento com valuation superestimada, sem que se registrasse quaisquer questionamentos e/ou justificativas do valor calculado da empresa que serviu de parâmetro da operação, em descumprimento aos art. 153, 158 e 159 da Lei 6.404/1976, causando prejuízo ao FI FGTS no valor de R\$ 124.563.000,00, na data base de 27/12/2013, conduta ilícita nos termos do art. 186 da Lei 10.406/2002; (itens 43-62; 104-106; 113-128, da peça 304);

iv) [diversos responsáveis] por votarem pela aprovação de aquisição de ações da Odebrecht Ambiental de R\$ 315 milhões junto ao Comitê de Investimentos de Fundos Especiais e Carteiras Administradas, por meio do Voto Sufes 153/2013, em grave omissão de análise diligente da documentação submetida, que tomou por base laudo com uma série de deficiências técnicas, em descumprimento aos art. 153, 158 e 159 da Lei 6.404/1976, causando prejuízo ao FI FGTS no valor de R\$ 124.563.000,00, na data base de 27/12/2013, conduta ilícita nos termos do art. 186 da Lei 10.406/2002; (itens 43-62; 107; 113-128, da peça 304);

v) [diversos responsáveis] por aprovarem, por meio da Ata 06/13 do Comitê de Investimentos de Fundos Especiais e Carteiras Administradas, de 17/9/2013, o investimento de R\$ 315 milhões na Odebrecht Ambiental lastreado em Relatório Final de Investimento com valuation superestimada, sem que fosse registrada quaisquer análises ou justificativas dos valores da operação, em descumprimento aos art. 153, 158 e 159 da Lei 6.404/1976, causando prejuízo ao FI FGTS no valor de R\$ 124.563.000,00, na data base de 27/12/2013, conduta ilícita nos termos do art. 186 da Lei 10.406/2002; e (itens 43-62; 107-109; 113-128, da peça 304);

vi) a sociedade empresária Odebrecht Ambiental S.A., sucedida pela sociedade empresária BRK ambiental, por fornecer ao FI FGTS memorando de informação que tinha por objetivo realizar testes de recuperabilidade de perda de investimento, e não tinha por finalidade integralização de capital social e fornecer ao FI FGTS projeções que possuíam premissas sem amparo no histórico da empresa nem no mercado comparável, além de falhas técnico-literárias, o que contribuiu para que o aumento de capital social fosse realizada com assimetria de informação, caracterizando dano ao erário (FI FGTS), em descumprimento aos art. 153, 158 e 159 da Lei 6.404/1976, causando prejuízo ao FI FGTS no valor de R\$ 124.563.000,00, na data base de 27/12/2013, conduta ilícita nos termos do art. 186 da Lei 10.406/2002. (itens 43-62; 100; 113-128, da peça 304)

Responsáveis	Débito, em R\$	Data-base
Alenir de Oliveira Romanello		
Cassio Viana de Jesus		
Deusdina dos Reis Pereira		
Edna Lucia de Alencar Melo Camargo		
Flávio Eduardo Arakaki		
Luiz Octavio Chaves	124.563.000,00	27/12/2013
Odebrecht Ambiental S.A.		
Raelison da Silva Muniz dos Santos		
Renan Gaspar Paravani		
Yoshio Marcos Hashimoto		

(...)”.

257. O MP/TCU, representado pelo procurador Júlio Marcelo de Oliveira, concordou com a proposta encaminhada pela AudBancos. Em sua manifestação, o MP/TCU enfatizou a argumentação apresentada pela unidade instrutiva sem, contudo, apresentar novas evidências ou elementos de análise.

258. Em relação à aquisição, pelo FI-FGTS, das participações acionárias na empresa Brado Logística S.A. (BDO), a unidade instrutiva manteve o débito no mesmo montante proposto nas instruções anteriores – R\$ 153 milhões. Entretanto, o débito pela aquisição das participações acionárias na Odebrecht Ambiental S.A. (OAP), sucedida pela sociedade empresária BRK ambiental (BRK), foi reduzido de R\$ 280 milhões para R\$ 125 milhões.

259. A seguir, apresento os fundamentos da AudBancos, corroborados pelo MP/TCU, para a manutenção da proposta de constituição de dois apartados de tomadas de contas especial. Na sequência, esses fundamentos serão avaliados.

## XVI

### **Brado Logística S. A. (BDO)**

260. Em relação ao débito apurado na aquisição das participações acionárias na BDO, a AudBancos apontou que, pouco mais de dois anos após a transação, o FI-FGTS teve que promover ajuste de provisão por redução ao valor recuperável em R\$ 182 milhões, o que resultou em um saldo contábil de R\$ 217 milhões para ações originalmente adquiridas por R\$ 400 milhões.

261. Enfatizou que, por ser menor do que a estimativa de valor das ações calculada pelos auditores, o saldo contábil confirmaria que o débito apurado se revelou conservador.

262. A estimativa de valor elaborada pela equipe de fiscalização (R\$ 247 milhões), que serviu de base para o cálculo do débito, seria superior à média dos saldos contábeis da BDO, registrados no balanço do FI-FGTS entre 2015-2021 (R\$ 226 milhões), conforme apresentado na tabela abaixo:

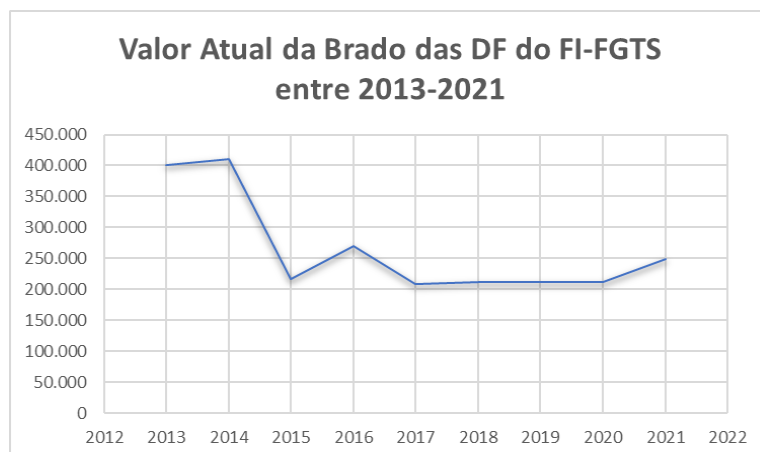
Ano	Valor de Equivalência Patrimonial da Brado nas DF do FI-FGTS (mil R\$)
2013	401.563
2014	410.381
2015	217.181
2016	269.219
2017	208.976
2018	211.197
2019	212.268
2020	212.175
2021	249.157

Fonte: DF do FI-FGTS referentes aos exercícios de 2013 a 2021 (peças 416-424)



263. Como o valor estimado das ações calculado pela equipe de fiscalização (R\$ 247 milhões) é apenas 8,7% diferente da média dos saldos contábeis registrados nos balanços patrimoniais do FI-FGTS entre 2015 e 2021 (R\$ 225,7 milhões), não restariam dúvidas de que o débito apurado pela equipe de fiscalização (R\$ 400 milhões – R\$ 247 milhões = R\$ 153 milhões) seria mais favorável aos responsáveis.

264. A unidade instrutiva concluiu que a equipe de fiscalização teria acertado o valor justo das ações da BDO porque usou método científico e apresentou gráfico com o valor contábil desse investimento registrado no balanço patrimonial do FI-FGTS ao longo dos anos:



Fonte: DF do FI-FGTS referentes aos exercícios de 2013 a 2021 (peças 415-424)

### **Odebrecht Ambiental S.A.**

265. Para confirmar a suposta superestimativa das ações da OAP quando da aquisição pelo FI-FGTS, a AudBancos comparou a aquisição de ações da Foz do Brasil S.A. – antiga denominação da OAP –, realizada em 2009, com aquela a ocorrida em 2013.

266. No primeiro caso, o FI-FGTS adquiriu, em 9/10/2009, 129.846.574 ações ao preço de R\$ 650 milhões, correspondente a 26,53% do capital da empresa.

267. Em 18/12/2013, o FI-FGTS adquiriu 25.475.625 novas ações por R\$ 315 milhões, correspondente a 3,47% do capital social da OAP.

268. A unidade instrutiva procedeu à atualização do valor pago em 2009 pelo IPCA até dezembro de 2013 (R\$ 828,2 milhões) para concluir que, a valores correntes de dezembro de 2013, o FI-FGTS teria pago R\$ 31,2 milhões (R\$ 828,2 milhões/26,53), em 2009, por ponto percentual de participação na empresa Foz, atual OAP, contra R\$ 90,8 milhões (R\$ 315 milhões/3,47), em 2013, por ponto percentual da nova aquisição, o que representaria um pagamento quase três vezes maior quatro anos mais tarde.

269. Se a comparação entre as duas aquisições for realizada com base nos valores correntes de dezembro de 2013 e na quantidade de ações adquiridas em cada ocasião, o FI-FGTS teria desembolado quase o dobro do valor na segunda aquisição<sup>72</sup>.

270. Assim, a unidade instrutiva afirma que houve dano aos cofres do FI-FGTS e que, mesmo que se questionasse a extensão desse débito, sua ocorrência seria insofismável.

271. Para reforçar sua conclusão, a AudBancos empregou método similar ao descrito no caso da BDO. Após explicação sobre a transformação da OAP na empresa BRK Ambiental S.A., de cujo

<sup>72</sup> Em 2009: R\$ 828.274,00 / 129.846.574 = R\$ 6,37.

Em 2013: R\$ 315 mil / 25.475.625 = R\$ 12,36.

Comparação: R\$ 12,36 / 6,37 = 1,94.

capital social o FI-FGTS detém participação de 30%, foi apresentada tabela contendo o valor da equivalência patrimonial das ações adquiridas em 2013, o valor de equivalência patrimonial do total de ações e as ações detidas pelo FI-FGTS na OAP e na BRK Ambiental – Centro Norte Participações S.A. ao longo do período de 2012 a 2017:

Ano	2012	2013	2014	2015	2016	2017
<b>Valor da equivalência patrimonial das ações adquiridas 2013 (R\$)</b>	0	167.894	190.437	197.131	184.030	192.737
<b>Valor de equivalência patrimonial do Total de ações (R\$)</b>	677.954	1.023.630	1.161.075	1.201.884	1.122.013	1.175.096
<b>Ações detidas</b>	129.846.574	155.322.199	510.551.593	510.551.593	510.551.593	415.699.980

Fonte: DF do FI-FGTS referentes aos exercícios de 2012 a 2017 (peças 415-420)

272. O ponto enfatizado pela AudBancos é que, já no ano de 2013, logo após a aquisição da participação na OAP, o registro do valor contábil dessa participação no balanço patrimonial do FI-FGTS apresentava o montante de R\$ 168 milhões contra os R\$ 315 milhões investidos na transação.

273. A unidade instrutiva anotou que essa participação, por cinco exercícios, esteve contabilizada por valores inferiores aos R\$ 315 milhões investidos pelo FI-FGTS e concluiu que o débito a ser imputado aos responsáveis deveria ser alterado para R\$ 124.563 mil<sup>73</sup>, que resultou da subtração do montante investido e a mediana dos registros contábeis entre 2013 e 2017.

274. A AudBancos argumenta, por fim, que a equipe de fiscalização se valeu do método fluxo de caixa descontado, que a estimativa de valor das ações da BDO revelou-se precisa ante as perdas reconhecidas pelo FI-FGTS (*impairment*) para esse investimento e que não seria aceitável que os gestores do FI-FGTS adquirissem ações de empresas sem cotação de mercado sem utilizar método científico de *valuation*. Reconhece as limitações do método utilizado pela equipe de fiscalização, mas afirma que essa é a melhor alternativa que se conhece para fugir do arbítrio.

275. Em essência e no geral, o MP/TCU, em sua manifestação, discorre sobre os pontos acima já assinalados, que, no seu entender, seriam suficientes para embasar a proposta da AudBancos.

276. O MP/TCU, diferentemente da unidade instrutiva, foi mais específico ao mencionar a crítica da equipe de fiscalização quanto às premissas utilizadas nos estudos que embasaram as aquisições das participações societárias pelo FI-FGTS na BDO e na OAP sem, contudo, fazer referência, análise ou refutação ao conteúdo do despacho à peça 412, em que essa questão foi tratada à exaustão.

277. Passo a analisar reiteração da proposta de conversão do processo em tomada de contas especial feita pela AudBancos e seguida pelo MP/TCU em razão dos novos argumentos apresentados.

## XVII

278. Para atestar a boa estimativa que fez do suposto prejuízo sofrido pelo FI-FGTS com os investimentos na BDO e na OAP, a unidade instrutiva buscou demonstrar a convergência entre os resultados do *valuation* por ela elaborado com os registros contábeis das perdas por redução ao valor recuperável das participações acionárias (*impairment*), reconhecidas nas demonstrações do FI-FGTS.

279. Até o exercício de 2017, os investimentos em ações sem cotações em bolsa eram avaliados da seguinte forma no balanço patrimonial do FI-FGTS<sup>74</sup>:

“c.4 Ações sem cotação em Bolsa de Valores

<sup>73</sup> R\$ 315.000,00 – R\$ 190.437,00 = R\$ 124.563,00.

<sup>74</sup> Peça 420, p. 16.

As ações sem cotação em Bolsa de Valores ou em mercados de balcão organizado são avaliadas pelo seu valor de equivalência patrimonial, atualizado com base nas demonstrações financeiras das respectivas Companhias investidas, acrescido ou deduzido, conforme o caso, do ágio ou deságio registrado à época da aquisição do investimento e ajustado, caso aplicável, por redução ao valor recuperável (vide nota explicativa nº 4.c.6).

O ágio é representado pela diferença positiva entre o valor pago e/ou a pagar pela aquisição e o valor patrimonial da parcela do capital da companhia adquirida.”

280. Isso significa que os investimentos devem ser registrados no balanço patrimonial por montante que represente o percentual do patrimônio líquido da empresa investida que seja de propriedade da empresa investidora. Se o valor efetivamente pago na transação for superior àquele montante, registra-se um ágio. Se for menor, registra-se um deságio.

281. Exemplificativamente, o valor do patrimônio líquido de uma empresa investida era de R\$ 100,00 e uma empresa investidora adquiriu 20% do capital social da primeira por R\$ 25,00. Nesse caso, o investimento deveria ser registrado no balanço patrimonial da empresa investidora, pelo método da equivalência patrimonial, por R\$ 20,00 ( $R\$ 100,00 \times 20\%$ ), e os R\$ 5,00 restantes como ágio. No caso de o preço de aquisição ter sido, por exemplo, R\$ 15,00, a empresa investidora registraria esse investimento por R\$ 20,00 ( $R\$ 100,00 \times 20\%$ ) e um deságio de R\$ 5,00.

282. Adicionalmente, a entidade investidora deverá, se necessário, constituir provisão para redução ao valor recuperável de ativos financeiros. Transcrevo nota explicativa às demonstrações financeiras do FI-FGTS de 2017:

“c.6 Provisão para redução ao valor recuperável de ativos financeiros. Os valores contábeis dos ativos financeiros são revisados a cada data de balanço para avaliar se há necessidade de reconhecimento de provisão para redução ao valor recuperável dos investimentos que não sejam contabilizados a valor justo. Caso exista a referida indicação, estima-se o valor a recuperar do ativo e se reconhece a provisão para redução ao valor recuperável, caso o valor contábil seja superior ao seu valor recuperável. Caso os aspectos que determinaram o reconhecimento de provisão para redução ao valor recuperável do ativo em períodos anteriores não mais se façam presentes, é feita a reversão da referida provisão, até o limite do saldo da mesma. Essa revisão é efetuada, no mínimo, uma vez ao ano e os acréscimos/decréscimos são reconhecidos no resultado do exercício.”

283. A cada ano, então, a entidade investidora deve avaliar se há necessidade de reconhecer provisão para redução ao valor recuperável dos investimentos que não sejam contabilizados a valor justo. Esse procedimento é normatizado pelo pronunciamento técnico CPC 01 (R1) – redução ao valor recuperável de ativos – do Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC).

284. O objetivo desse pronunciamento é assegurar que os ativos da entidade sejam registrados contabilmente por valores que não excedam seus valores de recuperação<sup>75</sup>.

285. Essa norma contábil também prescreve que a entidade investidora deverá avaliar, ao final de cada exercício, se há alguma indicação de que o ativo possa ter sofrido desvalorização. Havendo essa indicação, a entidade deve estimar o valor recuperável<sup>76</sup> do ativo.

---

<sup>75</sup> Objetivo

1. O objetivo deste Pronunciamento Técnico é estabelecer procedimentos que a entidade deve aplicar para assegurar que seus ativos estejam registrados contabilmente por valor que não exceda seus valores de recuperação. Um ativo está registrado contabilmente por valor que excede seu valor de recuperação se o seu valor contábil exceder o montante a ser recuperado pelo uso ou pela venda do ativo. Se esse for o caso, o ativo é caracterizado como sujeito ao reconhecimento de perdas, e o Pronunciamento Técnico requer que a entidade reconheça um ajuste para perdas por desvalorização. O Pronunciamento Técnico também especifica quando a entidade deve reverter um ajuste para perdas por desvalorização e estabelece as divulgações requeridas.

<sup>76</sup> Valor recuperável de um ativo ou de unidade geradora de caixa é o maior montante entre o seu valor justo líquido de despesa de venda e o seu valor em uso.

286. Embora seja impossível prever todas as situações que levam um ativo a sofrer desvalorização, o pronunciamento técnico CPC 01 descreve um conjunto de circunstâncias que, no mínimo, devem ser consideradas pela entidade investidora:

“Fontes externas de informação

(a) há indicações observáveis de que o valor do ativo diminuiu significativamente durante o período, mais do que seria de se esperar como resultado da passagem do tempo ou do uso normal;

(b) mudanças significativas com efeito adverso sobre a entidade ocorreram durante o período, ou ocorrerão em futuro próximo, no ambiente tecnológico, de mercado, econômico ou legal, no qual a entidade opera ou no mercado para o qual o ativo é utilizado;

(c) as taxas de juros de mercado ou outras taxas de mercado de retorno sobre investimentos aumentaram durante o período, e esses aumentos provavelmente afetarão a taxa de desconto utilizada no cálculo do valor em uso de um ativo e diminuirão materialmente o valor recuperável do ativo;

(d) o valor contábil do patrimônio líquido da entidade é maior do que o valor de suas ações no mercado;

Fontes internas de informação

(e) evidência disponível de obsolescência ou de dano físico de um ativo;

(f) mudanças significativas, com efeito adverso sobre a entidade, ocorreram durante o período, ou devem ocorrer em futuro próximo, na extensão pela qual, ou na maneira na qual, um ativo é ou será utilizado. Essas mudanças incluem o ativo que se torna inativo ou ocioso, planos para descontinuidade ou reestruturação da operação à qual um ativo pertence, planos para baixa de ativo antes da data anteriormente esperada e reavaliação da vida útil de ativo como finita ao invés de indefinida;

(g) evidência disponível, proveniente de relatório interno, que indique que o desempenho econômico de um ativo é ou será pior que o esperado;

Dividendo de controlada, empreendimento controlado em conjunto ou coligada

(h) para um investimento em controlada, empreendimento controlado em conjunto ou coligada, a investidora reconhece dividendo advindo desse investimento e existe evidência disponível de que:

(i) o valor contábil do investimento nas demonstrações contábeis separadas excede os valores contábeis dos ativos líquidos da investida reconhecidos nas demonstrações consolidadas, incluindo eventual ágio por expectativa de rentabilidade futura (*goodwill*); ou

(ii) o dividendo excede o total de lucro abrangente da controlada, empreendimento controlado em conjunto ou coligada no período em que o dividendo é declarado.”

287. Vê-se que as circunstâncias apontadas pelo normativo são de caráter econômico, gerencial ou operacional subsequentes ao momento de aquisição do investimento. Essa averiguação é prévia ao teste de recuperação do ativo e **não serve de base para confirmar ou infirmar os estudos de avaliação que embasaram a negociação dos ativos adquiridos**, porque têm como referência efeitos subsequentes àqueles que vigiam anteriormente e serviram como parâmetros de *valuation* no passado.

288. O item 14 do pronunciamento técnico CPC 01 deixa clara a visão prospectiva do teste de recuperação do ativo:

---

Valor justo é o preço que seria recebido pela venda de um ativo ou que seria pago pela transferência de um passivo em uma transação não forçada entre participantes do mercado na data de mensuração.

Valor em uso é o valor presente de fluxos de caixa futuros esperados que devem advir de um ativo ou de unidade geradora de caixa.

“14. Evidência proveniente de relatório interno que indique que um ativo pode ter se desvalorizado inclui a existência de:

(a) fluxos de caixa para adquirir o ativo ou necessidades de caixa subsequentes para operar ou mantê-lo, que sejam significativamente mais elevadas do que originalmente orçadas;

(b) fluxos de caixa líquidos realizados ou lucros ou prejuízos operacionais gerados pelo ativo, que são significativamente piores do que aqueles orçados;

(c) queda significativa nos fluxos de caixa líquidos orçados ou no lucro operacional, ou aumento significativo no prejuízo orçado, gerados pelo ativo; ou

(d) prejuízos operacionais ou saídas de caixa líquidas advindos do ativo, quando os números do período atual são agregados com números orçados para o futuro.”

289. Nesses termos, **é tecnicamente incorreto** utilizar os valores das perdas por redução ao valor recuperável dos ativos como instrumento para confirmar ou infirmar avaliações econômico-financeiras (*valuations*) realizadas previamente, conforme pretendeu a unidade instrutiva.

290. A despeito da característica prospectiva do teste de recuperação do ativo, os investimentos na Brado Logística (BDO) **estavam registrados no balanço do FI-FGTS, em 2013 e 2014, por valores superiores ao de aquisição** (R\$ 401,5 milhões e R\$ 410,8 milhões, respectivamente), o que significa que, subvertida a lógica prospectiva do teste, esses números contábeis também poderiam servir para referendar os estudos de avaliação econômico-financeira (*valuations*) que foram utilizados na negociação, tendo em vista que os números contábeis de 2013 e 2014 foram produzidos em datas mais próximas à data de elaboração dos *valuations*.

291. Entretanto, esse argumento não é válido, pela mesma razão que não infirma nem confirma os estudos de avaliação realizados pela equipe de fiscalização: o teste anual de recuperação do ativo é prospectivo e não avalia a qualidade de estudos econômico-financeiros anteriores. Apenas requer a incorporação de efeitos econômicos, operacionais e gerenciais subsequentes que possam alterar o valor recuperável do ativo.

292. Da mesma forma, assim como foi observado em relação à BDO, os valores contábeis de 2013 e 2014 dos investimentos na OAP registrados no balanço patrimonial do FI-FGTS não podem ser usados como parâmetro para confirmar ou infirmar a razoabilidade dos estudos que embasaram essa negociação, conforme defendeu a unidade instrutiva.

293. Examinando as demonstrações financeiras do FI-FGTS<sup>77</sup>, identifiquei que, de 2013 a 2017<sup>78</sup>, apenas em 2016 – ano em que houve cisão de parte da OAP (Odebrecht Ambiental Participações S.A.), que passou a compor a empresa Odebrecht Participações em Saneamento S.A. – foram reconhecidos R\$ 8,6 milhões em provisões para redução ao valor recuperável no investimento nessa empresa.<sup>79</sup>

294. A partir de 2018, todos os investimentos em empresas sem cotação em bolsa passaram a ser avaliados pelos seus valores econômicos nas demonstrações contábeis do FI-FGTS<sup>80</sup>:

“c.4 Ações sem cotação em Bolsa de Valores

Conforme descrito na nota explicativa 3.a, a partir do exercício corrente, as ações sem cotação em bolsas de valores ou mercado de balcão organizado serão avaliadas pelo seu valor econômico, determinado por meio de laudo de avaliação elaborado por empresa independente.

Até dezembro de 2017 os investimentos do Fundo em ações sem cotação em bolsa estavam avaliados pelo seu valor de equivalência patrimonial, atualizado com base nas

<sup>77</sup> Peças 416-424.

<sup>78</sup> Peça 416, p. 21, peça 417, p. 24, peça 418, p. 22, peça 419, p. 25, e peça 420, p. 28.

<sup>79</sup> Peça 416, p. 26.

<sup>80</sup> Peça 421, p. 16.



demonstrações financeiras das respectivas Companhias investidas, acrescido ou deduzido, conforme o caso, do ágio ou deságio registrado à época da aquisição do investimento e ajustado, caso aplicável, por redução ao valor recuperável.”

295. A diferença metodológica entre os dois critérios contábeis, na prática, é que, anteriormente a 2018, o valor de recuperação do ativo, conforme definido na nota de rodapé número **Error! Bookmark not defined., Error! Reference source not found.** transcrita, servia apenas para reduzir o registro contábil caso este fosse maior. Posteriormente, caso o valor de recuperação estimado do ativo fosse maior do que o contábil, o FI-FGTS reconheceria um ganho (receita).

296. Em 31/12/2017, os valores contábeis pelos quais os investimentos na Odebrecht Ambiental Participações S.A. e BRK Ambiental Participações S.A. estavam registrados no balanço patrimonial do FI-FGTS eram de R\$ 17,4 milhões e R\$ 1,1 bilhão, respectivamente<sup>81</sup>.

297. No início de 2018, o FI-FGTS adquiriu 90.600 ações ordinárias da empresa BRK Ambiental - Centro Norte pelo preço de R\$ 90,6 milhões<sup>82</sup>.

298. Em 2019, houve a fusão das empresas Odebrecht Ambiental Participações S.A. e BRK Ambiental Participações S.A., que passaram a constituir a BRK Ambiental Participações Saneamento S.A.

299. Posteriormente, em 2020, a empresa BRK Ambiental - Centro Norte foi incorporada à empresa BRK Ambiental Participações Saneamento S.A.

300. Para identificar os ganhos ou perdas por valor econômico dessas três empresas reconhecidos pelo FI-FGTS nas suas demonstrações financeiras a partir de 31/12/2018, conforme a mudança de critério contábil referida anteriormente, é preciso somar os valores dos registros contábeis desses investimentos no início do exercício de 2018 e compará-los com os valores econômicos pelos quais foram avaliados ao final de cada exercício até 31/12/2021.

301. Como visto nos parágrafos anteriores, a soma dos registros contábeis desses ativos, no início de 2018, era de R\$ 1,2 bilhão (R\$ 90,6 milhões + R\$ 1,1 bilhão + R\$ 17,4 milhões).

302. A mensuração desses ativos em milhares de reais, a partir do novo critério adotado em 2018, é apresentada:

Registro contábil e a acumulação de ganhos e perdas em razão das estimativas de valor econômico das empresas que compõem o grupo de empresas BRK e OAP. (R\$ mil)

Registro contábil 2018	–	Ajuste a valor justo – 2018	Registro contábil 2019	–	Ajuste a valor justo – 2019	Registro contábil 2020	–	Ajuste a valor justo – 2020	Registro contábil 2021	–	Ajuste a valor justo – 2021
1.265.696		1.355.744 <sup>83</sup>	2.621.440		355.603 <sup>84</sup>	2.977.043		-285.473 <sup>85</sup>	2.691.570		525.704 <sup>86</sup>

303. Observa-se que o total de R\$ 1,9 bilhão (R\$ 1.355.744 mil + R\$ 355.603 mil – R\$ 285.473 mil + 525.704 mil) foi reconhecido como ganho (receita) líquido por aumento da estimativa de valor econômico pelo FI-FGTS no investimento realizado nas empresas que passaram a compor o investimento na OAP S.A., comparados à perda de R\$ 8,6 milhões, conforme acima indicado.

<sup>81</sup> Peça 420, p. 28.

<sup>82</sup> Peça 420, p. 30-31.

<sup>83</sup> Peça 421, p. 31.

<sup>84</sup> Peça 422, p. 28.

<sup>85</sup> Peça 423, p. 26.

<sup>86</sup> Peça 424, p. 24.

304. Tanto no caso do critério contábil anterior quanto no atual, o avaliador independente contratado pelo FI-FGTS utiliza o método do fluxo de caixa descontado para avaliar os investimentos e chegar aos valores de recuperação dos ativos<sup>87</sup>:

“a. BRK Ambiental Participações S.A.

(...)

Em 31 de dezembro de 2022, o FI-FGTS efetuou a atualização do valor justo do investimento em ações da BRK Ambiental com base em laudo de avaliação, elaborado por avaliador independente, KPMG Corporate Finance Ltda.

Abaixo segue descrição das principais premissas utilizadas, no laudo de avaliação de 2021, pelo avaliador independente:

- Padrão de valor: Valor justo;
- Data-base da Avaliação: 31 de dezembro de 2021;
- Período de projeção: De acordo a cada contrato de concessão e adendos apresentados pela Administração;
- Moeda de projeção: Os fluxos de caixa foram projetados em milhares de Reais (R\$ 000) em termos nominais (considerando o efeito inflacionário), exceto quando identificado. A projeção apresentada representa o Fluxo de Caixa Livre para o Acionista (Free Cash Flow to Equity);
- Taxa de desconto: A taxa de desconto foi projetada de acordo com a metodologia do CAPM (Capital Asset Pricing Model), em Reais e em termos nominais (considerando a inflação), e foi projetada de forma variável, a fim de refletir a alavancagem da BRK ao longo do período de projeção. É importante ressaltar que os fluxos de caixa foram descontados no meio do período;
- Valor Terminal: Para o cálculo do valor terminal considerou-se o saldo do capital de giro e ativo imobilizado líquido (se aplicável) do último ano do período projetivo de cada ativo em específico, descontado pelo fator de meio período para obtenção do valor presente incorporando-o a estimativa/expectativa de valor justo final;
- Ajustes: Ativos e passivos não-operacionais não foram considerados nas projeções de fluxo de caixa livre para o Acionista. Os saldos, quando observados, foram tratados separadamente;
- Premissas Específicas: As projeções foram baseadas (i) nos demonstrativos contábeis fornecidos pela administração da Empresa; (ii) em informações gerenciais disponibilizadas pela Empresa; e (iii) em informações públicas de mercado. As premissas, discutidas e analisadas pela KPMG, consideradas na análise foram definidas e disponibilizadas pela BRK, de acordo com sua experiência e expectativa futura sobre as atividades que desempenha e são referentes a: i) período projetivo das empresas; ii) Receita Operacional Bruta, iii) Impostos e Deduções, iv) Custos Operacionais, v) Despesas Operacionais, vi) Depreciação e Amortização, vii) Impostos Diretos, viii) Capital de Giro, ix) Capex (novos investimentos), x) Endividamento e xi) Ativos e passivos não-operacionais.”

305. Embora os métodos utilizados nos critérios contábeis de mensuração desses ativos não sirvam para confirmar ou refutar a razoabilidade dos *valuations* que embasaram a realização das transações, conforme explicado, os ganhos registrados nas demonstrações financeiras também poderiam ser usados para dizer que **esses investimentos renderam lucro de quase R\$ 2 bilhões ao FI-FGTS, caso o período de análise adotado pela AudBancos, em sua última instrução, se estendesse ao ano de 2021, conforme ocorreu na averiguação da aquisição da BDO.**

---

<sup>87</sup> Peça 424, p. 25-26

306. Adite-se que as demonstrações financeiras do FI-FGTS têm sido auditadas por empresas de auditoria independente (PricewaterhouseCoopers e KPMG em períodos alternados) entre os exercícios de 2013 e 2021.

307. Assim, as comparações com as provisões para perda nos valores recuperáveis dos investimentos na OAP e na BDO, reconhecidas nas demonstrações financeiras do FI-FGTS, **não servem para fundamentar a asserção de que as estimativas de débito elaboradas pela AudBancos são conservadoras.**

308. A comparação entre a primeira aquisição de ações da OAP, em 2009, e a segunda, em 2013, também não confirma que a última operação estaria superavaliada apenas em razão de o seu preço ter sido mais alto.

309. O princípio de que o valor de um ativo é igual ao valor presente dos fluxos de caixa esperados do investimento realizado é amplamente reconhecido nos manuais e na literatura acadêmica de finanças<sup>88</sup>.

310. Também é pacificado que as condições dos novos estados da economia e da gestão dos negócios influenciam<sup>89</sup> o crescimento, o decréscimo, o aparecimento e o desaparecimento de negócios e empresas, o que requer que, periodicamente, sejam realizadas novas avaliações das empresas e dos investimentos.

311. Dessa forma, o fato de a transação de 2009 ter custado cerca de metade da de 2013, em valores constantes, por si só, não significa que a segunda transação estivesse superestimada. A atualização monetária do preço anterior e a simples comparação com o preço de 2013 não tem substância econômica nem suporte na literatura que permitam formar juízo sobre a transação posterior.

312. As avaliações independentes constantes das demonstrações financeiras do FI-FGTS confirmam os princípios de finanças que prescrevem que as mensurações de investimentos devem ter visões prospectivas e não estáticas e, assim, ser realizadas periodicamente.

313. No último despacho<sup>90</sup>, **expressei minha preocupação acerca da necessidade de adoção de critérios de auditoria que resultassem em estimativas de débitos objetivas** e da precisão na especificação de condutas dos responsáveis a fim de que os princípios do contraditório e da ampla defesa fossem preservados.

314. Demonstrei, naquela manifestação, que a elaboração de estudos de avaliação econômico-financeira (*valuation*) envolve, por definição, julgamentos subjetivos para a definição dos parâmetros e premissas a serem utilizados na sua modelagem, que serão sempre passíveis de críticas.

315. Isso não significa que esses estudos sejam desprovidos de razoabilidade, tampouco que sejam inaptos a produzir estimativas de referências para a quantificação de eventuais prejuízos. Entretanto, a discussão sobre a razoabilidade de premissas e parâmetros, em razão do grau de subjetividade envolvido, pode dificultar a especificação objetiva da conduta que se deveria esperar do elaborador da análise e do gestor responsável pela tomada de decisão. Essas dificuldades tornam-se exponenciais quando o momento da crítica ocorre alguns anos após a elaboração dos estudos de avaliação econômico-financeira.

316. Além disso, os parâmetros e as premissas poderão sempre ser contestados, por mais laborioso e zeloso que tenha sido seu processo de construção. É nesse contexto que se inserem tanto as

---

<sup>88</sup> Stephen Penman, *Accounting for Value*, Columbia Business School Publishing, 2012, Chapter 2, Return do Fundamentals, p. 17-18.

<sup>89</sup> *Equity Valuation and Analysis*, Russel Lundholm and Richard Sloam. McGraw-Hill Irwin. 2007. Chapter 8, Forecasting Details.

<sup>90</sup> Peça 412.

críticas realizadas pela equipe de fiscalização aos relatórios de análise que embasaram as transações quanto as ponderações e as considerações que enderecei ao trabalho realizado pela AudBancos.

317. **A não refutação das considerações elaboradas na minha manifestação anterior apenas ressalta o caráter subjetivo dessa matéria e a dificuldade de responder de forma inequívoca a eventuais contestações sobre a preferência ou adoção de premissas e parâmetros.**

318. Assim, em relação aos auditados, a natureza subjetiva da matéria sobreleva a dificuldade do exercício do contraditório e da ampla defesa.

319. Por fim, **não procede** a afirmação da AudBancos de que as aquisições de BDO e OAP pelo FI-FGTS **foram realizadas de forma arbitrária**, sem tomar por base estudos de avaliação econômico-financeira. Veja-se que na proposta de citação elaborada pela própria unidade instrutiva, as supostas condutas irregulares imputadas aos responsáveis fazem referência à aprovação de investimento “**lastreado em Relatório Final de Investimento com valuation**”.

320. Não foram apontados descumprimentos, por parte dos gestores do FI-FGTS, de quaisquer cláusulas específicas dos regulamentos do fundo.

321. As falhas de governança e controles internos indicadas no relatório de fiscalização, mas pouco exploradas e elaboradas, poderiam servir de base para a melhoria de gestão do fundo e aprimorar o calibre dos direcionamentos de recursos ao setor de infraestrutura do país **caso tivessem sido observadas as diretrizes de fiscalização traçadas pelo acórdão 1236/2016-Plenário**. Não foram.

322. Assim, o processo deve ser encerrado nos termos do art. 169, V, do RI/TCU.

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

TCU, Sala das Sessões, em 3 de abril de 2024.

**WEDER DE OLIVEIRA**  
Relator

## ACÓRDÃO Nº 627/2024 – TCU – Plenário

1. Processo nº TC 031.782/2016-7.
- 1.1. Apensos: 010.198/2018-0; 039.837/2020-3.
2. Grupo II – Classe V – Assunto: Relatório de Auditoria.
3. Interessados/Responsáveis:
  - 3.1. Responsáveis: Adriana César Nogueira Ribeiro (566.883.856-00); Alenir de Oliveira Romanello (148.180.001-91); Alexsandra Camelo Braga (796.572.811-72); Brado Logística S.A. (03.307.926/0001-12); Cássio Viana de Jesus (321.010.338-01); Dermeval Bicalho Carvalho (487.473.439-15); Deusdina dos Reis Pereira (539.512.396-20); Edna Lúcia de Alencar Melo Camargo (596.888.824-53); Ernst & Young Assessoria Empresarial Ltda. (59.527.788/0001-31); Flávio Eduardo Arakaki (283.844.958-31); Leonardo Calderaro da Graça Caseiro (289.975.748-25); Luiz Octávio Chaves (147.992.308-75); Marcos Roberto Vasconcelos (740.661.299-00); Odebrecht Ambiental S.A. (09.437.097/0001-79); Odebrecht Transport S.A. (12.251.483/0001-86); Odirley Araújo Rios (004.840.145-52); Rauélison da Silva Muniz dos Santos (485.157.015-53); Renan Gaspar Paravani (223.678.158-01); Yoshio Marcos Hashimoto (719.229.209-59); Yussuke Aramaki (075.541.838-77).
4. Entidades: Banco Central do Brasil; Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social; Caixa Econômica Federal; Fundação Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística; Fundo de Investimento do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço.
5. Relator: Ministro-Substituto Weder de Oliveira.
6. Representante do Ministério Público: Procurador Júlio Marcelo de Oliveira.
7. Unidade Técnica: Unidade de Auditoria Especializada em Bancos Públicos e Reguladores Financeiros (AudBancos).
8. Representação legal: Grazielle Fernandes Pettene, Denilson Ribeiro de Sena Nunes (OAB/RJ 96.320) e outros, representando Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social; Camila Flexa Padilha (OAB/DF 61.680), André Gustavo Isola Fonseca (OAB/SP 119.423) e outros, representando Brado Logística S.A.; Poliane Carvalho Almeida, Bruna Silveira Sahadi (OAB/DF 40.606) e outros, representando Ernst & Young Assessoria Empresarial Ltda.; Felipe Gregório de Velloso Vianna, Jefferson Lourenço dos Santos e outros, representando Odebrecht Ambiental S.A.; Matheus Feitosa Gomes de Oliveira, Bruno Rodrigo Gobby Ducati (OAB/SP 190.589) e outros, representando Caixa Econômica Federal; Antônio Victor da Costa Hidd Mendes Pereira (OAB/DF 62.768), Diego Guedes da Silva (OAB/DF 51.349) e outros, representando Deusdina dos Reis Pereira.
9. Acórdão:

VISTOS, relatados e discutidos estes autos de fiscalização realizada no Fundo de Investimento do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FI-FGTS), com o intuito de avaliar seu desempenho e a legalidade dos seus investimentos.

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

  - 9.1. encerrar o processo e arquivar os autos, nos termos do art. 169, V, do RI/TCU;
  - 9.2. dar ciência dessa deliberação aos responsáveis e aos interessados;
  - 9.3. informar aos interessados que o inteiro teor da presente deliberação estará disponível para consulta no dia seguinte à sua oficialização, no endereço [www.tcu.gov.br/acordaos](http://www.tcu.gov.br/acordaos).
10. Ata nº 12/2024 – Plenário.
11. Data da Sessão: 3/4/2024 – Ordinária.
12. Código eletrônico para localização na página do TCU na Internet: AC-0627-12/24-P.



13. Especificação do quórum:

13.1. Ministros presentes: Bruno Dantas (Presidente), Walton Alencar Rodrigues, Benjamin Zymler, Augusto Nardes, Vital do Rêgo, Jorge Oliveira, Antonio Anastasia e Jhonatan de Jesus.

13.2. Ministros-Substitutos presentes: Augusto Sherman Cavalcanti, Marcos Bemquerer Costa e Weder de Oliveira (Relator).

(Assinado Eletronicamente)  
**BRUNO DANTAS**  
Presidente

(Assinado Eletronicamente)  
**WEDER DE OLIVEIRA**  
Relator

Fui presente:

(Assinado Eletronicamente)  
**CRISTINA MACHADO DA COSTA E SILVA**  
Procuradora-Geral