



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº 19957.005983/2019-18 Reg. Col. nº 1675/20

Acusados:	Aguinaldo Barbieri André Augusto Telles Moreira Dailton Pedreira Cerqueira Eduardo Capelastegui Saiz Eduardo Valdes Sanchez Eunice Rios Guimarães Batista Fernando Arronte Villegas Francesco Gaudio Francisco de Almeida Soares Júnior Fulvio da Silva Marcondes Machado José Eduardo Pinheiro Santos Tanure Luiz Carlos Faria Ribeiro Marcus Moreira de Almeida Mário José Ruiz-Tagle Larrain Nélio Henriques Lima Rogério Aschermann Martins Sandro Kohler Marcondes Solange Maria Pinto Ribeiro Wagner dos Reis
Assunto:	Apurar a responsabilidade de administradores e membros do conselho fiscal da Companhia de Eletricidade da Bahia por supostas irregularidades em aumentos de capital
Relator:	Presidente Marcelo Barbosa

RELATÓRIO

I. Objeto

1. Trata-se de processo administrativo sancionador instaurado pela Superintendência de Relações com Empresas (“SEP” ou “Acusação”) para apurar a responsabilidade de Aguinaldo Barbieri, André Augusto Telles Moreira, Dailton Pedreira Cerqueira, Eduardo Capelastegui Saiz, Eduardo Valdes Sanchez, Eunice Rios Guimarães Batista, Fernando Arronte Villegas, Francesco Gaudio, Francisco de Almeida Soares Júnior, Fulvio da Silva Marcondes Machado, José Eduardo Pinheiro Santos Tanure, Luiz Carlos Faria Ribeiro, Marcus Moreira de Almeida, Mário José Ruiz-Tagle Larrain, Nélio Henriques Lima, Rogério Aschermann Martins, Sandro Kohler Marcondes, Solange Maria Pinto Ribeiro e



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Wagner dos Reis (em conjunto, “Acusados”), na qualidade de administradores e membros do conselho fiscal da Companhia de Eletricidade da Bahia (“Coelba” ou “Companhia”), por supostas irregularidades em aumentos de capital da Companhia aprovados em 20.07.2017, 26.01.2018 e 08.06.2018.

II. Origem e contextualização

2. A acusação tem origem em investigações realizadas no âmbito do Processo CVM nº 19957.007943/2018-20, instaurado em decorrência de uma reclamação apresentada por fundos geridos pela Argucia Capital Gestão de Recursos Ltda (“Reclamantes”), acionistas da Coelba, na qual alegavam, em síntese, que “*em três aumentos de capital consecutivos, no curto período de 1 (um) ano, foram praticados atos flagrantemente ilegais com único propósito de promover a subprecificação do preço de emissão de ações da Companhia*”, cujo efeito teria sido a “*diluição injustificada dos antigos acionistas*” (“Reclamação”)¹.

3. As operações de capitalização questionadas foram realizadas em um cenário de alavancagem financeira da Companhia. À época, a Coelba, em decorrência da celebração de contratos de financiamento e da emissão títulos de dívidas, havia assumido diversas obrigações financeiras, como o cumprimento de certos “*índices financeiros, verificados trimestralmente, pela relação dívida líquida/EBTIDA e pela razão EBITDA/resultado financeiro, dentre outros*”².

4. Ocorre que, naquele momento, além de a Agência Nacional de Energia Elétrica (ANEEL) ter determinado, no âmbito do terceiro ciclo de revisão tarifária, que diversas distribuidoras de energia elétrica devolvessem aos consumidores certos valores diretamente nas tarifas, os administradores alegam que a economia brasileira estava em crise e o consumo de energia por unidade faturada, em queda – o que teria impactado negativamente o EBITDA da Coelba.

5. Diante disso, a administração teria sido obrigada a adotar uma série de medidas para garantir o cumprimento das obrigações financeiras previstas nos instrumentos celebrados pela Companhia e impedir que, a partir do segundo semestre de 2017, ocorresse o vencimento antecipado de suas dívidas. Neste contexto, a Neoenergia S.A. (“Neoenergia”), acionista controladora da Coelba, aportou, mediante a realização de

¹ Doc. SEI 0577604, p. 3. Vale destacar que, ao analisar a Reclamação, a SEP entendeu que nem todas as infrações alegadas pelos Reclamantes teriam indícios suficientes de autoria e materialidade para a formulação de uma acusação, motivo pelo qual não serão tratadas neste relatório, que se restringirá às supostas irregularidades apontadas no termo de acusação (doc. SEI 0770500).

² Doc. SEI 087064, p. 5.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

adiantamentos para futuros aumentos de capital (“AFACs”), os recursos necessários para o cumprimento das obrigações contraídas pela controlada, conforme a necessidade de caixa da Companhia na época de apuração dos *covenants* financeiros³.

6. No entanto, conforme alegam os administradores, os AFACs deveriam ser capitalizados em até 120 dias da data de sua realização, sob pena de configurarem mútuos, com a incidência de juros e encargos tributários à Companhia⁴, o que poderia afetar o cumprimento das obrigações financeiras.

7. Foi diante deste quadro que a administração da Coelba realizou as operações de aumento de capital objeto deste processo administrativo sancionador (“PAS”). Como já indicado, a Acusação atribuiu a cada uma dessas operações violações específicas. Portanto, cada aumento de capital será relatado separadamente.

Primeiro Aumento de Capital

8. Em 20.07.2017, o conselho de administração da Coelba aprovou um aumento de capital, no limite do capital autorizado, mediante emissão de ações da Companhia no valor de até R\$ 249.150.000,00, ao preço de R\$15,71 por ação, fixado com base no patrimônio líquido da Coelba em 31.12.2016 (“Primeiro Aumento de Capital”).

9. Para justificar o critério escolhido para fixar o preço das ações, os administradores da Coelba argumentaram que a cotação em bolsa (art. 170, §1º, inciso III) não seria o mais adequado, tendo em vista o baixo percentual de ações em circulação e o reduzido histórico de negociações⁵. Sustentaram, ainda, que a perspectiva de rentabilidade futura da Companhia (art. 170, §1º, inciso I) tampouco seria um bom parâmetro, por conta da

³ Como explicam os administradores, no total, a Neenergia realizou quatro AFACs, que estão diretamente relacionados aos fatos tratados neste processo: (i) o primeiro aporte foi feito em 30.06.2017, no valor de R\$ 240.000.000,00, (ii) o segundo, em 29.09.2017, no valor de R\$700.000.011,44, (iii) o terceiro, no montante de R\$150.000.000,00, em dezembro de 2017; e, por fim, (iv) o quarto aporte foi realizado em março de 2018, no valor de R\$828.832.111,36.

⁴ Os administradores mencionam, neste sentido, o Parecer Normativo do Coordenador de Sistema de Tributação – CST nº 17/1984.

⁵ Conforme o Aviso aos Acionistas da Coelba de 20.07.2017: “[n]o caso da companhia, o percentual de pulverização de suas ações é muito pequeno (1,37%) e o histórico de negociação de ações mostra que nos últimos 5 anos foram realizadas em média 120 negociações anuais de ações ordinárias com volume médio negociado por ano de R\$ 5 milhões e 70 negociações anuais de ações preferenciais de classe A, com volume médio negociado por anos de R\$ 570 mil (fonte Bloomberg). Esses volumes representam, respectivamente, 0,2% e 0,1% do montante total em reais de ações ON e PNA da companhia. Portanto na medida em que o mercado para este título apresenta baixo índice de negociabilidade, deixa o parâmetro “cotação” de apresentar grande significado, aflorando os outros dois parâmetros (Valor Patrimonial e Perspectivas de Rentabilidade) como únicos mercedores de consideração na fixação do preço de emissão.”



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

alavancagem da Coelba à época e da ausência de outros meios de capitalização no curtíssimo prazo⁶.

10. A Neoenergia integralizou ações no Primeiro Aumento de Capital mediante a conversão de um AFAC, realizado em 30.06.2017, no valor de R\$240.000.000,00⁷. Aos demais acionistas, foi assegurado o direito de preferência, mediante a subscrição de ações em moeda corrente.

11. Em 04.09.2017, o conselho de administração da Companhia homologou o Primeiro Aumento de Capital, cuja adesão, segundo os administradores, foi de 99,84% do capital social da Coelba⁸.

12. Ocorre que, para os Reclamantes, a Companhia não teria apresentado uma justificativa pormenorizada para a escolha do critério de fixação do preço de emissão das ações, o que configuraria infração ao art. 170, §7º, da Lei nº 6.404/1976⁹.

13. Diante da Reclamação, foi solicitado que a Companhia e seus administradores prestassem esclarecimentos sobre o assunto. Em resposta aos ofícios recebidos, a Coelba e seus administradores apresentaram o contexto no qual as operações de aumento de capital se inseriam e argumentaram, em síntese, que (i) a administração possui discricionariedade para fixar o preço de emissão das ações, nos termos do art. 170, §1º, da Lei nº 6.404/1976; (ii) o valor patrimonial era o que melhor refletia a situação da Coelba naquele momento; o (iii) o critério escolhido não foi questionado por nenhum acionista à época; e (iv) os Reclamantes acompanharam o Primeiro Aumento de Capital¹⁰.

⁶ De acordo com o Aviso aos Acionistas da Companhia de 20.07.2017: “[c]om relação ao parâmetro “Perspectivas de Rentabilidade” da Companhia, considerando, (i) a situação momentânea de alavancagem da Coelba e (ii) a ausência de outros meios de capitalização no curtíssimo prazo, dentro dos parâmetros de custos e prazos necessários pra fazer frente aos seus compromissos, inclusive com credores, os seus administradores entendem que deve prevalecer o valor patrimonial como parâmetro para a determinação do valor para efeitos da capitalização ora proposta.”

⁷ Como se verá adiante, os Acusados sustentam que os AFAC realizados pela Neoenergia decorreram da necessidade de injeção de recursos na Coelba, para cumprimento de *covenants* financeiros estabelecidos em contratos de financiamento e em títulos de dívida emitidos pela Companhia.

⁸ Cf. doc. SEI 0733085, p. 2.

⁹ “Art. 170 (...) § 7º A proposta de aumento do capital deverá esclarecer qual o critério adotado, nos termos do § 1º deste artigo, justificando pormenorizadamente os aspectos econômicos que determinaram a sua escolha.”

¹⁰ Cf. docs SEI 0602260 e 0733085. Os membros do conselho fiscal da Coelba também prestaram esclarecimentos à CVM durante a fase investigatória do processo, argumentando que “todos os requisitos legais e formais para o Primeiro Aumento foram cumpridos” (doc. SEI 0733551, p. 4).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Aumento de Capital Cancelado

14. Em 17.11.2017, o Conselho de Administração da Coelba convocou uma assembleia geral extraordinária para deliberar, entre outros temas, sobre uma nova operação de aumento de capital cujos termos, exceto em relação ao valor da operação, eram muito similares àqueles apresentados no Primeiro Aumento de Capital. A princípio, o aumento de capital poderia atingir o montante de até R\$ 726.490.190,00, ao preço de R\$15,03 por ação, fixado com base no patrimônio líquido da Companhia em 30.09.2017.

15. Todavia, ante um pedido de interrupção e suspensão do prazo de convocação da assembleia, nos termos do art. 124, §5º, incisos I e II, da Lei nº 6.404/1976, este Colegiado entendeu, acompanhando a manifestação da SEP¹¹, que a proposta da administração apresentada não atendia ao disposto no art. 170, §7º, da Lei nº 6.404/1976¹².

16. Diante da decisão do Colegiado, a Companhia optou por retirar todos os assuntos relacionados ao aumento de capital da ordem do dia da daquela assembleia (“Aumento de Capital Cancelado”).

¹¹ De acordo a ata de reunião extraordinária do Colegiado de 05.12.2017: “a SEP concluiu que não poderiam prosperar os argumentos apresentados para a não utilização do critério de avaliação por perspectiva de rentabilidade futura. Em primeiro lugar, porque o grau de endividamento não possui nexos causal direto com uma perspectiva negativa sobre o futuro de uma companhia, dado que o endividamento pode ter efeitos diversos sobre a rentabilidade. Além disso, no entendimento da área técnica, a mera declaração de inexistência de outro meio de capitalização mais favorável em curto prazo também não seria motivo para desconsiderar a avaliação do valor econômico da Companhia.

Neste ponto, a SEP ressaltou que o aumento de capital em tela ocorreria via capitalização de créditos detidos pela acionista controladora em face da Coelba, por meio de adiantamentos concedidos anteriormente com esse fim, de forma que os recursos já se encontrariam à disposição da Companhia. Assim, concluiu que a ausência de um critério plenamente justificado para a determinação do preço de conversão desses créditos em ações dificultaria a aferição da imparcialidade na tomada de decisão e, por conseguinte, não afastaria a possibilidade da ocorrência de diluição injustificada de acionistas.”

¹² A proposta da administração continha a seguinte justificativa para a escolha do critério para fixar o preço de emissão das ações da Coelba: “[n]o caso da Companhia, o percentual de pulverização de suas ações é muito pequeno (1,35%) e o histórico de negociação de ações mostra que nos últimos 5 anos foram realizadas em média 120 negociações anuais de ações ordinárias com volume médio negociado por ano de R\$ 5 milhões e 70 negociações anuais de ações preferenciais da classe A, com volume médio negociado por anos de R\$ 570 mil (fonte Bloomberg). Esses volumes representam, respectivamente, 0,2% e 0,1% do montante total em reais de ações ON e PNA da Companhia. Portanto na medida em que o mercado para este título apresenta baixo índice de negociabilidade, deixa o parâmetro "cotação" de apresentar grande significado, aflorando os outros dois parâmetros (Valor Patrimonial e Perspectivas de Rentabilidade) como únicos merecedores de consideração na fixação do preço de emissão.

Com relação ao parâmetro "Perspectivas de Rentabilidade" da Companhia, considerando, (i) a situação momentânea de alavancagem da Coelba e (ii) a ausência de outros meios de capitalização no curtíssimo prazo, dentro dos parâmetros de custo e prazos necessários para fazer frente aos seus compromissos, inclusive com credores, os seus administradores entendem que deve prevalecer o valor patrimonial como parâmetro para a determinação do valor para efeitos da capitalização ora proposta.”



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Segundo Aumento de Capital

17. Em 08.01.2018, foi convocada nova assembleia geral extraordinária da Coelba para deliberar sobre um aumento de capital da Companhia, no valor de até R\$882.116.634,32, com o objetivo de capitalizar AFACs realizados pela Neoenergia em setembro e dezembro de 2017, nos montantes de, respectivamente, R\$700.000.011,44 e 150.000.000,00 (“Segundo Aumento de Capital”)¹³.

18. Naquela ocasião, à luz da decisão do Colegiado relativa ao Aumento de Capital Cancelado, a administração da Companhia optou por utilizar, como critério para fixar o preço de emissão das ações no Segundo Aumento de Capital, a perspectiva de rentabilidade futura da Coelba (art. 170, §1º, inciso I, da Lei nº 6.404/1976), calculada a partir de um laudo de avaliação elaborado por um assessor independente (“Laudo de Avaliação”).

19. De acordo com o Laudo de Avaliação, o valor econômico por ação da Companhia seria de R\$29,08, equivalente ao ponto médio da faixa de preços indicada no documento. Para chegar a esse valor, o Laudo de Avaliação adotou o método do fluxo de caixa descontado, cuja metodologia pressupõe a aplicação de uma taxa de desconto, determinada pelo custo médio ponderado de capital (CMPC ou, no acrônimo em inglês, WACC). O cálculo do CMPC, por sua vez, demanda, entre outros elementos, a apuração do coeficiente beta¹⁴.

20. É justamente contra o valor desse coeficiente que se insurgiram os Reclamantes. Na sua visão, o beta atribuído à Coelba (de 0,96) seria elevado, o que teria causado uma diminuição no valor econômico por ação apurado no Laudo de Avaliação¹⁵.

¹³ Em 26.01.2018, o Segundo Aumento de Capital foi aprovado pela unanimidade dos acionistas presentes na assembleia geral extraordinária da Coelba, e teve a adesão de 98,66% do capital social da Companhia, de acordo com seus administradores.

¹⁴ O beta, vale lembrar, é uma medida relativa do risco não diversificável – ou seja, ele indica o grau de variabilidade do retorno de um ativo em reposta a uma variação do retorno de mercado. Nas palavras de Aswath Damodaran: “[i]n the CAPM, the beta of an investment is the risk that the investment adds to a market portfolio” (*Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. 3rd Edition. New Jersey: WILEY, 2012, p 183). Este coeficiente, por sua vez, é multiplicado por um prêmio de risco para se calcular o custo de capital próprio de um investimento (K_e), a partir do modelo CAPM (*Capital Asset Pricing Model*). Com o custo de capital próprio pode-se, então, aferir o CMPC e, conseqüentemente, a taxa de desconto aplicado no método de fluxo de caixa descontado.

¹⁵ O próprio Laudo de Avaliação indica que, se fosse atribuído à Coelba um beta de 0,86, ao invés de 0,96, sua alavancagem cairia para 12,3% e, conseqüentemente, o preço de emissão das ações passaria de R\$29,08 para, aproximadamente, R\$37,26.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

21. Neste sentido, os Reclamantes argumentam que (i) nos últimos anos, avaliadores têm atribuído a empresas do setor elétrico um beta desalavancado entre 0,28 e 0,68; e (ii) ao projetar o custo de capital de companhias distribuidoras de energia elétrica, a ANEEL utiliza um beta desalavancado de 0,43. Além disso, segundo a Reclamação, o Laudo de Avaliação teria se valido de *“dados manifestamente errôneos para alcançar um ‘beta desalavancado’ de 0,96”*¹⁶.

22. A Companhia, por sua vez, sustenta que contratou *“um banco de investimento de primeira linha, altamente conceituado no mercado mundial e com reconhecida expertise na elaboração de laudos de avaliação que fundamentam operações complexas”*¹⁷. Acrescentou, ainda, que os critérios e metodologias utilizados no Laudo de Avaliação estão dentro dos padrões de mercado. Na verdade, os Reclamantes, segundo a Coelba, teriam a intenção de impor à Companhia a metodologia lhes seria mais benéfica.

23. Tendo em vista as alegações suscitadas pelos Reclamantes, a área técnica também solicitou, ao assessor financeiro da Coelba, esclarecimentos sobre as questões técnicas envolvendo o Laudo de Avaliação. Em sua resposta, o assessor financeiro ressaltou, em suma:

- (i) que *“cada instituição financeira utiliza diferentes comparáveis”*¹⁸, sendo que o Laudo de Avaliação levou em consideração, para sua seleção, alguns fatores específicos (questões geográficas, exposição aos segmentos do mercado brasileiro de energia elétrica, liquidez das ações em bolsa etc.), o que teria resultado em uma *“seleção de comparáveis mais restritos e limitados”*¹⁹;
- (ii) que é preciso distinguir o “WACC regulatório”, calculado pela ANEEL para definição da taxa de desconto na definição tarifária e adotado como premissa comum a todas as empresas do mesmo setor elétrico, do “WACC do investidor”,

¹⁶ Doc. SEI 0577604, p. 12 – os destaques foram omitidos. Os Reclamantes afirmam ainda que “consultaram o MSCI Barra para obter os betas estimados das ações comparáveis citadas no referido Laudo de Avaliação e obtiveram resultados materialmente diferentes. Mais do que isso, ao pesquisar em que situação os “betas” apresentados no Laudo de Avaliação poderiam ser gerados, descobriram que os “betas” utilizados pelo Laudo estão no espectro mais alto possível de valores que podem ser gerados e que se utilizam para isso de modelos de apresentam resultados tecnicamente incoerentes” (doc. 0577604, p. 15 – os destaques foram omitidos).

¹⁷ Doc. SEI 0602260, p. 15.

¹⁸ Doc SEI 0633367, p. 10

¹⁹ Doc. SEI 0633367, p. 12.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

que “*busca refletir o custo de capital de um investimento específico, levando em conta suas diversas peculiaridades*”²⁰; e

- (iii) os motivos que o levaram a aplicar um beta global, ao invés de betas locais, no seu cálculo de custo de capital²¹, destacando que o uso do Ibovespa como *benchmark* não seria o mais adequado, de modo que o Laudo de Avaliação utilizou métricas comparáveis no mercado norte-americano, em decorrência do seu estágio de desenvolvimento, seguindo a prática usual do mercado, que é a adoção de beta desalavancado correlacionado ao índice S&P500.

24. Além disso, após os Reclamantes questionarem o fato de os administradores da Companhia não terem sido capazes de replicar, com precisão, os betas apontados no Laudo de Avaliação (o que comprometeria, inclusive, sua reprodutibilidade) e alegarem que o documento “*teria sido “marretado”, eventualmente para alcançar um resultado desejável*”²², o assessor financeiro da Coelba argumentou que os dados para o cálculo dos betas foram obtidos de um fornecedor de ferramentas específicas para tomada de decisões de investimento, sem nenhum tipo de intervenção manual por parte do avaliador²³.

25. Em suas investigações, a SEP também solicitou que os administradores da Coelba apresentassem “*orçamentos de capital ou qualquer registro documental, de 2015 em diante, que tenha sido utilizado para embasar decisões de investimento da Coelba e que sejam consistentes com um custo de capital próprio de 17,9% ao ano e um custo médio ponderado de capital de 13% ao ano*”²⁴ – o que pressuporia a aplicação de um beta semelhante ao utilizado no Laudo de Avaliação.

26. Em sua resposta, os administradores sustentaram que “*a elaboração do plano de investimentos da Companhia leva em consideração diversas análises técnicas/operacionais, assim como obrigações regulatórias*”²⁵ – ou seja, “*a motivação*

²⁰ Doc. SEI 0633367, p. 12.

²¹ Conforme a manifestação do assessor financeiro “[o] uso de um beta local (i.e., uso de um índice local para o seu cálculo) pode apresentar limitações dependendo do mercado local específico analisado. (...) no caso do Brasil, o índice local (MSCI Brazil, índice utilizado pela MSCI Barra para o cálculo dos betas locais) apresenta irrefutáveis fraquezas se comparado a outras fontes, dada sua forte concentração” (doc. SEI 0633367, p. 13).

²² Doc. SEI 0687117, p. 8.

²³ Neste sentido, o assessor financeiro afirmou que “não tem controle sobre o modo como os Reclamantes procuram obter os dados para fins de comparação com o Relatório. Podem existir diversos motivos pelos quais os valores por eles encontrados sejam diferentes” (doc. SEI 0715164, p. 3).

²⁴ Doc. SEI 0704856.

²⁵ Doc. SEI 0733085, p. 6-7.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

*principal para as decisões de investimento da Companhia é o cumprimento de suas obrigações contratuais regulatórias e não o retorno do investimento ou, conseqüentemente, o custo médio ponderado de capital*²⁶. Assim, conforme expôs a Coelba, não faria “sentido econômico para uma companhia distribuidora de energia elétrica tomar suas decisões de investimento com base no mesmo custo médio ponderado de capital que seria utilizado em uma análise de valuation”²⁷ – afinal, o retorno sobre investimentos feitos por uma distribuidora seria sempre remunerado conforme parâmetros regulatórios, dada sua condição de prestadora de serviço público regulado²⁸.

27. Os administradores ressaltaram, ainda, que teriam o direito de confiar no Laudo de Avaliação e que, ao analisá-lo, dentro de suas capacidades, entenderam que as metodologia e premissas utilizadas eram plausíveis e compatíveis com o mercado, inclusive com relação ao beta desalavancado.

Terceiro Aumento de Capital

28. Ante a realização de novo AFAC por parte da Neoenergia, o conselho de administração da Coelba convocou, em 24.05.2018, uma assembleia geral extraordinária para tratar de uma nova operação de aumento de capital da Companhia (“Terceiro Aumento de Capital”) no valor de R\$ 828.832.111,36.

29. Para fixar o preço de emissão das ações, a administração da Coelba adotou o mesmo valor econômico indicado no Laudo de Avaliação utilizado no Segundo Aumento de Capital, pelas seguintes razões, como se pode extrair da ata de reunião do conselho de administração de 23.05.2018:

“tendo sido identificada, após análise, a incoerência de alterações relevantes que pudessem impactar o valor econômico da Companhia, tanto em relação ao ambiente de negócios da Companhia quanto do ponto de vista dos principais indicadores macroeconômicos, que

²⁶ Doc. SEI 0733085, p. 7.

²⁷ Doc. SEI 0710629, p. 3.

²⁸ No mesmo sentido, os administradores, ao responderem os questionamentos formulados pela SEP, afirmaram que: “apesar do retorno sobre o investimento de uma companhia distribuidora de energia ser medido segundo parâmetros regulatórios – portanto adotando o WACC regulatório, dada a sua condição de prestador de serviço público regulado, nos moldes das Leis n.º 8.987 de 13 de fevereiro de 1995 e 9.074 de 7 de julho de 1995 – , o retorno de um investidor no negócio de distribuição considera diversos outros parâmetros, como, por exemplo, eficiência de custo operacional, a alavancagem da companhia e outros fatores específicos que afetam a definição da tarifa a ser praticada e que determinarão o retorno do investidor no negócio de distribuição. Neste sentido, o WACC adotado para avaliar um ativo do setor de distribuição, naturalmente se distânciava do WACC regulatório, o que pode ser empiricamente observado pelo valor justo atribuído pelo mercado a empresas do setor que negociam na B3” (doc. SEI 0733085, p. 7-8).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

ensejassem a necessidade da alteração dos dados e premissas utilizados como base para a elaboração dos estudos que permitiram a definição do Preço de Emissão quando do último aumento de capital da Companhia, aprovado na Assembleia Geral Extraordinária de 26 de janeiro de 2018 e, conseqüentemente, do Laudo utilizado à época, novamente o critério de perspectiva de rentabilidade futura (valor econômico) é, no entendimento do Conselho de Administração da Companhia, o mais adequado para fixação do preço de emissão do presente aumento de capital e decide-se adotar o mesmo Laudo aprovado na Assembleia Geral Extraordinária de 26 de janeiro de 2018 para fixação do Preço de Emissão.”

30. No mesmo sentido, a proposta da administração sustentou que a validade e atualidade do Laudo de Avaliação se confirmariam pelos seguintes motivos:

“Foram adotadas na análise premissas que continuam refletindo a realidade de rentabilidade da Companhia;

O plano de negócios da Companhia não sofreu alterações;

As premissas projetadas para a Revisão Tarifária no modelo de avaliação se realizaram; e

A realização de 6 (seis) meses em relação ao que estava projetado no modelo do laudo não impactam as projeções da Companhia no longo prazo, nem tão pouco a sua valoração.”

31. Diante disso, a administração optou por fixar o preço de emissão das ações no Terceiro Aumento de Capital em R\$29,08, mesmo valor atribuído às ações da Coelba no Segundo Aumento de Capital²⁹.

32. Em 08.06.2018, o Terceiro Aumento de Capital foi aprovado pelos acionistas da Companhia. Na ocasião, os Reclamantes votaram contrariamente à operação e suscitaram ilegalidades relacionadas ao Laudo de Avaliação. Ainda assim, segundo os administradores da Coelba, o Terceiro Aumento de Capital teve adesão de 98,79% dos acionistas.

33. Além da discussão relacionada à metodologia empregada pelo assessor financeiro da Coelba, os Reclamantes alegam que a administração teria sido negligente ao justificar a reutilização do Laudo de Avaliação. Na sua visão, não faria sentido simplesmente

²⁹ A proposta da administração, vale destacar, apresenta a seguinte justificativa quanto ao preço de emissão: “a Companhia, valendo-se da faixa de valores de R\$27,70 e R\$30,46 por ação da Companhia identificada no Laudo realizado em 22 de dezembro de 2017, a qual ajustada pela capitalização aprovada em 26 de janeiro de 2018 e homologada em 20 de março de 2018, ajuste esse que considera o mesmo valor total para a Companhia, porém dividido por um maior número de ações (i.e. já considerando as ações emitidas no aumento de capital aprovado em 26 de janeiro de 2018 e homologado em 20 de março de 2018), aponta para uma nova faixa de valores de R\$ 24,16 a R\$ 26,56, com um valor médio de R\$ 25,36, decidiu utilizar o valor de R\$29,08 (vinte e nove reais e oito centavos), ponto médio do intervalo dos valores do Laudo acima referido e que foi utilizado como o Preço de Emissão do aumento de capital aprovado em 26 de janeiro de 2018, como o Preço de Emissão para o presente aumento de capital.”



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

“*“redividir” o valor originalmente atribuído às ações da Companhia em 2017, considerando-se agora a nova quantidade total de ações*”³⁰, decorrente do Segundo Aumento de Capital – tal lógica implicaria, segundo a Reclamação, a diminuição do valor econômico da Companhia a cada aumento de capital³¹. Os Reclamantes ressaltam, ainda, que a variável beta teria sofrido alterações no período de 6 meses entre o Segundo Aumento de Capital e o Terceiro Aumento de Capital.

34. Em face dessas alegações, a Coelba argumentou que as premissas utilizadas no Laudo de Avaliação para determinação do custo de capital próprio não tiveram alterações significativas³². Tampouco teriam ocorrido alterações relevantes nos indicadores macroeconômicos empregados no Laudo de Avaliação, nos resultados e perspectivas de negócios da Companhia e na regulação do setor.

35. Os administradores da Companhia, ao responderem os ofícios encaminhados pela área técnica, repisaram os argumentos apresentados pela Coelba³³. Os membros do conselho fiscal da Companhia, por sua vez, afirmaram que não analisaram questões técnicas relacionadas à reutilização do Laudo de Avaliação. Sua análise se restringiu à verificação dos requisitos formais e legais relativos ao Terceiro Aumento de Capital e, ao final, entenderam que a administração da Companhia cumpriu os requisitos impostos pela legislação societária.

36. Diante dos fatos sumariamente narrados acima, foi emitido o Relatório nº 55/2018-CVM/SEP/GEA-3, no qual a área técnica concluiu pela existência de indícios

³⁰ Doc. SEI 0577604, p. 19.

³¹ Aliás, vale destacar que, de acordo com os cálculos dos Reclamantes, o preço de emissão das ações no Terceiro Aumento de Capital, caso o Laudo de Avaliação fosse devidamente atualizado, seria de R\$32,29.

³² Segundo a Companhia, na data de referência para o Terceiro Aumento de Capital, “(i) não houve variação relevante no prêmio de risco de mercado; (ii) o prêmio de risco país (Brasil) permaneceu inalterado” (doc. SEI 0659462, p. 2). No que tange à taxa livre de risco, embora tenha sofrido uma elevação de 0,5% em relação à premissa original, o fato de o Laudo de Avaliação projetar um horizonte de 30 anos fez com que a administração entendesse que uma atualização no documento, simplesmente por conta da alteração na taxa livre de risco, não seria necessária.

³³ Em sua manifestação, os administradores destacaram que “[n]o âmbito do Terceiro Aumento, a administração da Companhia entendeu que o cenário e as mudanças ocorridas na Companhia e no ambiente de negócios em que atua, entre o Segundo Aumento e o Terceiro Aumento, não foram relevantes e não afetavam as premissas de longo prazo ou conclusões do Laudo BNP, visto que (i) o Laudo BNP já abrangia todas as previsões e projeções da Companhia (incluindo a revisão tarifária da concessão da Companhia) pelos próximos trinta anos; e (ii) não houve qualquer fato ou situação extraordinária que alterasse a situação macroeconômica da Companhia” (doc. SEI 0733085, p. 9).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

de autoria e materialidade suficientes para a formulação de um termo de acusação em face dos Acusados.

III. Acusação³⁴

Primeiro Aumento de Capital

37. Para a Acusação, a escolha do critério utilizado para fixação do preço de emissão das ações no Primeiro Aumento de Capital não foi pormenorizadamente justificada. No seu entendimento, os esclarecimentos prestados pela Companhia para fundamentar sua escolha (referindo-se às obrigações financeiras, ao ciclo de revisão tarifária, à ausência de outros meios de capitalização no curtíssimo prazo para fazer frente a compromissos com credores) poderiam explicar a necessidade de capitalização da Coelba, mas não serviriam para os fins do art. 170, §7º, da Lei nº 6.404/1976.

38. Além disso, embora reconheça a discricionariedade dos administradores para decidirem como será fixado o preço de emissão das ações em um aumento de capital, a Acusação entende que ela não pode ser considerada uma “*uma licença para [os administradores] decid[irem] o que bem entenderem*”³⁵.

39. Na sua visão, ao optar pelo valor do patrimônio líquido da ação, a administração deveria ter demonstrado que os outros dois critérios previstos no art. 170, §1º, da lei acionária eram “*inaplicáveis ou menos capazes de refletir o valor adequado da ação*”³⁶. Ainda que a justificativa com relação à cotação de mercado (isto é, a baixa liquidez das ações da Coelba) tenha sido suficiente, a Acusação entendeu que a administração não logrou demonstrar porque o critério de perspectiva de rentabilidade futura não poderia ser utilizado naquela ocasião.

40. Neste sentido, a área técnica argumenta que “*para uma empresa em marcha (...) a estimativa dos fluxos de caixa futuros e sua avaliação a valor presente (...) é o método mais habitualmente utilizado*”³⁷. O valor contábil, por sua vez, não seria um critério “*tão usual para empresas em marcha*” e, por isso, sua utilização precisaria ser particularmente justificada. Diante disso, concluiu que:

³⁴ Doc. SEI 0420277.

³⁵ §17 do termo de acusação.

³⁶ §19 do termo de acusação.

³⁷ §21 do termo de acusação.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

“A alegação de que a perspectiva de rentabilidade não era aplicável por conta do nível de endividamento da Companhia é tecnicamente injustificada. Na verdade, não há relação única entre a aplicabilidade do critério de perspectiva de rentabilidade e o nível de endividamento. O endividamento pode tornar a Companhia mais ou menos rentável e, em qualquer caso, a perspectiva de rentabilidade continua, a princípio, passível de ser aferida.”³⁸

41. Com relação ao fato de os Reclamantes terem participado do Primeiro Aumento de Capital, a área técnica ressaltou que (i) a atuação da CVM neste caso, embora tenha sido provocada pelos Reclamantes, é voltada ao mercado como um todo, e não aos interesses específicos daqueles que protocolaram a Reclamação; e (ii) “*é muito difícil extrair conclusões da conduta de um acionista minoritário que reclama do baixo preço de emissão de ações em um aumento de capital e, ao mesmo tempo, participa desse aumento de capital*”³⁹.

42. Assim, ao verificar o suposto descumprimento do art. 170, §7º, da Lei nº 6.404/1976, a Acusação entendeu que os membros do conselho de administração e da diretoria da Coelba à época do Primeiro Aumento de Capital deveriam ser responsabilizados⁴⁰ não apenas pela violação a esse dispositivo, mas também pela quebra do seu dever de diligência⁴¹.

43. Adicionalmente, tendo em vista que os membros do conselho fiscal da Coelba se manifestaram favoravelmente ao Primeiro Aumento de Capital e que, segundo a área

³⁸ §22 do termo de acusação. Para reforçar seu argumento, a Acusação aponta, ainda, que “(a) em aumentos de capital realizados pouco tempo depois, ele [o critério de perspectiva de rentabilidade futura] foi adotado; e (b) a própria Neoenergia fazia parte de acordos com outros acionistas nos quais estavam previstas opções de venda de participações em subsidiárias da Neoenergia (entre as quais, a Coelba) – e, nesses casos, o valor patrimonial não seria o preço praticado” (§24 do termo de acusação).

³⁹ §27 do termo de acusação

⁴⁰ Ao analisar a ata de reunião do conselho de administração de 20.07.2017, a Acusação inferiu o envolvimento do diretor financeiro da Companhia, Sandro Marcondes, e dos membros do conselho de administração Marcus Moreira de Almeida, Aguinaldo Barbieri, Francisco Júnior, José Eduardo Tanure, Mário José Larrain e Solange Ribeiro. Além disso, como a referida ata indica que a proposta de aumento de capital teria se originado da diretoria e levando em consideração que o estatuto social da Coelba não “*delimita claramente a divisão de competência entre diretorias que pudesse justificar uma limitação de responsabilidades*” (§34 do termo de acusação), a área técnica incluiu no rol de acusados os diretores Fernando Villegas e Eunice Batista.

⁴¹ Conforme consta no termo de acusação: “[e]m casos precedentes envolvendo situações similares (p. ex., RJ-2009-2610), as imputações dirigidas aos administradores e conselheiros fiscais envolveram a combinação do dispositivo específico relacionado ao aumento de capital com dispositivos que trazem deveres fiduciários dos administradores, como os de lealdade e diligência, a depender das circunstâncias” (§39). No presente caso, como não ficou comprovado que “o preço de emissão tenha sido fixado como o foi em benefício da acionista controladora” (§40), a área técnica optou por restringir sua acusação à falta de diligência.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

técnica, o cumprimento de seus deveres pressuporia uma análise crítica dos “*parâmetros mínimos de consistência da justificativa do critério adotado*”⁴², a Acusação concluiu que Wagner Reis, Nélio Lima e Luiz Ribeira deveriam ser responsabilizados pela infração ao art. 153⁴³ c/c arts. 166, §2º⁴⁴, e 170, §7º, da Lei nº 6.404/1976.

Segundo Aumento de Capital

44. No entendimento da Acusação, ainda que a CVM adote historicamente uma posição de preservação da discricionariedade dos avaliadores, seria preciso distinguir “*o que é uma análise de mérito do que é uma inconsistência técnica objetiva que deva ser repreendida pela CVM*”⁴⁵.

45. No presente caso, chamou a atenção da área técnica o fato de o avaliador optar por estimar o beta “*recorrendo a uma metodologia que é fundamentalmente dependente da exposição a determinados fatores de risco e, ao mesmo tempo, tenha deixado de utilizar o conjunto de fatores de risco projetado para capturar os riscos de companhias brasileiras*”⁴⁶. Como resultado, o assessor financeiro teria obtido um beta desalavancado elevado para companhias prestadoras de serviços públicos comparáveis à Coelba.

46. No entendimento da Acusação, haveria outras formas de calcular o beta da Companhia. Entretanto, ao inserir a variável câmbio em seu modelo, o Laudo de Avaliação teria comprometido “*a precisão da estimativa do risco setorial, pois a variância que se observa nos retornos das companhias do setor passa a refletir a variância das flutuações cambiais e a covariância entre esses dois fatores*”⁴⁷.

47. De acordo com o termo de acusação, a forma como o avaliador decidiu estimar o beta:

“implicou a conversão para dólares norte-americanos dos retornos das ações das companhias selecionadas como comparáveis. Com isso, movimentos do câmbio passaram a poder impactar o cômputo do beta, sugerindo uma volatilidade que talvez não exista realmente. Afinal, o beta desalavancado deve capturar o risco sistemático dos ativos das companhias do

⁴² §38 do termo de acusação.

⁴³ “Art. 153. O administrador da companhia deve empregar, no exercício de suas funções, o cuidado e diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração dos seus próprios negócios.”

⁴⁴ “Art. 166 (...) § 2º O conselho fiscal, se em funcionamento, deverá, salvo nos casos do número III, ser obrigatoriamente ouvido antes da deliberação sobre o aumento de capital.”

⁴⁵ §81 do termo de acusação.

⁴⁶ §82 do termo de acusação.

⁴⁷ §91 do termo de acusação



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

setor, e a operação de companhias desse setor, com receitas e custos em reais, não é diretamente afetada por movimentos cambiais.”⁴⁸

48. Em contraposição, “[d]ados da *Economática*, por exemplo, produzem resultados muito diferentes (0,495), muito mais próximos dos empregados pela ANEEL (0,43)”⁴⁹.

49. Ou seja, para a área técnica, o caso não trata de uma questão de julgamento do avaliador ou dos administradores, mas da inclusão do elemento cambial no Laudo de Avaliação, o que teria um efeito significativo sobre o custo de capital da Companhia e, conseqüentemente, no preço de emissão de suas ações.

50. Além disso, no presente caso, ainda que a discussão sobre o coeficiente beta seja complexa, o valor atípico do beta adotado, em contraposição aos valores que eram usualmente empregados pela Companhia⁵⁰, somado ao contexto de questionamentos por parte dos Reclamantes, deveriam ter chamado a atenção dos administradores, que em razão disso determinariam a realização de uma análise mais detida das premissas adotadas no Laudo de Avaliação.

51. Diante disso, a Acusação entendeu que os diretores e conselheiros de administração da Coelba⁵¹ deveriam ser responsabilizados por violação ao art. 153 combinado com o art. 170, §1º⁵², ambos da Lei nº 6.404/1976.

52. Em relação aos membros do conselho fiscal da Coelba, ainda que tenham se manifestado favoravelmente ao Segundo Aumento de Capital, a Acusação entendeu que,

⁴⁸ §84 do termo de acusação.

⁴⁹ §86 do termo de acusação.

⁵⁰ Segundo a Acusação, o “custo de capital, por sua vez, não pode ser dissociado do “*valuation*” da própria companhia. Se a companhia sistematicamente emprega o capital que obtém de forma a obter retornos inferiores ao custo com que remunera os fornecedores de capital, seu valor de mercado se reduz e, no limite, seu acesso a esse capital deixa de existir. Por outro lado, se a companhia emprega o capital de modo a gerar retornos maiores que os custos incorridos para ter acesso a esse capital, seu valor de mercado aumenta.

Para os fins deste processo, a relevância dessas ponderações é que, se houvesse indicações de que os administradores da Coelba vinham trabalhando com um custo de capital próprio de 17,9% ao ano, o Laudo BNP poderia não lhes ter chamado atenção. Porém, a Coelba não produziu nenhum dado nesse sentido e deu a entender que suas atividades são rotineiramente conduzidas sem considerar o custo de capital, o que é em si mesmo uma evidência de conduta negligente” (§§101-102 do termo de acusação).

⁵¹ Tendo em vista a renúncia de Fernando Villegas do cargo de diretor presidente da Companhia em 11.09.2017, área técnica o acusou apenas na qualidade de membro do conselho de administração da Coelba.

⁵² “Art. 170 (...) § 1º O preço de emissão deverá ser fixado, sem diluição injustificada da participação dos antigos acionistas, ainda que tenham direito de preferência para subscrevê-las, tendo em vista, alternativa ou conjuntamente: I - a perspectiva de rentabilidade da companhia; II - o valor do patrimônio líquido da ação; III - a cotação de suas ações em Bolsa de Valores ou no mercado de balcão organizado, admitido ágio ou deságio em função das condições do mercado.”



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

por não ser um órgão de gestão, seria plausível a tese de que os conselheiros fiscais não teriam ciência de que o custo de capital da Companhia indicado no Laudo de Avaliação apresentaria inconsistências. Ou seja, para eles, não haveria sinais de alerta que exigissem análise mais profunda do assunto⁵³.

Terceiro Aumento de Capital

53. Com relação ao Terceiro Aumento de Capital, a Acusação revisita alguns dos argumentos apresentados pelos Reclamantes para justificar a suposta falta de coerência na reutilização do Laudo de Avaliação, e conclui que a falta de atualização do preço por ação pelo custo de capital apurado no Laudo de Avaliação, utilizado no Segundo Aumento de Capital, ensejaria a responsabilização dos administradores da Coelba⁵⁴. Para a área técnica, ainda que o preço de emissão das ações tivesse sido fixado corretamente naquela operação, o Laudo de Avaliação não poderia ser reutilizado no Terceiro Aumento de Capital sem que o valor apurado pelo avaliador fosse atualizado⁵⁵.

⁵³ A Acusação, vale destacar, também entendeu que eventual ilegalidade, por parte da Neoenergia, ao aprovar o Segundo Aumento de Capital, não foi suficientemente caracterizada (cf. §§112-113 do termo de acusação). Além disso, como o trabalho do assessor financeiro da Coelba limitou-se a assessorar o conselho de administração, a quem coube definir o preço de emissão das ações, a área técnica concluiu que não seria o caso de responsabilizá-lo. No entanto, observou que “o reconhecimento da isenção de responsabilidade do BNP implica uma leitura restrita do argumento de que os administradores e membros do conselho fiscal têm o direito de confiar nos especialistas que contratam.

Apesar de teoricamente válido, se adotado de forma pouco criteriosa, esse argumento pode conduzir a um vácuo de responsabilidade, que beneficiaria administradores e dos avaliadores, porém viria em prejuízo do mercado como um todo: os administradores se exonerariam de responsabilidades alegando que confiaram nos especialistas, mas os especialistas em questão não assumiram as responsabilidades, alegando terem prestado mera assessoria.” (§§115-116 do termo de acusação).

⁵⁴ Notadamente, a SEP lista os seguintes argumentos apresentados pelos Reclamantes: (i) “*não faria sentido, no terceiro aumento de capital, simplesmente ‘redividir’ o valor atribuído à Companhia no Laudo BNP pela nova quantidade de ações após esse segundo aumento de capital*” (§124); (ii) o modelo utilizado para calcular o beta permaneceria inadequado (§134); e (iii) “*no mínimo, o preço de emissão das ações deveria ter sido atualizado pelo custo de capital (17,9%a.a.) nos 109 dias decorridos entre a data base do Laudo BNP e a data de subscrição das ações no terceiro aumento de capital*” (§135). Quanto ao primeiro argumento, a SEP entende que os argumentos apresentados pela administração da Companhia para refutar o questionamento dos Reclamantes se mostrou insuficiente, o que, aos olhos da Acusação, até poderia ser interpretado como “*evidência de falta de cuidado ou técnica*” (§130). Já em relação ao segundo argumento, a Acusação conclui que “*a ausência de atualização do beta entre os aumentos de capital não deve ser considerada para efeito de responsabilização dos administradores*” (§144). De outro lado, a SEP reutiliza o argumento da falta de atualização do preço por ação, conforme §145 do termo de acusação.

⁵⁵ Vale destacar que, ao tratar da coerência das justificativas para adoção do Laudo de Avaliação no Terceiro Aumento de Capital, a Acusação também rebateu o argumento da Companhia de que o valor econômico apurado no laudo deveria ser dividido por um número maior de ações (decorrentes do Segundo Aumento de Capital). No entanto, como a administração da Coelba optou por fixar, novamente, o preço de emissão das ações em R\$29,09, a área técnica entendeu que, “[n]a prática, o raciocínio equivocado usado pelos



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

54. Diferentemente do que foi alegado pelos Reclamantes durante as investigações que deram origem a este PAS, a Acusação conclui que, *“na medida em que o beta teoricamente não deveria ter se alterado significativamente no período”*⁵⁶, seria razoável esperar que o coeficiente utilizado no Laudo de Avaliação permanecesse inalterado. No entanto, a ausência de atualização do preço de emissão das ações para esta nova operação seria, segundo a peça acusatória, *“inescusável”*.

55. Na visão da Acusação, como *“o preço de uma ação reflete o custo de capital próprio da companhia, de forma análoga ao como o valor de uma dívida reflete o custo de capital de terceiros”*⁵⁷, não seria *“possível comparar, sem qualquer ajuste, o valor apurado em uma data com o valor apurado em data anterior, dado o valor do dinheiro no tempo e o risco assumido pelos fornecedores de capital”*⁵⁸. De acordo com a área técnica, a atualização do Laudo de Avaliação teria um impacto superior a 10% em relação ao preço original – um patamar que não poderia ser desprezível, nos termos do Anexo III, item XIII, alínea “d”, da Instrução CVM nº 361/2002⁵⁹.

56. Além disso, a Acusação procura afastar o argumento de que um novo laudo de avaliação poderia ser dispensado, em decorrência dos elevados custos relacionados à sua elaboração, alegando que *“cada operação de aumento de capital deve ser feita com observância das normas que tratam do assunto”*. Por isso, tal justificativa não poderia, por si só, prescindir a realização de uma nova avaliação, caso fosse necessária, em razão da alteração da situação econômico-financeira da Coelba⁶⁰.

administradores não foi diretamente determinante do preço fixado, dado que, ao final, fez-se a opção por repetir o preço praticado no aumento de capital anterior” (§129 do termo de acusação).

⁵⁶ §143 do termo de acusação.

⁵⁷ §147 do termo de acusação.

⁵⁸ §147 do termo de acusação. Neste sentido, a área técnica argumenta que: “[s]e a avaliação original sugeria que os investidores demandavam retorno de 17,9% ao ano para investir em ações de emissão da Coelba, então, ao final de um ano no qual as premissas subjacentes à avaliação tenham se confirmado com exatidão, a ação deve estar com preço 17,9% superior” (§148 do termo de acusação).

⁵⁹ “XIII – O laudo de avaliação deverá apresentar: (...) d) na hipótese de a avaliação em uma faixa de valores mínimo e máximo, a justificativa para tal intervalo, que não poderá ultrapassar 10%, tendo como base o maior valor”.

⁶⁰ Segundo o termo de acusação, “[a] necessidade de um novo exercício completo de avaliação só pode ser afastada partindo-se da constatação de que não houve modificações substanciais das premissas originais. E, no entanto, é exatamente essa constatação que impõe a conclusão de que o preço deveria ter sido atualizado” (§153).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

57. Por esses motivos, a área técnica concluiu a Companhia não poderia ter reutilizado o Laudo de Avaliação no Terceiro Aumento de Capital e, por isso, sustenta a responsabilização dos administradores e membros do conselho fiscal da Companhia.

Responsabilização dos Acusados

58. Por todo o exposto, a Acusação sustenta:

- (i) Em decorrência de irregularidades associadas ao Primeiro Aumento de Capital, a responsabilização de:
 - a. **Fernando Arronte Villegas, Eunice Rios Guimarães Batista e Sandro Kohler Marcondes**, na qualidade de diretores da Coelba, e **Marcus Moreira de Almeida, Aguinaldo Barbieri, Francisco de Almeida Soares Júnior, José Eduardo Pinheiro Santos Tanure, Mário José Ruiz-Tagle Larrain e Solange Maria Pinto Ribeiro**, na qualidade de membros do Conselho de Administração da Companhia, por infração ao art. 153 c/c art. 166, II, e ao art. 170, §7º, todos da Lei nº 6.404/1976; e
 - b. **Wagner dos Reis, Nélio Henriques Lima e Luiz Carlos Faria Ribeiro**, na qualidade de membros do Conselho Fiscal da Coelba, por infração ao art.153 c/c art. 166, §2º, e ao art. 170, §7º, todos da Lei nº 6.404/1976.
- (ii) Em decorrência de irregularidades associadas ao Segundo Aumento de Capital, a responsabilização de **André Augusto Telles Moreira, Eduardo Capelastegui Saiz e Eunice Rios Guimarães Batista**, na qualidade de diretores da Coelba, e **Fernando Arronte Villegas, José Eduardo Pinheiro Santos Tanure, Rogério Aschermann Martins, Francisco de Almeida Soares Júnior e Solange Maria Pinto Ribeiro**, na qualidade de membros do Conselho de Administração da Companhia, e **Sandro Kohler Marcondes**, na qualidade de diretor e membro do Conselho de Administração da Coelba, por infração ao art. 153 c/c o art. 170, §1º, ambos da Lei nº 6.404/1976.
- (iii) Em decorrência de irregularidades associadas ao Terceiro Aumento de Capital, a responsabilização de:
 - a. **Fulvio da Silva Marcondes Machado, Eduardo Capelastegui Saiz, Eunice Rios Guimarães Batista e Sandro Kohler Marcondes**, na qualidade de diretores da Coelba, e **André Augusto Telles Moreira, Dailton Pedreira Cerqueira Rogério Aschermann Martins e Solange Maria Pinto Ribeiro**,



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

na qualidade de membros do Conselho de Administração da Coelba, por infração ao art. 153 c/c o art. 170, §1º, ambos da Lei nº 6.404/1976; e

- b. **Francesco Gaudio, Eduardo Valdes Sanchez, Luiz Carlos Faria Ribeiro e Nélio Henriques Lima**, na qualidade de membros do Conselho Fiscal da Coelba, por infração ao art. 153 c/c art. 162, §2º, e ao art. 170, §1º, todos da Lei nº 6.404/1976.

IV. Razões de defesa

59. Após a apreciação do termo de acusação pela Procuradoria Federal Especializada da CVM (“PFE-CVM”)⁶¹, nos termos do art. 9º da Deliberação CVM nº 538/2008, vigente à época, os Acusados foram devidamente intimados e apresentaram suas razões de defesa.

60. Em linha com o que propus no início deste relatório, abordarei, separadamente, as razões de defesa relativas a cada um dos aumentos de capital questionadas neste PAS. Entretanto, antes de relatar os argumentos de mérito trazidos pelos Acusados, apresentarei as preliminares que foram suscitadas.

Preliminares

61. Os diretores da Coelba alegam que a área técnica não teria se desincumbido do ônus de individualizar suas condutas no termo de acusação. Neste sentido, argumentam que o Estatuto Social da Coelba prevê que cada diretor tem, como uma de suas funções, a direção e supervisão das atividades abrangidas pela área de sua competência⁶².

62. Além disso, os diretores sustentam que uma suposta violação ao art. 153 da Lei nº 6.404/1976 “*deve ser medida de acordo com a natureza do ocorrido e o grau de especialização e não tratada de forma genérica e sem qualquer relação com os fatos ocorridos*”⁶³. Tal afirmação seria corroborada pela decisão do Colegiado proferida no âmbito do PAS CVM nº RJ2014/7072⁶⁴, que reconhece “*ser possível identificar certas competências específicas com base na denominação atribuída em deliberação, o que*

⁶¹ Doc. SEI 0798864.

⁶² “Artigo 28 - Compete a cada um dos demais Diretores as seguintes atribuições: (...) II. dirigir, supervisionar, com responsabilidade, as atividades abrangidas pela área que for definida como de sua competência, pelo Conselho de Administração, no âmbito da atuação da Companhia”.

⁶³ Doc. SEI 0870592, p. 10.

⁶⁴ Relator Diretor Gustavo Borba, j. em 29.11.2006.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

*resulta na necessidade de atribuir-se responsabilidade individualizada de acordo com as competências verificadas*⁶⁵.

63. A Acusação, no entanto, “*não demonstrou qualquer conduta, praticada por qualquer um dos Defendentes, que fosse afeta ao mérito dos aspectos técnico-financeiros referentes aos aumentos de capital*”⁶⁶, especialmente no que tange à fixação do preço de emissão das ações ou à obrigação de justificar esta escolha.

64. Ao tratar, por exemplo, do Primeiro Aumento de Capital, a defesa questiona se faria sentido responsabilizar Eunice Batista, Diretora de Gestão de Pessoas à época dos fatos, por suposta incompletude na justificativa para fixação do preço de emissão das ações. Além disso, em relação ao Segundo Aumento de Capital e ao Terceiro Aumento de Capital, a defesa aduz que o termo de acusação teria utilizado termos abstratos para justificar a responsabilização dos diretores da Companhia, presumindo a má-fé e a culpabilidade dos administradores⁶⁷.

65. No mesmo sentido, os membros do conselho fiscal alegam que a Acusação “*não foi capaz de demonstrar em que medida o fato de os Defendentes do Primeiro Aumento considerarem razoável a justificativa apresentada pela administração consiste em infração aos arts. 153 c/c 166, §2º e 170, §7º da LSA*”⁶⁸. Além disso, com relação ao Terceiro Aumento de Capital, a defesa destaca que os conselheiros fiscais sequer foram mencionados, no termo de acusação, quando este trata do assunto.

66. Por estes motivos, a peça acusatória não teria demonstrado em que medida os conselheiros fiscais teriam falhado em suas obrigações ao emitir um parecer favorável à operação de capitalização da Companhia. Assim, concluem que a Acusação, ignorando a doutrina e a jurisprudência aplicáveis, deixou de analisar “*a conduta específica do conselho fiscal, e sequer deixando claro exatamente por quais supostas irregularidades*

⁶⁵ Doc. SEI 0870592, p. 10.

⁶⁶ Doc. SEI 0870592, p. 11. No mesmo sentido, os membros do conselho fiscal apontam que “[*n*]ão há, durante o processo, qualquer análise de uma conduta reprovável, comissiva ou omissiva, por parte dos Defendentes do Primeiro Aumento que leve à conclusão de que eles teriam falhado no seu dever de diligência ao emitir parecer favorável ao Primeiro Aumento” (doc. SEI 0870732, p. 15).

⁶⁷ Conforme a defesa: “deve-se reconhecer que, no presente caso, se está diante de uma Acusação que desconsidera (i) que, para que a sanção, como última *ratio*, recaia sobre o acusado, deve-se haver certeza sobre a conduta, o dano e o nexos causal e, principalmente, [] (ii) que não cabe ao acusado provar sua inocência, mas sim à Acusação provar a tese da alegada culpabilidade, amparada por fatos e evidências” (doc. SEI 0870592, p. 42).

⁶⁸ Doc. SEI 0870732, p. 15.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

*estão sendo acusados. O que fez a acusação foi buscar responsabilizá-los de forma objetiva e solidária em relação aos administradores*⁶⁹.

67. Apresentadas as preliminares alegadas, passo a relatar os argumentos de mérito.

Primeiro Aumento de Capital

Razões de defesa dos administradores da Coelba⁷⁰

68. Os membros do conselho de administração da Companhia contestam, inicialmente, a imputação automática de quebra do seu dever de diligência na hipótese de infração ao art. 170, §7º, da lei acionária. Na sua visão, o termo de acusação não teria especificado as circunstâncias que justificariam a aplicação, neste caso, de precedentes que analisaram a violação conjunta dos dispositivos legais em questão – o que teria prejudicado, inclusive, o exercício do seu contraditório e da ampla defesa, dada a suposta inobservância, pela área técnica, dos itens II e III do art. 6º da Deliberação CVM nº 538/2008⁷¹, vigente à época.

69. Além disso, os membros do conselho de administração sustentam que *“apenas em pouquíssimos casos relacionados a violações ao art. 170, §7º, da Lei nº 6.404/76 imputou-se, automática e simultaneamente aos administradores, a acusação de violação do art. 153 do mesmo diploma*⁷², o que demonstraria a excepcionalidade de uma acusação de infração conjunta desses dois dispositivos. Segundo os acusados do Primeiro Aumento de Capital, a jurisprudência da CVM também corroboraria o argumento de que, nos casos envolvendo infrações relativas à não apresentação de justificativa pormenorizada no âmbito de operações de aumento de capital, a imputação se dá exclusivamente em relação ao art. 170, §7º, da Lei nº 6.404/1976, sendo *“distintas as condutas que ensejam a violação aos dispositivos mencionados*⁷³.

70. Embora não concordem com o enquadramento jurídico dado pela Acusação, os administradores da Coelba argumentam que sempre agiram no interesse da Companhia e cumpriram seu dever de diligência ao discutir e aprovar o Primeiro Aumento de Capital.

⁶⁹ Doc. SEI 0870592, p. 21.

⁷⁰ Docs. SEI 0870592 e 0870604.

⁷¹ “Art. 6º Ressalvada a hipótese de que trata o art. 7º, a SPS e a PFE elaborarão relatório, do qual deverão constar: (...) II – narrativa dos fatos investigados que demonstre a materialidade das infrações apuradas; III – análise de autoria das infrações apuradas, contendo a individualização da conduta dos acusados, fazendo-se remissão expressa às provas que demonstrem sua participação nas infrações apuradas”.

⁷² Doc. SEI 0870604, p. 11.

⁷³ Doc. SEI 0870604, p. 12.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Neste sentido, sustentam que a escolha do critério de valor patrimonial fins do art. 170, §1º, da Lei nº 6.404/1976, trata-se de uma decisão negocial, que deve ser preservada, por força (i) da *business judgment rule*, pois foi tomada de forma informada, refletida e desinteressada⁷⁴; e (ii) do art. 3º, inciso V, da Lei nº 13.874/2019⁷⁵.

71. Com efeito, para os administradores da Companhia, a escolha do valor patrimonial da ação para fixar o seu preço de emissão no Primeiro Aumento de Capital foi acertada, uma vez que a utilização dos demais critérios previstos no art. 170, §1º, da Lei nº 6.404/1976 não seria adequada. Como as ações da Coelba teriam baixa liquidez, os administradores refutaram a utilização do critério de cotação em bolsa. Ademais, consideraram que a perspectiva de rentabilidade futura tampouco seria um bom parâmetro, em razão “(i) da ausência de outros meios de capitalização no curtíssimo prazo dentro dos parâmetros de custo e prazos necessários para fazer frente a compromissos, inclusive com credores; e (ii) da situação momentânea de alavancagem da Coelba”⁷⁶.

72. De acordo com a defesa, a primeira justificativa (ausência de outros meios de capitalização no curtíssimo prazo) deve-se ao fato de que, se o AFAC realizado pela Neoenergia fosse convertido em mútuo, ocorreria o imediato descumprimento de determinados *covenants*⁷⁷ financeiros da Coelba, o que colocaria em risco sua sustentabilidade. Além disso, os diretores da Companhia lembram que, naquele ano, houve uma queda na geração de energias naturais afluentes, por conta do cenário hidrológico do Nordeste, o que também prejudicaria o cumprimento dos *covenants* financeiros e poderia acarretar a aceleração do vencimento da totalidade da dívida.

⁷⁴ Conforme a defesa, a decisão teria sido tomada de maneira (i) informada, tendo em vista que os administradores estavam munidos das informações necessárias; (ii) refletida, pois “após verificarem a ínfima liquidez das ações da Companhia e sua situação patrimonial, os Defendentes do Primeiro Aumento entenderam, à época, que naquela conjuntura não seria adequado utilizar os critérios de cotação em bolsa ou de perspectiva de rentabilidade futura” (doc. SEI 0870604, p. 17); e (iii) desinteressada, sendo que a própria área técnica reconheceu que não há como comprovar que a escolha do critério mencionado no art. 170, §1º, inciso II, se deu para agradar interesses diversos dos da Companhia.

⁷⁵ “Art. 3º São direitos de toda pessoa, natural ou jurídica, essenciais para o desenvolvimento e o crescimento econômicos do País, observado o disposto no parágrafo único do art. 170 da Constituição Federal: (...) V - gozar de presunção de boa-fé nos atos praticados no exercício da atividade econômica, para os quais as dúvidas de interpretação do direito civil, empresarial, econômico e urbanístico serão resolvidas de forma a preservar a autonomia privada, exceto se houver expressa disposição legal em contrário”.

⁷⁶ Doc. SEI 0870604, p. 18.

⁷⁷ Jargão utilizado para se fazer referência a compromissos assumidos por devedores em operações de financiamento em benefício dos interesses de seus credores.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

73. A segunda justificativa, por sua vez, teria relação com a “*conjuntura econômica em que se inseria a Companhia, que enfrentava grave situação financeira em um momento de crônica crise econômica*”⁷⁸. Como o critério de perspectiva de rentabilidade futura é muito mais subjetivo, a administração entendeu que sua aplicação “*não resultaria, à época, numa avaliação adequada e segura do real valor da Companhia*”⁷⁹, tendo em vista sua alta alavancagem e os índices macroeconômicos prejudicados pela crise⁸⁰ – diferentemente do que ocorreu no Segundo Aumento de Capital e no Terceiro Aumento de Capital, quando tais índices, de acordo com a defesa, já teriam se normalizados e, em razão da capitalização de AFACs, a Coelba já apresentaria menor volatilidade em seus dados econômico-financeiros. Além disso, em 2017, a Companhia passava por um cenário de incertezas, pois não se sabia, à época, quais seriam os efeitos da revisão tarifária da ANEEL⁸¹.

74. Os diretores, vale destacar, reforçam que a administração da Companhia jamais considerou que os demais critérios para fixação do preço de emissão seriam inaplicáveis⁸². Eles apenas entenderam, dentro de sua margem de discricionariedade⁸³, que o valor patrimonial da ação seria o parâmetro mais adequado, dada a situação econômico-financeira da Coelba naquele momento⁸⁴. Adicionalmente, destacam que caso

⁷⁸ Doc. SEI 0870604, p. 18.

⁷⁹ Doc. SEI 0870604, pp. 18-19.

⁸⁰ Conforme a defesa, “um elevado nível de investimento da Coelba faria com que a avaliação realizada a partir do critério de perspectiva de rentabilidade futura fosse distorcida, uma vez que (i) o valor dos ativos operacionais, um dos coeficientes de cálculo do preço por ação é negativamente afetado pelo montante da dívida líquida ajustada; (ii) dificulta a apresentação de um adequado nível de investimento em relação ao CAPEX; e (iii) gera um custo médio ponderado de capital (“WACC”) maior, e, conseqüentemente, um menor preço por ação” (doc. SEI 0870604, pp. 19).

⁸¹ Os administradores citam os possíveis efeitos da revisão no WACC regulatório, nas glosas da base de ativos, nas perdas regulatórias, nas tendências dos indicadores de qualidade e na remuneração sobre os investimentos do programa de universalização de serviços (cf. doc. SEI 0870592, p. 20).

⁸² Para os diretores, “a Acusação funda suas ilações na suposta alegação de inaplicabilidade, pela Administração, do critério de perspectiva de rentabilidade futura como forma de precificação de ações. Nesse sentido, conforme será demonstrado, é evidenciada a confusão, por parte da Acusação, entre os conceitos de inaplicabilidade e prevalência de um critério” (doc. SEI 0870592, p. 12).

⁸³ Segundo os acusados: “a intenção do legislador, ao conferir discricionariedade à administração, é permitir que se encontre o critério que se mostre mais coerente com a situação econômico-financeira da Companhia. Nesse sentido, cumpre lembrar que o poder de decisão é ferramenta essencial para garantir o pleno desenvolvimento das atividades sociais, sendo inerente ao poder do administrador de praticar atos negociais em conformidade com seu juízo de oportunidade e conveniência no melhor interesse da Companhia.” (doc. SEI 0870592, p. 15).

⁸⁴ Os membros do conselho de administração também apontam o seguinte: “não é que, em razão do alto endividamento da Companhia, o critério de perspectiva de rentabilidade futura fosse inaplicável para fixar



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

o preço de emissão tivesse sido calculado com base no critério de perspectiva de rentabilidade futura, este teria sido menor do que o praticado no Primeiro Aumento de Capital – o que resultaria em maior diluição dos acionistas.

75. Além de procurarem demonstrar a diligência dos administradores na aprovação do Primeiro Aumento de Capital, as defesas sustentam que não houve violação ao art. 170, §7º, da Lei nº 6.404/1976. De acordo com os administradores, o aviso aos acionistas de 20.07.2017 atenderia plenamente ao comando legal, pelos motivos já expostos acima. O documento, aliás, traria justificativas muito mais pormenorizadas do que outros avisos aos acionistas divulgados ao mercado por outras companhias abertas e que sequer foram objeto de processo administrativo sancionador pela CVM.

76. Os diretores ressaltaram, ainda, que não há, na legislação societária, norma que indique o conteúdo mínimo da justificativa exigida pelo §7º do art. 170, “*uma vez que as situações fáticas que permeiam a precificação em cada caso são singulares*”⁸⁵. E, no caso concreto, a administração, “*após tomar uma decisão informada e refletida, forneceu os elementos relevantes que justificaram a escolha do critério, ao expor aos acionistas os motivos pelos quais o critério de valor patrimonial seria o que entenderam o mais adequado*”⁸⁶.

77. Na verdade, para os diretores, a Acusação teria demonstrado, ao arripio da lei, uma preferência pelo critério de perspectiva de rentabilidade futura em detrimento dos demais⁸⁷. Ao fazer isso, a área técnica teria adentrado “*o mérito da decisão negocial dos administradores, exigindo melhores justificativas para a não utilização do critério por ela definido como mais usual e, portanto, “mais adequado”*”⁸⁸. Os diretores sustentam, contudo, que essa premissa não deveria prosperar, uma vez que não há ordem de predominância entre os critérios previstos no §1º do art. 170 da Lei nº 6.404/1976.

o preço de emissão das ações emitidas no âmbito do Primeiro Aumento de Capital. É que, em decorrência de tal alavancagem, e das incertezas existentes à época, uma avaliação por tal critério levaria a um preço de emissão distorcido que não representaria o real valor da Companhia, gerando um prejuízo aos seus acionistas.” (doc. SEI 0870604, p. 22).

⁸⁵ Doc. SEI 0870592, p. 18.

⁸⁶ Doc. SEI 0870592, p. 18.

⁸⁷ Os diretores referem-se ao seguinte trecho do termo de acusação: “[c]omo se sabe, para uma empresa em marcha, sem perspectiva de encerramento de atividades, a estimativa dos fluxos de caixa futuros e sua avaliação a valor presente tende a capturar o valor de tal empresa e é o método mais habitualmente utilizado. O valor contábil, que mais se aproxima do valor de liquidação, não é tão usual para empresas em marcha e seu uso precisa ser particularmente justificado” (§21 do termo de acusação).

⁸⁸ Doc. SEI 0870592, p. 22.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

78. Por fim, os acusados do Primeiro Aumento de Capital argumentam que:
- (i) não houve dano aos acionistas da Companhia ou ao mercado, uma vez que lhes foi garantido o exercício do direito de preferência, o Primeiro Aumento de Capital contou com a adesão de 99,84% do capital social da Coelba e não houve diluição injustificada;
 - (ii) especificamente no caso de Eunice Batista, Diretora de Gestão de Pessoas à época dos fatos, “(i) eventual conduta imputada à Defendente sequer produziu dano ou repercussão para os acionistas, que dirá ao mercado e (ii) eventual punição da Sra. Eunice careceria de justa causa”⁸⁹, pois sua conduta não teria sido individualizada⁹⁰.
 - (iii) “os próprios Reclamantes fizeram parte dos 99,84% dos acionistas da Companhia que participaram do Primeiro Aumento de Capital”⁹¹ e, agora, contrariando o princípio do *non venire contra factum proprium*, questionam a legalidade da operação. Tal comportamento, de acordo com os administradores da Coelba, caracterizaria abuso de minoria; e
 - (iv) caso o Colegiado entenda que os administradores acusados em decorrência do Primeiro Aumento de Capital devam ser condenados, a pena aplicável seria a de advertência⁹².

Razões de defesa dos membros do conselho fiscal da Coelba⁹³

79. Em suas razões de defesa, além de reiterarem alguns dos argumentos apresentados pelos administradores da Companhia, os membros do conselho fiscal da Coelba

⁸⁹ Doc. SEI 0870592, p. 26. Vale destacar que, em relação a ausência de dano, a defesa sustenta que seria aplicável o princípio da insignificância.

⁹⁰ Conforme a defesa, “as conjecturas suscitadas pela Área Técnica generalizam, indevidamente, a responsabilidade dos diretores da Companhia, tendo a Sra. Eunice sido acusada por infração à deveres de diligência que sequer são inerentes a seu cargo, a instauração do presente processo careceu de justa causa” (doc. SEI 0870592, p. 27).

⁹¹ Doc. SEI 0870604, p. 25.

⁹² A defesa dos membros do conselho de administração considerou as seguintes circunstâncias para embasar seu argumento: “(i) da primariedade; (ii) dos bons antecedentes e inegável boa-fé dos Defendentes Primeiro Aumento; (iii) da baixíssima expressividade da conduta praticada; (iv) da adequação do critério adotado; (v) do fato de o Primeiro Aumento de Capital ter sido subscrito por 99,84% dos acionistas da Companhia, sem qualquer tipo de reclamação por qualquer acionista; (vi) não ter ocorrido qualquer dano demonstrado; e (vii) da jurisprudência sancionadora da CVM em outros precedentes similares.” (doc. SEI 0870604, p. 28).

⁹³ Doc. SEI 0870732.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

sustentam que não poderiam ser diretamente responsabilizados por eventual descumprimento do art. 170, §1º e §7º, da Lei nº 6.404/1976, tendo em vista as funções que a lei lhes atribui no contexto de uma operação de aumento de capital. Justamente por isso, imputações relacionadas a esses dispositivos seriam, usualmente, dirigidas aos membros da administração, mas não do conselho fiscal.

80. Ademais, argumentam que, ante a falta de clareza quanto aos limites do que se pode exigir do conselho fiscal em operações de aumento de capital, sua diligência deveria ser aferida com base no que se pode extrair da doutrina e jurisprudência sobre o assunto. E, neste contexto, os acusados teriam se desincumbido plenamente daquilo que lhes seria exigível.

81. A Acusação, por sua vez, não teria sido capaz de demonstrar em que medida suas condutas ou omissões significariam que a análise realizada teria sido acrítica, nem como teriam falhado no cumprimento de seu dever de diligência ao emitir parecer favorável à proposta apresentada pela administração.

82. Ao analisar a proposta da administração referente ao Primeiro Aumento de Capital, os conselheiros fiscais consideraram, em síntese, se o conteúdo da proposta e a justificativa apresentada eram suficientemente pormenorizadas, e se forneciam aos acionistas da Coelba informações suficientes para a tomada de sua decisão a respeito da operação. Tal avaliação teria sido realizada por meio da comparação com outras propostas de aumento de capital de companhias abertas apresentadas um ano antes e, ao final, os membros do órgão concluíram que a justificativa apresentada pela Companhia para embasar a escolha do critério de fixação do preço das ações no Primeiro Aumento de Capital foi *“mais extensa e específica do que a vasta maioria das justificativas contidas nas propostas de outras companhias”*⁹⁴.

83. O conselho fiscal da Coelba também teria pautado sua decisão pela apresentação realizada pela Superintendente Financeira da Companhia e pela nota técnica elaborada pela Diretoria Financeira e Gerência de Planejamento Financeiro da Coelba. Desta forma, não haveria que se falar em uma atuação acrítica por parte dos conselheiros fiscais. De acordo com a defesa:

“A realização de pedidos de esclarecimento desnecessários e produção de papelada inútil pelo conselho fiscal com a exclusiva finalidade de aparentar maior aprofundamento em um assunto que já se entendia estar superado não pode (ou ao menos não deveria) ser necessária

⁹⁴ Doc. SEI 0870732, p. 46.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

para demonstrar o adequado cumprimento do dever de diligência do órgão em relação à execução do previsto no art. 166, §2º da LSA.”⁹⁵

84. Ao contrário, “*retardar desnecessariamente*”⁹⁶ a realização do Primeiro Aumento de Capital é que poderia ter resultado em uma atuação pouco diligente e em desacordo com o interesse social da Companhia, defendem os acusados.

85. Diante disso, os membros do conselho fiscal entendem que seu processo decisório, que culminou na apresentação de manifestação favorável ao Primeiro Aumento de Capital, foi diligente e atendeu aos parâmetros estabelecidos pela doutrina e pela jurisprudência da CVM.

86. Os acusados sustentam, ainda, que a justificativa apresentada na proposta da administração estava correta e que, à época, dadas as circunstâncias, o valor do patrimônio líquido da ação seria o critério mais adequado para fixar o preço de emissão das ações no Primeiro Aumento de Capital.

Segundo Aumento de Capital

87. No que tange ao Segundo Aumento de Capital, os administradores sustentam que a Acusação pretende intervir na escolha do critério para fixação o preço de emissão das ações. Assim, a área técnica estaria se imiscuindo, indevidamente, em matérias de competência da administração da Coelba e do seu assessor financeiro⁹⁷, sob o pretexto de que haveria “*inconsistências técnicas objetivas*” no Laudo de Avaliação – um recurso retórico que procura camuflar uma invasão no mérito da decisão negocial e nas premissas metodológicas do laudo, de acordo com os diretores da Coelba.

88. Na verdade, tal divergência decorreria do fato de que o Laudo de Avaliação adotou um modelo para calcular o beta que, na visão da Acusação, não seria o mais adequado. Em suma, enquanto o beta constante no Laudo de Avaliação foi obtido através de um método fatorial⁹⁸, os betas indicados pela área técnica teriam sido calculados “*a partir de*

⁹⁵ Doc. SEI 0870732, p. 47.

⁹⁶ Doc. SEI 0870732, p. 47.

⁹⁷ Neste sentido, os diretores alegam, com base em parecer jurídico juntado aos autos, que “a pretensão acusatória, no caso concreto, direciona-se na contramão do entendimento já consolidado no sentido de que não cabe ao julgador discutir os juízos de conveniência e oportunidade das decisões negociais tomadas de boa-fé pelos administradores, especialmente quando embasadas em parecer elaborado por terceiro independente e altamente especializado” (doc. SEI 0870592, p. 29).

⁹⁸ Os administradores da Coelba explicam que “os betas das sociedades utilizadas para fins de comparação com a Companhia foram calculados pelo BNP por meio do modelo proprietário de multicovariância fatorial



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

*uma regressão linear simples entre os retornos de um ativo e os da carteira de mercado adotada como parâmetro*⁹⁹.

89. Ocorre que, para os administradores, o método fatorial seria tecnicamente superior e mais adequado para análises mais sofisticadas, refletindo o risco sistêmico e suas variações com maior precisão. No seu entendimento, o Laudo de Avaliação adotou uma linha de raciocínio coerente com relação às escolhas das premissas que fundamentaram a avaliação da Coelba.

90. Além disso, a defesa aponta que o Laudo de Avaliação seguiu o modelo CAPM (*Capital Asset Pricing Model*) para aferir o custo de capital próprio da Companhia, considerando as seguintes premissas (i) taxa livre de risco, (ii) prêmio de risco de mercado e (iii) prêmio de risco país.

91. Por considerar que as métricas comparáveis do mercado dos Estados Unidos da América seria mais compatível com as demais variáveis do modelo, o Laudo de Avaliação, seguindo a prática de mercado¹⁰⁰, adotou métricas comparáveis no mercado estadunidense¹⁰¹. A avaliação, entretanto, seria ajustada à realidade nacional de uma companhia de capital aberto por meio da aplicação, no modelo CAPM, do prêmio de risco do país¹⁰².

(“Método Fatorial”), enquanto o beta da Companhia foi obtido pela média dos betas desalavancados das mencionadas sociedades e, posteriormente, realavancados com base na estrutura de capital da Companhia. A partir do Método Fatorial são calculados betas fundamentalistas que, diferentemente dos betas históricos, não são influenciados somente pela covariância de retornos históricos de determinado ativo contra os retornos de um índice específico”. (doc. SEI 0870604, p. 29). No mesmo sentido, a defesa dos diretores destaca que “a MSCIBarra, fonte utilizada pelo BNP Paribas no presente caso, é metodologia que apresenta maior grau de complexidade, em termos econômicos, em relação à metodologia utilizada pela ANEEL, que foi utilizada pela Acusação para o cálculo do beta, e é de implementação e cálculo mais simples.” (doc. SEI 0870592, p. 34).

⁹⁹ Doc. SEI 0870604, p. 30.

¹⁰⁰ Os administradores apontam, inclusive que “por utilizar mais fatores de risco no cálculo do beta, é esperado, do próprio ponto de vista estatístico, que o beta calculado a partir do Método Fatorial seja superior àquele verificado com base no Modelo de Índice Único” (doc. SEI 0870604, p. 30).

¹⁰¹ Neste sentido, os administradores defendem que “[e]m virtude de diversos aspectos, tais como volumes negociados, representatividade de sociedades do setor elétrico, volatilidade decorrente da dependência e influência da presença significativa de capital estrangeiro em bolsa de valores e contágio de outros mercados emergentes, a referência consolidada e madura que deve ser utilizada é o mercado acionário norte-americano, e não o brasileiro” (doc. SEI 0870604, p. 31).

¹⁰² Como explicam os administradores: “[c]aso o Laudo BNP tivesse adotado o Modelo Regional Brasil e o *benchmark* ibovespa, ao mesmo tempo em que, para calcular o CCP, fizesse o uso do modelo CAPM, o resultado seria uma avaliação distorcida, uma vez que seriam adotadas referências do mercado nacional para uma avaliação que parte de premissas do mercado dos Estados Unidos da América, como, por exemplo,



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

92. Assim, a premissa adotada pela Acusação, no sentido de que a análise de risco setorial constante no Laudo de Avaliação estaria desvirtuada por conta de movimentações cambiais, não seria verdadeira¹⁰³. Isso porque “o valor expresso na moeda norte-americana é convertido em reais, levando em consideração o diferencial de inflação entre o Brasil e os Estados Unidos”¹⁰⁴. Desta forma, sustentam os administradores, o efeito do câmbio seria incorporado ao final do cálculo. O mesmo procedimento, aliás, seria adotado pela ANEEL para o cálculo do WACC regulatório, conforme apontam os acusados do Segundo Aumento de Capital.

93. Ademais, para os administradores da Coelba, “a adoção de variáveis baseadas no mercado norte-americano torna muito mais consistente o cálculo do beta e, como resultado, a taxa de desconto aplicável ao WACC, quando comparado com referências do mercado nacional”¹⁰⁵. Empregar diferentes fontes para calcular o beta seria, inclusive, uma prática comum no mercado.

94. Os administradores procuram, ainda, afastar o argumento da Acusação de que o Laudo de Avaliação deveria ter utilizado em seus cálculos o WACC regulatório, ao invés daquele escolhido pelo avaliador. No seu entendimento, “para fins de valuation, são considerados prioritariamente aspectos que não referem necessariamente ao WACC regulatório”¹⁰⁶. Em síntese, para os administradores, não haveria “razão econômica para

na determinação da taxa livre de risco, que adota como referência os títulos de 10 anos do tesouro americano” (doc. SEI 0870604 , pp. 31-32).

¹⁰³ Os acusados referem-se, especificamente, a este trecho do termo de acusação: “[a] introdução da variável “câmbio” quando coletados dados sobre os retornos das ações de companhias do setor elétrico no mínimo compromete a precisão da estimativa do risco setorial, pois a variância que se observa nos retornos das companhias do setor passa a refletir a variância das flutuações cambiais e a covariância entre esses dois fatores.” (§91 do termo de acusação).

¹⁰⁴ Doc. SEI 0870604, pp. 32-33. Em outras palavras, “como o cálculo da metodologia do MSCIBarra se utiliza de substrato em moeda americana, obtém-se o WACC em dólares e, posteriormente, são utilizadas as estimativas de inflação brasileira e americana para a conversão e obtenção do parâmetro em reais nominais” (doc. SEI 0870592, p. 35 – os destaques foram omitidos).

¹⁰⁵ Doc. SEI 0870604, p. 33.

¹⁰⁶ Doc. SEI 0870604, p. 33 – os destaques constam no original. Neste sentido, argumentam, ainda, que “[a]s decisões negociais tomadas pelos Defendentes se baseiam em análises técnicas/operacionais e obrigações regulatórias, como, por exemplo, atendimento da demanda de novos clientes, redimensionamento de carga, investimentos para melhorar os indicadores de continuidade relativos à duração e à frequência das interrupções de fornecimento, e combater as perdas de energia. Com efeito, visa-se a resolver esses problemas da maneira mais eficiente possível, de modo a manter, ainda, a classificação dos investimentos realizados como prudentes, segundo os critérios adotados pela ANEEL, permitindo sua inclusão na base de ativos regulatórios reconhecida a cada ciclo de revisão tarifária e a consequente remuneração da Coelba, de acordo com as referências regulatórias públicas definidas por tal agente regulador.” (doc. SEI 0870604, p. 33).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

*basear suas decisões de investimento no mesmo WACC que é adotado em uma análise de valuation*¹⁰⁷.

95. A ANEEL, argumentam os acusados, mensura a taxa de desconto aplicável ao WACC com a finalidade de estipular revisões tarifárias. Por isso, o modelo utilizado pelo regulador não seria o mais adequado para determinar o valor de mercado ou a expectativa de rentabilidade futura de uma companhia que atua neste setor¹⁰⁸.

96. Os administradores também alegam que os percentuais do custo de capital próprio e WACC resultantes do beta estabelecido no Laudo de Avaliação não caracterizariam sinais de alerta (“*red flags*”). Consequentemente, os administradores da Companhia teriam o direito de confiar na opinião do seu assessor financeiro¹⁰⁹.

97. Em relação ao direito de confiar na opinião de terceiros, os administradores destacam que “*a jurisprudência da CVM balizou os requisitos necessários para a aplicação do reliance defense e os limites inerentes ao right to rely on no direito societário brasileiro*” e, no caso concreto, o Laudo de Avaliação e o assessor contratado preencheria todos esses requisitos.

98. No presente caso, o assessor contrato era qualificado¹¹⁰ e recebeu as informações necessárias para o cumprimento de suas funções¹¹¹. Os administradores, por sua vez, tomaram conhecimento a respeito da opinião do assessor financeiro e, no exercício de sua

¹⁰⁷ Doc. SEI 0870604, p. 34.

¹⁰⁸ Isso porque “enquanto o retorno sobre um investimento de uma companhia distribuidora de energia elétrica é mensurável através de parâmetros regulatórios, um investidor mensura o retorno de seus investimentos no negócio de distribuição de energia com base em diversos outros fatores” (doc. SEI 0870604, p. 34).

¹⁰⁹ Os diretores aduzem, inclusive, que “é comum e desejável que os administradores se utilizem de informações técnicas e análises realizadas por terceiros para fundamentar tomadas de decisão. Isso ocorre em razão do fato de os administradores não terem a obrigação de deter todo conhecimento técnico metodológico que tangencia o exercício de suas funções.” (doc. SEI 0870592, p. 31).

¹¹⁰ Quanto à qualificação do assessor, os administradores destacam que “[e]m relação ao primeiro requisito, não há dúvidas acerca da qualificação do assessor. O BNP é um banco de investimento de primeira linha, altamente conceituado no mercado internacional e com qualificado *track record* na confecção de laudos de avaliação que embasam as mais diversas e complexas operações, incluindo alienação e aquisição de ativos e participações societárias, ofertas públicas para aquisição e/ou ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários. Assim, resta indubitavelmente atendido o primeiro requisito para a incidência do *reliance defense*.” (doc. SEI 0870604, p. 43 – os destaques constam no original)

¹¹¹ O termo de acusação, vale destacar, não questiona esta premissa, apenas as premissas metodológicas do Laudo de Avaliação.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

discricionariedade, decidiram, de boa-fé¹¹², sobre o método para fixação do preço de emissão das ações e pela utilização do valor estabelecido no Laudo de Avaliação (o que também demonstra o nexo de causalidade entre a decisão tomada e a assessoria prestada).

99. Assim, ante a inexistência de sinais de alerta¹¹³ e considerando que o Laudo de Avaliação foi analisado pelos administradores, dentro de suas respectivas capacidades e limitações (sem que surgissem dúvidas a respeito do custo de capital próprio e do CMPC), os acusados do Segundo Aumento de Capital sustentam que não podem ser responsabilizados por violação ao art. 153 da Lei nº 6.404/1976.

100. Além disso, os administradores sustentam que a jurisprudência desta Autarquia caminha no sentido de punir apenas “*administradores por sinais de alertas não fiscalizados e investigados que decorram de ressalvas ou abstenções*” – o que não teria ocorrido no caso concreto, uma vez que o assessor financeiro da Companhia não emitiu ressalvas ou abstenções sobre o assunto, “*tendo produzido um laudo conclusivo com base nas melhores práticas de mercado e utilizando-se de metodologia consagrada internacionalmente*”¹¹⁴.

101. Por fim, ressaltam que (i) não houve, no momento de aprovação do Segundo Aumento de Capital, qualquer espécie de reclamação ou protesto por parte dos acionistas em sede de assembleia geral; e (ii) caso o Colegiado entenda pela responsabilização dos acusados, a pena aplicável seria a advertência.

Terceiro Aumento de Capital

Razões de defesa dos administradores da Coelba

102. Com relação ao Terceiro Aumento de Capital, os administradores sustentam que era legítima a reutilização do Laudo de Avaliação para fixar o preço de emissão das ações nessa nova operação. Isso porque (i) o referido laudo já abrangeria as previsões e projeções da Companhia (incluindo a revisão tarifária da concessão da Coelba) pelos

¹¹² Conforme a defesa, “não há, inclusive, quaisquer questionamentos acerca da boa-fé dos envolvidos, reconhecendo-se também que não há nenhuma evidência no sentido de que os Aumentos de Capital Contestados foram feitos para beneficiar qualquer indivíduo, nem mesmo a Neoenergia.” (doc. SEI 0870604, p. 44)

¹¹³ Aliás, os diretores defendem que “a Acusação superdimensiona a noção de “red flag”, interpretando-a para muito além dos deveres fiduciários de um administrador e demandando que desconfiasse de todas as informações e análises conduzidas por profissionais especializados.” (doc. SEI 0870592, p. 32).

¹¹⁴ Doc. SEI 087064, p. 45.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

próximos trinta anos; e (ii) não teria ocorrido um fato ou situação extraordinária que alterasse a situação macroeconômica da Companhia.

103. Em linha com o que argumentaram durante a fase investigativa deste processo, os administradores ressaltaram que (i) não houve variação substancial no prêmio de risco de mercado; (ii) o prêmio de risco país permaneceu o mesmo; e (iii) a taxa livre de risco sofreu um aumento (0,5%) em comparação com a premissa original. Ocorre que, embora esta alteração pudesse aumentar o custo de capital próprio (e, conseqüentemente, reduzir o preço de emissão das ações), ela não seria suficiente para ensejar a atuação do Laudo de Avaliação, uma vez que o documento realiza projeções para os próximos trinta anos. Além disso, os administradores afirmaram que tampouco teriam ocorrido alterações relevantes em outras premissas adotadas pelo laudo, como os indicadores macroeconômicos, os resultados e perspectivas de negócios da Companhia e a regulação do setor¹¹⁵.

104. Assim, dado que as principais premissas adotadas no Laudo de Avaliação para calcular o custo de capital próprio da Coelba não foram modificadas de forma relevante entre o Segundo Aumento de Capital e o Terceiro Aumento de Capital, os administradores entenderam que não haveria motivos para a contratação de um novo laudo. Tal entendimento estaria amparado pela jurisprudência da CVM, que já teria reconhecido a possibilidade de a administração “*apoiar sua decisão em dados contidos em laudos de avaliação ainda que posteriormente à decorrência de um determinado período de tempo*”¹¹⁶.

105. Aliás, conforme os precedentes desta Autarquia, sequer seria necessária a contratação de um laudo de avaliação para subsidiar a escolha por um dos critérios previstos no art. 170, §1º, da Lei das S.A. e, na hipótese de ser encomendado (como no presente caso), o documento serviria apenas como parâmetro para fixação do preço (e não de valor ao qual a administração precisaria estar vinculada).

106. Os administradores sustentam, ainda, que (i) não houve diluição injustificada, pois o preço de emissão do Terceiro Aumento de Capital teria sido fixado corretamente; (ii) a realização da capitalização dos AFACs era imprescindível para o cumprimento das

¹¹⁵ Na verdade, para os administradores, as premissas do Laudo de Avaliação teriam sido verificadas, uma vez que, entre as duas operações de aumento de capital, a ANEEL (i) confirmou a validade do WACC regulatório para o setor de distribuição para os dois anos seguintes e (ii) homologou a revisão tarifária da Coelba.

¹¹⁶ Doc. SEI 0870604, p. 49.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

obrigações financeiras da Coelba; e (iii) foi assegurado o exercício do direito de preferência aos acionistas da Companhia. Assim, os administradores teriam agido em linha com o que é exigido pela legislação societária. Por fim, aduzem que, caso o Colegiado entenda pela sua condenação, a pena aplicável seria a de advertência.

Razões de defesa dos membros do conselho fiscal da Coelba

107. Os membros do conselho fiscal da Coelba, por sua vez, sustentam que o termo de acusação não indica o motivo pelo qual eles teriam deixado de agir de forma diligente ao opinar favoravelmente à proposta da administração referente ao Terceiro Aumento de Capital. Ao contrário, a peça acusatória teria se limitado a analisar apenas a conduta dos administradores.

108. Para os conselheiros fiscais, a Acusação procura lhes atribuir a função de analisar tecnicamente o Laudo de Avaliação, *“para fazer um juízo crítico sobre a possibilidade e a forma adequada para a reutilização de seus cálculos, projeções, premissas e conclusões”*¹¹⁷. Ocorre que, por ser um órgão de fiscalização, cabe ao conselho fiscal apenas *“examinar a regularidade e a legalidade dos atos da administração quanto aos seus deveres legais e estatutários, e não o seu mérito ou conveniência”*¹¹⁸.

109. Além disso, defendem que a CVM nunca exigiu que membros do conselho fiscal detivessem conhecimentos específicos que os habilitassem a entrar em detalhes técnicos de um documento como o Laudo de Avaliação. E, mesmo que fossem especialistas, tal análise extrapolaria o escopo de competências do conselho fiscal – a quem caberia apenas avaliar, a partir do conteúdo da proposta do Terceiro Aumento de Capital, se haveria ou não a diluição injustificada dos acionistas¹¹⁹.

110. Os membros do conselho fiscal alegam, ainda, que tinham o direito de confiar na análise elaborada pela administração da Coelba, com auxílio do seu assessor financeiro,

¹¹⁷ Doc. SEI 0870732, p. 61.

¹¹⁸ Doc. SEI 0870732, pp. 61-62.

¹¹⁹ No mesmo sentido, a defesa menciona, com base em parecer jurídico juntado aos autos, que *“a análise da conduta de membros do conselho fiscal deve se ater ao que razoavelmente se lhes pode exigir, considerando suas atribuições e funções legais, as quais não se confundem com as de administradores”* e, mais adiante, acrescenta que *“não é função dos membros do conselho fiscal atuar como ‘freio à administração’ e adentrar na esfera da discricionariedade e conveniência de decisões que cumprem os requisitos legais aplicáveis. Nas suas palavras, ‘a análise do órgão deve contemplar a legalidade da operação, inclusive no tocante à observância dos requisitos à fixação do preço de emissão, sem, contudo, adentrar na esfera da discricionariedade dos administradores quanto à conveniência daquela decisão’”* (doc. SEI 0870732, pp. 66-67).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

sem que a ausência de atualização do preço por ação pelo custo de capital próprio caracterizasse um sinal de alerta¹²⁰.

111. Assim, ao analisar a proposta relativa ao Terceiro Aumento de Capital, com base nos documentos que lhe foram fornecidos, o conselho fiscal da Companhia entendeu que as premissas adotadas no Laudo de Avaliação não haviam se alterado e concluiu ser no melhor interesse da Coelba a proposta de reutilizar o referido laudo, tendo em vista o “*elevado dispêndio de tempo e recursos que seriam necessários para a contratação de novo laudo*”¹²¹.

112. Ademais, no momento em que o conselho fiscal da Coelba deliberou sobre o assunto, “*não havia manifestação de quem quer que seja, nem mesmo de acionistas minoritários, questionando a possibilidade de reutilização do Laudo*”¹²². Ou seja, não haveria, à época, nada que tornasse necessária uma análise mais detida sobre o assunto ou indicasse a existência de um sinal de alerta¹²³.

113. Por fim, os conselheiros fiscais sustentam que a tese acusatória inova o entendimento da CVM¹²⁴, passando a exigir que os conselheiros fiscais entrem no mérito da decisão dos administradores e na análise de questões econômicas relativas às propostas

¹²⁰ A defesa também ressalta que “a mensagem que a acusação da SEP passa ao mercado é que o custo-benefício de se encomendar estudos e pareceres de terceiros independentes e especializados para embasar e dar credibilidade às decisões dos administradores não compensa, já que, em última análise, os membros do conselho fiscal terão que questionar cada detalhe das escolhas da administração como se não houvesse terceiro independente as sustentando” (doc. SEI 0870732, p. 65).

¹²¹ Doc. SEI 0870732, p. 68.

¹²² Doc. SEI 0870732, p. 68.

¹²³ Segundo a defesa, “[m]esmo que os Defendentes do Terceiro Aumento fossem especialistas no assunto e que a eles coubesse fazer esse tipo de verificação, o fato é que o suposto *red flag* apontado pela SEP sequer existia. Isso porque, mesmo que a administração tivesse feito o que a SEP entendia como correto e afirma ter sido negligenciado, ou seja, atualizado o preço das ações emitidas no Segundo Aumento pelo custo de capital próprio, para fins de obtenção do preço das ações do Terceiro Aumento, a variação no preço por ação seria irrisória. Por isso, a afirmação da SEP de que a não atualização está “*conceitualmente equivocada*” está errada.” (doc. SEI 0870732, p. 71).

¹²⁴ Conforme a defesa: “[d]a análise dos julgados apresentados no Capítulo VII da presente defesa é possível extrair conclusão valiosa e relevante para o presente caso: a CVM jamais transmitiu ao mercado a ideia de que uma conduta diligente de membros do conselho fiscal pressuporia uma análise aprofundada e minuciosa quanto a aspectos econômicos da proposta de aumento de capital apresentada pela administração. Tudo o que deles se exige, com base nos precedentes analisados, restringe-se a aspectos meramente técnico-contábeis e legais, conforme se verifica do item 111, e foi devidamente cumprido pelos DEFENDENTES (...) Não se tem notícia de precedente da CVM em que membros do conselho fiscal tenham sido condenados porque a SEP discordou do conteúdo da justificativa apresentada pela administração para afastar o uso de um dos critérios na fixação do preço de emissão de ações em aumento de capital. Tampouco identifica-se qualquer julgado no qual membros do conselho fiscal tenham sido responsabilizados porque a área técnica não concordou com a forma de cálculo do preço das ações emitidas.” (doc. SEI 0870732, pp. 72-73).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

de aumento de capital. Assim, defendem a aplicação do art. 23 da Lei de Introdução às Normas do Direito Brasileiro¹²⁵, o qual afastaria a aplicação retroativa de nova interpretação ou orientação de conteúdo indeterminado.

Pareceres acostados aos autos

114. Juntamente com suas razões de defesa, os Acusados apresentaram dois pareceres jurídicos sobre as operações objeto deste PAS e um “*parecer técnico sobre a metodologia de ‘valuation’ para aporte de capital social*” (“Parecer Técnico”).

115. O parecer jurídico elaborado por Otavio Yazbek analisou determinados aspectos relacionados ao Primeiro Aumento de Capital. Após dissertar sobre as noções gerais e parâmetros para a definição do preço de emissão das ações nos termos do art. 170, §1º, da Lei nº 6.404/1976, o parecerista conclui, em síntese, que:

- (i) a lei estabelece certa margem de liberdade para os administradores fixarem o preço de emissão das ações em aumentos de capital. Ao mesmo tempo, busca assegurar que a operação não colocasse os acionistas em uma situação de “*desvantagem indevida*”¹²⁶, preocupando-se, assim, com a diluição injustificada – isto é, aquela que “*se opera por força de aumentos de capital cuja precificação obedece a uma dinâmica arbitrária, desgarrada de quaisquer critérios*”¹²⁷;
- (ii) os critérios elencados no §1º do art. 170 da Lei nº 6.404/1976, devem ser encarados como diretrizes, sendo que a lei não determina uma ordem de preferência entre eles, tampouco indica qual deles deve ser utilizado em cada situação;
- (iii) por ser uma metodologia que carrega forte carga de subjetividade (pois de baseia em premissas que podem não se confirmar futuramente), o critério de perspectiva de rentabilidade futura pode não ser o mais adequado para precificação das ações em um aumento de capital, sendo, ainda, equivocado afirmar que este seria “*sempre e necessariamente o melhor caminho, do qual qualquer divergência tornar-se-ia automaticamente suspeita e, por isso, sujeita a um dever reforçado*”

¹²⁵ “Art. 23. A decisão administrativa, controladora ou judicial que estabelecer interpretação ou orientação nova sobre norma de conteúdo indeterminado, impondo novo dever ou novo condicionamento de direito, deverá prever regime de transição quando indispensável para que o novo dever ou condicionamento de direito seja cumprido de modo proporcional, equânime e eficiente e sem prejuízo aos interesses gerais.”

¹²⁶ Doc. SEI 0870592, p. 136.

¹²⁷ Doc. SEI 0870592, p. 137.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

*de fundamentação*¹²⁸. Assim, a *“situação de alta alavancagem da Coelba e a necessidade inescapável de captar novos recursos para permitir continuidade de seus negócios”*¹²⁹, acabaria por dificultar a utilização desse critério para fixar o preço de emissão;

- (iv) o §7º do art. 170 tem dois objetivos. O primeiro é *“aumentar a possibilidade de fiscalização da atuação daqueles que são competentes, conforme o caso, para o apreçamento das ações a serem emitidas”*¹³⁰, e o segundo, *“assegurar que a tomada de decisão sobre o aumento de capital, mormente quando essa compete à assembleia geral, ocorra de maneira informada”*¹³¹. Neste sentido, a justificativa apresentada pelos administradores da Coelba *“deveria ser considerada apta a atender o disposto na norma em exame”*¹³²;
- (v) tal justificativa seria, inclusive, bastante diferente daquelas consideradas insuficientemente pormenorizadas pelo Colegiado em outros casos. Além disso, a decisão referente ao Aumento de Capital Cancelado não pode *“ser simplesmente transplantada para o presente processo, sem considerações mais profundas sobre a atuação dos administradores da Coelba”*¹³³; e
- (vi) *“como regra geral, compete à administração preparar a documentação que dá cumprimento ao disposto no §7º do art. 170 da Lei nº 6.404/1976. As funções do conselho fiscal em operação de aumento de capital não passam pela elaboração dessa documentação”*¹³⁴. Assim, dados os limites da função desse órgão, não se pode cobrar dos conselheiros fiscais um juízo do grau de suficiência das informações prestadas para os fins do §7º do art. 170.

116. O segundo parecer jurídico, elaborado por Marcelo Trindade, trata, mais especificamente, de questões relativas ao Segundo Aumento de Capital e ao Terceiro Aumento de Capital. Além de reforçar argumentos relacionados à discricionariedade da

¹²⁸ Doc. SEI 0870592, p. 147.

¹²⁹ Doc. SEI 0870592, p. 156.

¹³⁰ Doc. SEI 0870592, p. 152.

¹³¹ Doc. SEI 0870592, p. 152.

¹³² Doc. SEI 0870592, p. 162.

¹³³ Doc. SEI 0870592, p. 166.

¹³⁴ Doc. SEI 0870592, p. 169 – os destaques foram omitidos.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

administração para fixar o preço de emissão das ações e tratar dos critérios estabelecidos no §1º do art. 170, da Lei nº 6.404/1976, o parecerista ressalta, em suma, que:

- (i) a decisão a respeito da escolha do critério para fixação do preço de emissão das ações foi tomada de forma informada, refletida e desinteressada, estando, portanto, protegida pela *business judgment rule*;
- (ii) os administradores têm o direito de confiar na análise técnica de especialistas, sendo que, no presente caso, foram identificados todos os requisitos que conferem aos administradores esta prerrogativa. Além disso, embora o direito de confiar em terceiros não deva ser encarado de “*forma absoluta*”, o que implicaria o esvaziamento do dever de diligência, as análises e informações fornecidas por terceiros devem somente “*ser objeto de investigação adicional quando as circunstâncias fáticas alertarem claramente para esta necessidade*”¹³⁵, sob pena de se “*subverter a proteção conferida pela business judgment rule*”¹³⁶;
- (iii) ainda que a lei societária não exija a utilização de laudo de avaliação para fins do art. 170, 1º, o uso da análise técnica de um terceiro especializado é “*de grande utilidade para demonstrar o cumprimento do dever de diligência pelos administradores, especialmente diante subjetividade inerente à avaliação da perspectiva de rentabilidade da companhia*”¹³⁷;
- (iv) ao se optar pela contratação de um laudo de avaliação, compete aos administradores “*(i) assegurar o acesso do avaliador escolhido a todas as informações necessárias para a realização de projeções fidedignas, aptas a embasar uma estimativa adequada sobre a perspectiva de rentabilidade da companhia; e (ii) avaliar criteriosamente o resultado obtido a partir do trabalho realizado pelo terceiro independente, com o objetivo de testar sua razoabilidade e adequação*”¹³⁸. Observadas tais medidas, restaria “*adequadamente cumprido o dever de diligência dos administradores, que poderão confiar no laudo de avaliação para tomar sua decisão quanto à fixação do preço de emissão de novas ações*”¹³⁹;

¹³⁵ Doc. SEI 0870592, p. 224.

¹³⁶ Doc. SEI 0870592, p. 224.

¹³⁷ Doc. SEI 0870592, p. 226.

¹³⁸ Doc. SEI 0870592, p. 228.

¹³⁹ Doc. SEI 0870592, p. 228.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

- (v) a crítica da Acusação em relação ao Laudo de Avaliação representa “*uma discordância sobre o mérito do trabalho realizado pelo assessor especializado contratado pela Coelba*” e da decisão da administração, que foi tomada com base no referido laudo. Neste sentido, a “*pretensão acusatória contraria o entendimento consolidado de que não cabe ao julgador – seja na esfera judicial ou administrativa – discutir os juízos de conveniência e oportunidade subjacentes às decisões negociais tomadas de boa-fé pelos administradores*”¹⁴⁰. Afinal, não cabe “*ao regulador definir quais as melhores premissas ou métodos a serem adotados em avaliações, exceto em situações excepcionais*”¹⁴¹;
- (vi) no caso concreto, seria perfeitamente possível que mais de uma premissa fosse considerada razoável e justificadamente adotada no Laudo de Avaliação, “*sem que a escolha de uma em detrimento da outra represente uma ‘inconsistência técnica objetiva’, não obstante possa, de fato, levar a um resultado diferente*”¹⁴². Na verdade, “*a Acusação superdimensiona a noção de ‘red flag’ e, ao fazê-lo, impõe uma interpretação dissonante com o regime legal dos deveres fiduciários dos administradores*”¹⁴³;
- (vii) com relação à acusação de ausência de atualização do preço de emissão no Terceiro Aumento de Capital, a área técnica pretendeu, novamente, analisar o mérito da decisão dos administradores. No entanto, tal decisão deveria ser avaliada a partir de critérios procedimentais, nos termos da *business judgment rule*. Neste sentido, a decisão teria sido tomada de forma “*informada, refletida e desinteressada, sendo a discordância do regulador em relação ao mérito da decisão insuficiente para sustentar que houve quebra do dever de diligência dos administradores*”¹⁴⁴; e
- (viii) no que toca aos membros do conselho fiscal da Companhia, a análise do seu dever de diligência deve observar os mesmos critérios impostos aos administradores e pautado pelo que “*razoavelmente se pode exigir de um conselheiro fiscal, tendo em vista as suas atribuições legais e as particularidades da função, inclusive em*

¹⁴⁰ Doc. SEI 0870592, p. 229.

¹⁴¹ Doc. SEI 0870592, p. 230.

¹⁴² Doc. SEI 0870592, p. 231.

¹⁴³ Doc. SEI 0870592, p. 232.

¹⁴⁴ Doc. SEI 0870592, p. 236.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

*comparação aos administradores da companhia*¹⁴⁵. Tendo em vista que não cabe ao conselho fiscal o envolvimento no mérito dos atos de gestão, a Acusação não poderia “*exigir que o Conselho Fiscal atu[asse] como freio à administração, diante de decisões discricionárias que cumprem os requisitos legais aplicáveis*”.

117. Finalmente, o Parecer Técnico avalia se as justificativas apresentadas pela administração da Coelba para fixar o preço de emissão das ações no Primeiro Aumento de Capital e a metodologia adotada no Laudo de Avaliação foram economicamente adequadas.

118. Com relação ao Primeiro Aumento de Capital, o Parecer Técnico conclui que, embora se possa utilizar o critério de perspectiva de rentabilidade futura para avaliar companhias com alto endividamento, “*este fator influencia bastante no cálculo do valor das ações*”¹⁴⁶. Além disso, naquele momento, não havia uma “*previsão assertiva sobre o eventual resultado da quarta revisão tarifária que realinharia a capacidade de geração de caixa operacional (EBTIDA) às projeções de mercado*”¹⁴⁷. Assim, a justificativa da Companhia para adotar o critério de valor patrimonial das ações teria fundamento econômico.

119. Quanto à metodologia empregada no Laudo de Avaliação, o Parecer Técnico sustenta, em síntese, que:

- (i) ela é aderente às boas práticas e à literatura acadêmica. O beta, neste caso, foi calculado a partir de um modelo mais sofisticado, que incorpora mais fatores de risco na análise e, por isso, faz com que o valor do beta seja mais elevado. A ANEEL não utiliza este método “*exclusivamente por ser de implementação mais sofisticada quando comparada com a técnica vigente*”¹⁴⁸;

¹⁴⁵ Doc. SEI 0870592, p. 237.

¹⁴⁶ Doc. SEI 0870592, p. 181. Conforme o Parecer Técnico, (i) como o valor dos ativos operacionais corresponde ao valor para os acionistas, o alto endividamento, “*tudo o mais constante, implicaria em destruição de valor para os acionistas minoritários (preço por ação menor*”; (ii) “*caso a companhia já tenha um estoque alto de dívida e sob exigências de covenants financeiros e garantias (como era o caso da Coelba), é difícil justificar um nível de investimento/CAPEX adequado nas projeções de um modelo de fluxo de caixa descontado*”; e (iii) o alto endividamento distorce diversas variáveis para estimativa do WACC (doc. SEI 0870592, p. 183).

¹⁴⁷ Doc. SEI 0870592, p. 184. O Parecer Técnica acrescenta, ainda, que “*existiam vários fatores de incerteza quanto à revisão tarifária: indefinição sobre o WACC regulatório; indefinição sobre as glosas das bases de ativos; indefinição sobre as perdas regulatórias e sobre a tendência dos indicadores de qualidade, dentre outros*” (doc. SEI 0870592, p. 184).

¹⁴⁸ Doc. SEI 0870592, p. 188.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

- (ii) não seria razoável aplicar o beta regulatório no Laudo de Avaliação. Isso porque o beta da ANEEL é estimado por meio de um modelo distinto daquele utilizado pelo assessor financeiro da Coelba – *“são, portanto, modelos tecnicamente distintos e cujos fatores não devem ser trocados e substituídos entre si, por não guardarem qualquer correlação”*¹⁴⁹. Além disso, para fins de avaliação específica de uma companhia, o modelo adotado no Laudo de Avaliação é *“mais robusto por utilizar, na estimativa, um grupo de empresas comparáveis que são realmente semelhantes [à] Coelba, sem levar em conta aspectos de eficiência ou metas que devem ser alvo do escrutínio e determinação regulatória”*¹⁵⁰;
- (iii) não seria recomendável a utilização de um *benchmark* local, como o Ibovespa, no presente caso. Ao contrário do que acontece ao se empregar um índice como o S&P500, associado a um mercado de capitais mais desenvolvido, o índice local abarca poucas empresas, tem alta concentração em determinados papéis e, por isso, não é representativo da economia real;
- (iv) não houve a incorporação indevida de um elemento cambial no modelo. O coeficiente beta é *“adimensional por ser obtido através de estimativas estatísticas calculadas com base em taxas de retorno percentuais e com ajuste para o país da empresa sob análise sendo incorporado a partir do prêmio de risco país e da conversão pelo diferencial da inflação”*¹⁵¹; e
- (v) com relação à reutilização do Laudo de Avaliação no Terceiro Aumento de Capital, *“[t]endo em vista que uma avaliação por Fluxo de Caixa Descontado (...) depende fundamentalmente de projeções financeiras e operacionais e estimativa de uma taxa de desconto apropriada, os argumentos do Conselho de Administração da Companhia são apropriados, uma vez que o plano de negócios, principal fonte das premissas, não sofreu alterações dentro do horizonte temporal em questão”*¹⁵². A elaboração de um novo laudo, na verdade, poderia prejudicar os acionistas da Coelba.

¹⁴⁹ Doc. SEI 0870592, p. 190.

¹⁵⁰ Doc. SEI 0870592, p. 191.

¹⁵¹ Doc. SEI 0870592, p. 192.

¹⁵² Doc. SEI 0870592, p. 194.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

V. Pedido de participação processual como *amicus curiae* e negociação de proposta de termo de compromisso

120. Após a instauração do PAS, os Reclamantes solicitaram sua participação neste processo na qualidade de *amicus curiae*¹⁵³. No entanto, a Acusação, com base no entendimento exarado pela PFE-CVM¹⁵⁴, entendeu que o pleito não deveria ser acolhido. Diante disso, os Reclamantes interpuseram recurso em face da decisão da área técnica¹⁵⁵ e, em reunião realizada no dia 21.01.2020, fui sorteado relator para a análise deste incidente processual.

121. Ao examinar o assunto, concluí pelo indeferimento do recurso apresentado, por entender que, ainda que fosse possível admitir a figura do *amicus curiae* em processos sancionadores que tramitam na CVM, os Reclamantes não atenderiam os requisitos necessários para atuar nesta condição¹⁵⁶. O Colegiado, em reunião realizada no dia 17.03.2020 decidiu, por unanimidade, pelo não provimento do recurso¹⁵⁷. A decisão foi objeto de pedido de reconsideração por parte dos Reclamantes¹⁵⁸ que tampouco foi acatada pelo Colegiado¹⁵⁹.

122. Além disso, após apresentarem suas razões de defesa, os Acusados protocolaram propostas de termo de compromisso, nos termos do art. 82 da Instrução CVM nº 607/2019¹⁶⁰. A PFE-CVM, ao avaliar os requisitos legais das propostas apresentadas, entendeu, em um primeiro momento, que haveria óbice jurídico à celebração dos ajustes, pois o termo de acusação mencionava, expressamente, um prejuízo na ordem de R\$ 59.024.396,03 aos acionistas que não tiveram qualquer participação nos aumentos de capital (aproximadamente 3,66%).

123. Diante disso, os Acusados se manifestaram requerendo a reconsideração do parecer da PFE-CVM, alegando, em síntese, que (i) o cálculo realizado pela Acusação se

¹⁵³ Doc. SEI 0856387.

¹⁵⁴ Doc. SEI 0894585.

¹⁵⁵ Doc. SEI 0910575.

¹⁵⁶ Cf. doc. SEI 0971113.

¹⁵⁷ Além disso, por maioria, decidiu-se pelo desentranhamento de determinadas petições juntadas pelos Reclamantes nos autos do PAS.

¹⁵⁸ Doc. SEI 0979171.

¹⁵⁹ Cf. doc. SEI 0986263.

¹⁶⁰ “Art. 82. O interessado na celebração de termo de compromisso poderá apresentar proposta escrita à CVM, na qual se comprometa a: I – cessar a prática de atividades ou atos considerados ilícitos, se for o caso; e II – corrigir as irregularidades apontadas, inclusive indenizando os prejuízos.”



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

basearia em premissas equivocadas; e (ii) a eventual existência de prejuízos potenciais difusos não impediria a celebração dos ajustes em caso de impossibilidade de individualização dos prejuízos indenizáveis. A PFE-CVM, após consultar a SEP, alterou seu entendimento e concluiu que, no presente caso, *“a hipótese de ressarcimento a prejuízos individualizados pode ser considerada, na verdade, como de ressarcimento a prejuízos de natureza difusa, cabendo, portanto, ao CTC e ao Colegiado da CVM a avaliação sobre a suficiência dos valores oferecidos”*¹⁶¹.

124. Ainda assim, o Comitê de Termo de Compromisso (“CTC”), por maioria, recomendou a rejeição das propostas apresentadas. No entendimento da maioria dos membros do CTC, a celebração de um termo de compromisso neste PAS não seria conveniente nem oportuna¹⁶². O Colegiado, no entanto, entendeu que, ante o novo entendimento da PFE-CVM, seria o caso conceder aos Acusados a oportunidade de negociar os termos das propostas apresentadas, nos termos do art. 86, § 1º, da Instrução CVM nº 607/2019¹⁶³.

125. Durante as negociações, os Acusados apresentaram, em 12.06.2020, uma proposta de pagamento à CVM no valor total de R\$ 8.325.000,00, dividido em 18 parcelas, montante inferior àquele sugerido pelo CTC para a celebração do ajuste, equivalente a R\$ 29.125.000,00 – razão pela qual foi recomendada ao Colegiado a rejeição da proposta¹⁶⁴.

126. Em reunião do dia 28.07.2020, o Colegiado, acompanhando as conclusões do CTC, deliberou rejeitar a proposta de termo de compromisso apresentada. Na sequência, fui designado relator do processo administrativo sancionador, por prevenção, tendo em vista o sorteio realizado em 21.01.2020.

VI. Pedido de produção de provas

127. Em 25.09.2020, os Reclamantes apresentaram pedido de produção de provas¹⁶⁵, requerendo: (i) a apresentação da lista dos acionistas da Companhia que não subscreveram ações no Primeiro Aumento de Capital; (ii) a juntada de dois relatórios de

¹⁶¹ Doc. SEI 0969826.

¹⁶² Doc. SEI 0969826.

¹⁶³ “Art. 86 (...) §1º. Antes de deliberar sobre a proposta de celebração de termo de compromisso, o Colegiado poderá solicitar ao Comitê de Termo de Compromisso a adoção de novas providências de instrução processual.”

¹⁶⁴ Doc. SEI 1060711.

¹⁶⁵ Cf. doc. SEI 1105757.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

*rating*¹⁶⁶; (iii) o depoimento pessoal de analistas e coordenadores envolvidos na oferta pública de ações da Neoenergia¹⁶⁷; e (iv) a apresentação de esclarecimentos, por parte dos Reclamantes, de supostos equívocos e imprecisões no Parecer Técnico.

128. Tendo em vista que, de acordo com o art. 42 da Instrução CVM nº 607/2019¹⁶⁸, diligências adicionais podem ser determinadas independentemente da intenção das partes, conclui que não haveria motivos para ignorar os pontos supostamente controvertidos, suscitados pelos Reclamantes, apenas por terem sido apresentados por terceiros que não integram o processo. Diante disso, entendi adequada a manutenção, nos autos deste PAS, dos relatórios de *rating* apresentados pelos Reclamantes e a realização de diligências, por parte da SEP, para que obtivesse a gravação ou transcrição do *NetRoadshow* da oferta pública de ações da Neoenergia realizado em novembro de 2017, ou, ainda, eventuais registros e documentos relacionados ao evento¹⁶⁹. Tal entendimento foi acompanhado, por unanimidade, pelo Colegiado em reunião de 09.03.2021¹⁷⁰.

129. Após a realização de diligências por parte da SEP¹⁷¹, a Neoenergia informou¹⁷² que o BB Banco do Brasil Investimentos S.A., coordenador da oferta, não possui cópia da gravação ou da transcrição do *NetRoadShow* realizado em novembro de 2017¹⁷³. Ainda assim, a Neoenergia apresentou cópias dos seguintes documentos: (i) material de suporte às reuniões com investidores institucionais (“Material de Suporte”)¹⁷⁴; e (ii) material publicitário, relacionado à tentativa de oferta da Neoenergia, disponibilizado ao público em 2017¹⁷⁵.

¹⁶⁶ Os Reclamantes juntaram aos autos um relatório de *rating* da Neoenergia de 2017 e um relatório de *rating* da Coelba de 2018 (doc. SEI 1105758 e 1116094).

¹⁶⁷ O pedido de registro da tramitou na CVM sob o nº 19957.009225/2017-15. Em 14.12.2017, a Neoenergia protocolou petição requerendo o cancelamento do pedido de registro.

¹⁶⁸ “Art. 42. A prova da alegação incumbirá a quem a fizer, sendo, porém, facultado ao Relator determinar, a qualquer tempo, a realização de diligências, além daquelas eventualmente requeridas pelo acusado em sua defesa.”

¹⁶⁹ Cf. doc. SEI 1217050. Quanto às demais provas solicitadas pelos Reclamantes, entendi que não seriam necessárias para o desfecho deste PAS.

¹⁷⁰ Doc. SEI 1217061.

¹⁷¹ Ofício nº 59/2021/CVM/SEP/GEA-3 (doc. SEI 1217501).

¹⁷² Doc. SEI 1232055.

¹⁷³ Cf. doc. SEI 1232061.

¹⁷⁴ Doc. SEI 1232056.

¹⁷⁵ Doc. SEI 1232059.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

130. Em 29.04.2021, os Acusados se manifestaram, na forma do art. 46 da Instrução CVM nº 607/2019¹⁷⁶, sobre os relatórios de *rating* acostados aos autos deste PAS, alegando, em síntese, que:

- (i) tais relatórios “*não são, por sua natureza, documentos aptos a subsidiar uma decisão sobre aumento de capital e que, na verdade, embora não tenham embasado a decisão, seus dados confirmam a situação econômica difícil vivenciada na ocasião pela Companhia e sua necessidade iminente de liquidez*”¹⁷⁷;
- (ii) os relatórios juntados pelos Reclamantes têm naturezas distintas e, por isso, são “*absolutamente incomparáveis entre si*”¹⁷⁸. De acordo com os Acusados, enquanto o relatório referente à Neoenergia é um relatório de *rating* corporativo, o documento relativo especificamente à Coelba é um relatório de *rating* de emissão, utilizados em eventos de captação de recurso de terceiros, o qual teria “*como objetivo indicar qual o risco de o credor não receber os pagamentos relacionados àquela dívida específica*”¹⁷⁹;
- (iii) as premissas que norteiam a elaboração dos relatórios de *rating* não seriam “*as mesmas que fundamentam o cálculo do custo de capital, ou a fixação do preço ou valor da ação*”¹⁸⁰. Assim, só seria possível convergir as informações constantes nesses documentos se o relatório se referisse à emissão de uma dívida de longo prazo, o que não seria o caso; e
- (iv) os procedimentos desta Autarquia reconhecem, historicamente, que “*relatórios de rating não suprem a obrigação fiduciária de se informar quanto à avaliação de ações*”¹⁸¹, de modo que “*os Defendentes não estariam cumprindo com seu dever*”

¹⁷⁶ “Art. 46. Aos acusados deverá ser concedido o prazo de 15 (quinze) dias para se manifestarem sobre as provas produzidas, independentemente de haver, ou não, acompanhado a sua produção.”

¹⁷⁷ Doc. SEI 1251953, p. 2.

¹⁷⁸ Doc. SEI 1251953, p. 3.

¹⁷⁹ Doc. SEI 1251953, p. 2.

¹⁸⁰ Doc. SEI 1251953, p. 3.

¹⁸¹ Doc. SEI 1251953, p. 4.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

de diligência caso se baseassem na análise isolada dos Relatórios de Rating obtidos para outros propósitos”¹⁸².

131. Os Acusados apresentaram, ainda, um “*parecer acerca dos relatórios da S&P Global Ratings emitidos em 2017 e 2018 sobre a Companhia de Eletricidade do Estado da Bahia S.A.*”, o qual apontou, essencialmente, as seguintes conclusões:

“• Os relatórios de rating analisados demonstram que os aportes eram necessários. Tais relatórios, portanto, contribuem para ilustrar que a companhia realmente se encontrava em situação onde os aportes de capital se faziam necessários e não apresentam informações capazes de justificar a inconveniência de tais decisões;

• Relatórios de rating e relatórios de avaliação / custo de capital possuem finalidades completamente diferentes. Não é possível, nem cabível, a utilização de um relatório de rating isolado como insumo numa avaliação de preço de ações para finalidade de aporte de capital;

• Os relatórios de rating destinavam-se a investidores de renda fixa de curto prazo, portanto sem utilidade objetiva para a determinação do custo de capital de terceiros. Em geral, a utilização de informações de relatório de rating para fins de determinação do custo de capital de terceiros e impacto no beta das companhias só faz sentido se o relatório de rating apresentar informações objetivas sobre captações de longo prazo para a companhia sob análise, o que não é o caso dos relatórios analisados;

• Exercício de simulação realizado mostra que o impacto de tais premissas equivocadas ainda assim seria imaterial, tendo sido previsto dentro das análises de sensibilidade realizadas pelo BNP-PARIBAS à época.”¹⁸³

132. Finalmente, em 12.05.2021, os Acusados se manifestaram a respeito dos documentos juntados aos autos pela Neoenergia¹⁸⁴, sustentando que (i) tais documentos praticamente não apresentam informações relevantes sobre a Coelba e, portanto, seriam incapazes de ilustrar a condição econômico-financeira da Companhia¹⁸⁵; e (ii) a única informação direcionada à Coelba, constante no Material de Suporte, corrobora o que foi dito pelos Acusados em suas razões de defesa, pois o documento afirma que “a

¹⁸² Doc. SEI 1251953, p. 5.

¹⁸³ Doc. SEI 1251953, p. 11.

¹⁸⁴ Doc. SEI 1261302.

¹⁸⁵ Conforme a manifestação dos Acusados: “as menções à Companhia ao longo dos Documentos Apresentados foram feitas em sede de resumo histórico da Neoenergia ou, em descrição geral dos negócios da mesma, sempre de forma a corroborar as informações relacionadas à Neoenergia que estavam sendo apresentadas” (doc. SEI 1261302, p. 3).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

expectativa de todos (e do mercado) era a de que a revisão tarifária de 2018 teria um impacto positivo sobre os indicadores econômico-financeiros da Companhia”¹⁸⁶.

É o relatório.

Rio de Janeiro, 10 de agosto de 2021

Marcelo Barbosa

Presidente Relator

¹⁸⁶ Doc. SEI 1261302, p. 3. De toda forma, os Acusados ressaltam que eventual impacto positivo da mencionada revisão tarifária seria capturado apenas se tal processo de revisão fossem bem-sucedido. Além disso, lembram que a situação da Companhia era tão crítica que, antes da referida revisão, a Companhia precisou realizar uma emissão de dívida. A emissão, no entanto, não teria sido suficiente, o que levou a Companhia a realizar as capitalizações objeto deste PAS.