



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.gov.br/cvm

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº 19957.005983/2019-18

Reg. Col. 1675/20

Acusados:	Aguinaldo Barbieri	José Eduardo Pinheiro Santos Tanure
	Dailton Pedreira Cerqueira	Luiz Carlos Faria Ribeiro
	Eduardo Capelastegui Saiz	Marcus Moreira de Almeida
	Eduardo Valdes Sanchez	Mário José Ruiz-Tagle Larrain
	Eunice Rios Guimarães Batista	Nélio Henriques Lima
	Fernando Arronte Villegas	Rogério Aschermann Martins
	Francesco Gaudio	Sandro Kohler Marcondes
	Francisco de Almeida Soares Júnior	Solange Maria Pinto Ribeiro
	Fulvio da Silva Marcondes Machado	Wagner dos Reis
Assunto:	Apurar a eventual 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	
Voto:	Diretor Alexandre Costa Rangel	

Manifestação de Voto

I. Introdução

1. Apresento esta breve manifestação para registrar meu entendimento parcialmente divergente daquele constante do voto proferido pelo relator do processo administrativo sancionador em referência (“Processo”)¹.
2. Minha divergência, conforme explicado a seguir, está restrita a 2 (dois) pontos.

¹ Os termos iniciados em letra maiúscula utilizados neste voto, quando não estiverem aqui definidos, têm o significado que lhes foi atribuído no relatório (“Relatório”).



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.gov.br/cvm

3. Como resumo do caso, o Processo trata de acusação, formulada pela SEP, em face dos membros da diretoria, do conselho de administração e do conselho fiscal da Companhia, por supostas irregularidades verificadas em 3 (três) aumentos de capital realizados na Coelba.

4. O relator concluiu, no âmbito do **(i) Primeiro Aumento de Capital**, pela *(a)* absolvição dos diretores e conselheiros de administração da acusação, no que tange ao suposto descumprimento do art. 153 c/c art. 166, inciso II, da Lei nº 6.404/1976; *(b)* condenação dos diretores e conselheiros de administração à penalidade de advertência, por infração ao art. 170, §7º, da Lei nº 6.404/1976; e *(c)* absolvição dos conselheiros fiscais da acusação de violação ao art. 153 c/c art. 166, §2º, e ao art. 170, §7º, da Lei nº 6.404/1976; **(ii) Segundo Aumento de Capital**, pela absolvição dos diretores e conselheiros de administração da acusação de descumprimento do art. 153 c/c o art. 170, §1º, da Lei nº 6.404/1976; e **(iii) Terceiro Aumento de Capital**, *(a)* pela absolvição dos diretores e conselheiros de administração da imputação atinente à alegada violação ao art. 153 c/c o art. 170, §1º, da Lei nº 6.404/1976; e *(b)* pelo reconhecimento da preliminar suscitada pelos membros do conselho fiscal, no que se refere à acusação de infração ao art. 153 c/c art. 166, §2º, e ao art. 170, §1º, da Lei nº 6.404/1976.

5. Como ponderação introdutória, parabeno tanto a SEP quanto o relator pelo trabalho na condução deste caso, que aborda temas de elevada complexidade, reúne um grande número de acusados e, ainda, de outras partes interessadas, as quais contribuíram para um debate mais completo em torno de todas as questões ora em análise.

6. Discussões relativas a aumentos de capital usualmente referem-se a matérias de notória dificuldade. Seja em virtude de especificidades e nuances de cada caso, seja por conta dos desafios inerentes à aplicação prática, em situações concretas, de padrões de conduta descritos em lei de modo mais conceitual, o fato é que, via de regra, a instrução e o julgamento de processos administrativos sancionadores que envolvam aumento de capital, deveres de administradores e membros de conselho fiscal não são triviais.

7. Passo ao registro das minhas divergências.

II. Primeira divergência

8. Discordo da condenação de **(i) Fernando Arronte Villegas, Eunice Rios Guimarães Batista e Sandro Kohler Marcondes**, na qualidade de diretores da Coelba; e **(ii) Marcus Moreira de Almeida**,



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.gov.br/cvm

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. 170, §7º, da Lei nº 6.404/1976, em virtude de fatos relacionados ao Primeiro Aumento de Capital.

9. No contexto do Primeiro Aumento de Capital, ao contrário do voto do relator², entendo que o comando legal previsto no art. 170, §7º, da Lei nº 6.404/1976 foi atendido no caso concreto, tendo sido apresentada uma justificativa compatível e adequada às características específicas deste Processo e aos objetivos do dispositivo legal em comento.

10. Minha posição tem fundamento, basicamente, em 3 (três) pontos, a saber: **(i)** tanto a ausência de hierarquia entre os critérios (§1º do art. 170) quanto a falta de definição legal minimamente prescritiva com relação ao nível de profundidade da justificativa (§7º do mesmo artigo) conduzem à conclusão de que prevalece a discricionariedade da administração para decidir sobre o grau de detalhes da justificativa, observados os demais núcleos de obrigações impostos aos administradores; **(ii)** os objetivos do dispositivo legal em questão - assegurar informação aos acionistas para fiscalizar os administradores, para deliberar em assembleia geral e para decidir se exercerão o direito de preferência - parecem ter sido satisfatoriamente atendidos no Primeiro Aumento de Capital; **(iii)** o acerto no mérito das justificativas exigidas pelo §7º do art. 170 da Lei nº 6.404/1976, do ponto de vista econômico-financeiro, foi validado por parecer técnico especializado, não havendo incorreção que pudesse comprometer os objetivos do dispositivo legal.

11. Na sequência, explico brevemente cada um desses pontos.

Discricionariedade dos administradores

12. A ausência de hierarquia entre os critérios do §1º do art. 170 da lei do anonimato e a falta de definição legal mais detalhada com relação à profundidade da justificativa exigida pelo §7º do

² Conforme voto do relator: “Respeitadas as diferenças entre o exame realizado pela Autarquia ao julgar um pedido de interrupção e suspensão do prazo de convocação da assembleia e aquele que deve ser empregado no âmbito de um PAS, parece-me que a decisão do Colegiado em relação ao Aumento de Capital Cancelado aponta no sentido de que a justificativa apresentada não atendia ao disposto no art. 170, §7º, da Lei nº 6.404/1976. Tal decisão, a meu ver, corrobora o entendimento de que, no presente caso, a justificativa apresentada pela Companhia no Primeiro Aumento de Capital não foi devidamente pormenorizada, tendo em vista sua semelhança com a justificação relacionada ao Aumento de Capital Cancelado.”



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.gov.br/cvm

mesmo dispositivo levam à conclusão de que os administradores ostentam discricionariedade para avaliar o grau de detalhamento adequado para a justificativa que será apresentada.

13. Não há, no rol do §1º do art. 170 da Lei nº 6.404/1976, qualquer sinalização que sugira alguma hierarquia ou ordem de escolha que deva ser percorrida entre os critérios disponíveis para a definição do preço de ação³, sendo que tais métricas podem ser adotadas, até mesmo, de forma conjunta, como expresso no texto legal.

14. Também não há, na legislação aplicável, qualquer elemento mais objetivo que descreva em que medida e de que forma minimamente mais concreta poderia ser atendido o detalhamento exigido para que o conceito de uma justificativa pormenorizada estivesse preenchido.

15. Abre-se espaço, dessa forma, para um exercício de discricionariedade da administração, que deve sempre observar contornos razoáveis, adequados ao caso concreto e em observância aos demais deveres e obrigações de todos os administradores de uma sociedade anônima de capital aberto. Aliás, diversos desses deveres foram objeto de imputações formuladas pela Acusação, as quais, a meu ver, foram corretamente analisadas pelo relator.

16. Além disso, caberá à administração assegurar que o nível de detalhamento utilizado para justificar os aspectos econômicos que determinaram o critério escolhido preserve o direito de informação dos acionistas, para que estes possam **(i)** fiscalizar os administradores; **(ii)** deliberar em assembleia sobre o aumento em si, conforme o caso; e **(iii)** decidir sobre o exercício, ou não, do direito de preferência na subscrição das novas ações. Será considerada pormenorizada a justificativa que estiver alinhada a tais objetivos. Em outras palavras, demonstradas a ausência de ordem de preferência legal entre os critérios (§1º) e a ausência de prescrição mais objetiva sobre como atender o comando legal (§7º), os administradores devem disponibilizar as justificativas pormenorizadas com o grau de verticalidade que seja suficiente ao cumprimento de seus deveres e ao atingimento dos objetivos da norma, como dito acima.

³ “As opiniões acabaram por convergir para a interpretação de que os critérios constantes do dispositivo legal citado são ‘elementos indicativos’, que devem ser justificadamente ‘ponderados’ para a fixação do preço de emissão. (...) Conforme Lacerda Teixeira e Tavares Guerreiro: ‘o legislador não determinou taxativamente a adoção do valor de patrimônio líquido, como fator preferencial e excludente dos demais elementos indicativos contidos no §1º do art. 170. Os três fatores mencionados no questionado preceito sevem como parâmetros para a fixação do preço de emissão, sem que um prepondere necessariamente sobre os demais’ (Das sociedades. Cit., pp. 156-7)” (PENTEADO, Mauro Rodrigues. Aumentos de Capital das Sociedades Anônimas. 2ª edição atualizada e anotada por Alfredo Sérgio Lazzareschi Neto. São Paulo: Quartier Latin. 2021. pp. 248-249).



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.gov.br/cvm

17. Também parece claro que cada caso, com as suas especificidades, ostenta um grau próprio de detalhamento esperado para fins de atendimento da abordagem pormenorizada exigida em lei⁴. Nesse exercício, devem ser analisadas, em conjunto com as particularidades de cada situação, todos os demais preceitos legais aplicáveis, como efetivos balizadores de conduta.

18. A discricionariedade dos administradores não é absoluta, existindo contornos que precisam ser respeitados, de acordo com a sistemática da Lei nº 6.404/1976 aplicável aos aumentos de capital. Por exemplo, deve ser assegurada informação ao acionista para fiscalizar a administração, para deliberar em assembleia e para decidir sobre o exercício do direito de preferência; não pode haver diluição injustificada; deve ser resguardado o direito de preferência dos acionistas e precisam ser observadas as competências de aprovação do aumento de capital, definidas em lei e no estatuto social.

19. Essa constatação, a meu ver, estabelece uma relação importante entre (i) de um lado, a profundidade dos detalhes aptos a preencher o requisito legal de uma justificativa pormenorizada; e (ii) de outro, todas as circunstâncias específicas e peculiaridades verificadas no caso concreto.

20. Situações há em que breves referências, de poucas palavras, são suficientemente pormenorizadas para fins de atendimento do dispositivo legal. Em outra medida, situações existem em que uma explicação mais profunda, com maior riqueza de detalhes, pode ser a única forma capaz de preencher o preceito legal.

21. Entendo que o caso concreto tratado neste Processo se adequa melhor ao primeiro exemplo do parágrafo acima, em que uma redação mais sucinta atende a exigência legal⁵. O critério de

⁴ “A característica do direito – seja se trate de norma legal ou consuetudinária, seja se trate de norma posta pelo intérprete qual premissa para a solução de um caso ou de um princípio doutrinário – está na circunstância de constituir ele norma e constante, idêntica para todos os casos da mesma espécie; por isso, é exatamente na capacidade para coordenar cada caso a uma regra desse tipo, que se revela a mentalidade do jurista. Esse seu dever assenta, afinal, na ideia de igualdade que é base permanente do direito e, desse modo, se liga à própria ideia de justiça.” (ASCARELLI, Tulio. Problemas das Sociedades Anônimas e Direito Comparado. São Paulo: 2008. p. 131).

⁵ Diversas outras sociedades anônimas procederam (e procedem até hoje, como prática comum de mercado) de forma alinhada com a Companhia, em termos da pormenorização da justificativa. O memorial de defesa de alguns dos Acusados mencionou: “(i) Pacific RDSL Participações S.A. – Aviso aos Acionistas de 25/05/2018: “O preço de emissão foi fixado na forma do Artigo 170, §1º, inciso II da Lei das S.A., de acordo com o valor do patrimônio líquido da ação.”; (ii) Statkraft Energias Renováveis S.A. – Proposta de Administração de 30/11/2018: “Preço de emissão por ação foi fixado com base no valor do patrimônio líquido registrado nas Demonstrações Financeiras da Companhia de setembro de 2018, nos termos do Artigo 170, §1º, II das Lei das S.A.”; (iii) João Fortes Engenharia S.A. – Ata de Reunião do Conselho de Administração realizada em 14/05/2015: “O preço de emissão das novas ações ordinárias foi estabelecido com base no valor patrimonial da ação (de R\$3,92), tendo sido efetuado um ajuste para



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.gov.br/cvm

cotação em bolsa foi desconsiderado da seguinte forma, como previsto no Aviso aos Acionistas: *“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 merecedores de consideração na fixação do preço de emissão”*.

22. Ao seu turno, a rejeição do critério de perspectiva de rentabilidade e a escolha do valor do patrimônio líquido da ação, nos termos do inciso II do §1º do art. 170 da Lei nº 6.404/1976, como critério definidor do preço de emissão do Primeiro Aumento de Capital, foram assim explicadas: *“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*

R\$4,00, em função do valor de cotação de mercado das ações da Companhia estar acima do valor patrimonial.”; (iv) Light Serviços de Eletricidade S.A. – Proposta de Administração referente à Assembleia Geral Extraordinária de 30/12/2015: “O preço de emissão foi fixado pelo valor do patrimônio líquido da ação (Art. 170, §1º, II, da Lei n.º 6.404/1976, com redação dada pela Lei n.º 9.457/1997). Sendo R\$0,01199495 por ação, apurado pela divisão do valor do Patrimônio Líquido em 30 de setembro de 2015, R\$2.446.178.975,98 (dois bilhões, quatrocentos e quarenta e seis milhões, cento e setenta e oito mil, novecentos e setenta e cinco reais e noventa e oito centavos) pela quantidade de ações existentes, (203.934.060.011)”; (v) *Prompt Participações S.A. – Aviso aos Acionistas sobre o aumento de capital aprovado na Reunião do Conselho de Administração de 26/03/2015: “O critério de cálculo do preço de emissão das ações usado foi o da avaliação patrimonial da Companhia. Este critério foi o mesmo usado em todos os aumentos de capital anteriores e como a empresa não detém ativos operacionais acreditamos ser a maneira mais justa de avaliar o valor da companhia.”;* (vi) *Log Commercial Properties e Participações S.A. – Aviso aos Acionistas de 28/12/2018: “Tendo em vista o histórico recente de negociação das ações da Companhia (início em 21 de dezembro de 2018), o Preço de Emissão foi calculado com base em critério contábil, levando em consideração o valor do patrimônio líquido da ação da Companhia, nos termos do Artigo 170, inciso II da Lei das Sociedades por Ações. Ainda, a este valor a Companhia aplicou desconto decorrente de negociação mantida entre seus acionistas considerando o Valor Mínimo do Aumento de Capital. Por fim, o Preço de Emissão foi fixado de forma a evitar-se a diluição injustificada dos acionistas da companhia.”;* (vii) *Empresa Energética de Mato Grosso do Sul S.A. – Enersul – Proposta de Administração de 04/10/2010: “Foi utilizado o critério do valor do patrimônio líquido da Companhia conforme as Informações Trimestrais – ITR do 2º Trimestre de 2010, base 30.06.2010 (art. 170, §1º, II, da Lei 6.404/76). A administração entende que o valor patrimonial reflete adequadamente a realidade econômica e financeira da Companhia para fins de fixação do preço de emissão das novas ações, inclusive porque as ações não são negociadas em Bolsa.”;* e (viii) *Companhia Hidro Elétrica do São Francisco – CHESF – Proposta de Administração de 07/03/2012: “O preço de emissão é equivalente ao valor patrimonial da ação em 31 de dezembro de 2010, data de encerramento do último balanço publicado, até a época da definição do 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.gov.br/cvm

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”.

23. Desse modo, considero que o Aviso aos Acionistas - de forma satisfatória e coerente com a Companhia, seu momento, suas especificidades e o grau de detalhamento necessário ao atendimento dos objetivos do dispositivo -, observou o requisito do §7º do art. 170 da Lei nº 6.404/1976. Entendo que os administradores exerceram um juízo de discricionariedade compatível com o caso concreto, em parâmetros adequados à abordagem pormenorizada exigida em lei (art. 170, §7º). Observo que não foi comprovada, dentro da margem de discricionariedade autorizada, a inobservância de qualquer dos demais deveres impostos aos administradores.

24. Ademais, entendo que restou assegurado aos acionistas, ainda, o acesso às informações necessárias para fiscalizar a administração e para decidir sobre o exercício, ou não, do direito de preferência, o que me leva ao elemento seguinte que fundamenta esta minha primeira divergência⁶.

Os objetivos do dispositivo legal em questão - assegurar informação ao acionista para fiscalizar os administradores, deliberar em assembleia geral e decidir sobre o exercício do direito de preferência - parecem ter sido satisfatoriamente atendidos no Primeiro Aumento de Capital

25. Como dito acima, a administração deve assegurar que o nível de detalhamento utilizado para justificar os aspectos econômicos que determinaram o critério escolhido atenda os 3 (três) principais objetivos da norma em comento, quais sejam, permitir aos acionistas **(i)** fiscalizar as atividades dos administradores encarregados de definir o preço das ações; **(ii)** ter acesso às informações necessárias para que possam deliberar em assembleia geral sobre o aumento de capital, conforme o caso; e **(iii)** receber as informações devidas para que possam avaliar de forma completa se têm interesse, ou não, em exercer o direito de preferência na subscrição das novas ações.

⁶ O Primeiro Aumento de Capital foi **(i)** aprovado, dentro do limite do capital autorizado, em reunião do conselho de administração da Companhia realizada em 20.07.2017; **(ii)** objeto do Aviso aos Acionistas, de 25.07.2017; e **(iii)** homologado na reunião do conselho de administração da Companhia de 04.09.2017. Assim, não houve no caso do Primeiro Aumento de Capital, nos termos da Lei nº 6.404/1976 e do estatuto social, deliberação em assembleia geral de acionistas, tendo havido somente a decisão dos acionistas sobre o exercício do direito de preferência para subscrição das novas ações emitidas no contexto do Primeiro 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.gov.br/cvm

26. O bem jurídico tutelado, portanto, repousa na preservação de um regime informacional adequado aos acionistas, os quais dependem da justificativa pormenorizada para fiscalizar os administradores no que tange a aspectos do aumento de capital, para votar na assembleia geral (conforme o caso) e, também, para decidir se exercerão o direito de preferência.

27. O foco da questão fica mais precisamente posicionado, nesse sentido, sobre as legítimas e necessárias preocupações com um regime informacional transparente e eficiente. A exigência de justificativa pormenorizada, nas hipóteses de aumento de capital, não existe como uma finalidade autônoma, desprovida de razão que a fundamente. Trata-se de arranjo legal destinado a assegurar aos acionistas um amplo e adequado acesso às informações necessárias para que eles possam, de maneira completa e fundamentada, exercer seus direitos e tomar suas decisões.

28. No caso concreto - sem excesso de informação, o que poderia até mesmo comprometer a compreensão da mensagem transmitida -, a amplitude das informações presentes na justificativa ora em apreço parece-me adequada ao cumprimento do regime informacional, que consubstancia um dos pilares regulatórios do mercado de valores mobiliários, conforme, aliás, expressamente previsto no art. 4º, inciso VI, da Lei nº 6.385/1976.

29. A informação parece ter sido perfeitamente compreendida pelo público-alvo e principal beneficiário da exigência inscrita no comando legal: os acionistas. O Primeiro Aumento de Capital teve adesão significativa, sendo que a subscrição total pelos acionistas atingiu 99,84% do valor máximo inicial, sem qualquer ressalva, manifestação contrária ou objeção à época. Essa situação representa forte indicativo de que todas as informações necessárias, tanto em termos quantitativos quanto qualitativos, foram disponibilizadas e consideradas satisfatórias pelos acionistas.

30. A subscrição maciça das ações decorrentes do Primeiro Aumento de Capital pelos acionistas da Companhia, como exercício legítimo do direito de preferência, funciona como contraponto adicional robusto para afastar a tese acusatória de que os aspectos econômicos para escolha do valor patrimonial não teriam sido justificados de acordo com a pormenorização prevista em lei. Chama atenção, inclusive, que o quadro acionário da Companhia conte com a participação de acionistas extremamente sofisticados e profissionais, como os Reclamantes neste caso, que também exerceram o direito de preferência para subscrição das ações emitidas no contexto do Primeiro 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.gov.br/cvm

31. Tudo isso confere mais concretude à percepção de que as justificativas apresentadas sobre o Primeiro Aumento de Capital - por meio do Aviso aos Acionistas, em todos os seus aspectos horizontais e verticais - foram adequadas às circunstâncias do caso concreto e pormenorizadas de acordo com os objetivos da lei, tendo o regime informacional funcionado corretamente.

As justificativas apresentadas, sob o ângulo econômico-financeiro, foram confirmadas pelo Parecer Técnico, demonstrando que não havia incorreção ou imprecisão que pudesse comprometer o direito de informação dos acionistas, os quais tomaram suas decisões amparados em informações tecnicamente corretas

32. No mérito, em seu conteúdo de natureza técnica, todas as justificativas apresentadas pela administração da Companhia para fundamentar a escolha do critério do valor patrimonial foram devidamente validadas pelo Parecer Técnico. Não existe comprovação nos autos, a meu ver, de incorreção ou imprecisão de qualquer das justificativas divulgadas pela Companhia. Nada que possa ter prejudicado o direito de fiscalização dos acionistas sobre os administradores ou, ainda, que possa ter induzido os acionistas a erro quando da tomada de decisão acerca do exercício dos respectivos direitos de preferência no Primeiro Aumento de Capital.

33. A rigor, em sentido contrário, o que se viu no Parecer Técnico foi uma confirmação embasada sobre as justificativas que foram divulgadas por meio do Aviso aos Acionistas. Enunciou o referido trabalho que (i) “as justificativas apresentadas pelos administradores da Companhia para adotar o critério de valor de patrimônio líquido para fixar o preço de emissão no Primeiro Aumento têm fundamento econômico”; (ii) “[e]m que pese a possibilidade de se adotar o critério de perspectiva de rentabilidade para avaliar companhias que detenham alto endividamento, este fator influencia bastante no cálculo do valor das ações. (...) Além disso, somam-se ao cenário da época as diversas incertezas regulatórias”; (iii) “em razão dessas possíveis distorções que um alto endividamento pode acarretar no valuation de uma companhia a partir do critério de perspectiva de rentabilidade, a justificativa apresentada pela administração da Companhia tem fundamento técnico no sentido de que, à época, o critério de valor patrimonial era mais adequado do que o da perspectiva de rentabilidade”; (iv) “[c]onsiderando-se que a qualidade de uma avaliação por fluxo de caixa descontado depende da qualidade das premissas utilizadas, em particular daquelas que impactam a projeção da receita da empresa, a opção por



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.gov.br/cvm

não utilizar a metodologia do fluxo de caixa descontado mostrou-se apropriada na ocasião”; **(v)** *“o elevado grau de incerteza na época teria comprometido as projeções de fluxo de caixa futuro, num quadro ainda mais agravado pela indisponibilidade, na ocasião, de linhas de crédito de curtíssimo prazo para a empresa”;* **(vi)** *“a alegação feita pela administração da Companhia de que, em razão do endividamento que a Coelba possuía, o critério de patrimônio líquido era mais adequado do que o de perspectiva de rentabilidade é economicamente correto, pois, de fato, um elevado endividamento leva a inúmeras distorções no cálculo da rentabilidade, e, ao cabo, do valor da companhia”;* **(vii)** *“[a]lém disso, conforme exposto acima, a decisão tomada pela administração da Coelba também se mostrou adequada em virtude das incertezas existentes no setor de energia elétrica à época”.*

34. Portanto, as justificativas apresentadas pela administração da Companhia foram devidamente confirmadas com maiores detalhes pelo Parecer Técnico, sob o aspecto econômico-financeiro, não havendo incorreção ou imprecisão que pudesse comprometer o direito de informação dos acionistas. Eventual brevidade das justificativas em termos de detalhamento não infirmou o acerto dos fundamentos que foram divulgados.

35. Os acionistas puderam fiscalizar os administradores (como de fato o fizeram, sendo este Processo um reflexo disso) e exercer o direito de preferência (como de fato o fizeram de modo significativo), sempre amparados em informações tecnicamente corretas.

36. Assim, concluindo esta minha primeira discordância, entendo que o comando legal previsto no art. 170, §7º, da Lei nº 6.404/1976 foi atendido no caso concreto, tendo em vista que **(i)** a ausência de hierarquia entre os critérios e a falta de definição legal mais detalhada com relação ao nível de profundidade da justificativa fazem prevalecer a discricionariedade da administração para decidir sobre o grau de profundidade da justificativa, observados os demais núcleos de obrigações impostos aos administradores; **(ii)** os objetivos do dispositivo legal em questão aplicáveis ao caso - assegurar informação aos acionistas para fiscalizar os administradores e para decidir se exercerão o direito de preferência - parecem ter sido satisfatoriamente atendidos no Primeiro Aumento de Capital; e **(iii)** o acerto no mérito das justificativas apresentadas pela administração sobre o Primeiro Aumento de Capital, do ponto de vista econômico-financeiro, foi validado em parecer



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.gov.br/cvm

especializado, não tendo sido verificada qualquer incorreção que pudesse comprometer os objetivos do dispositivo legal.

III. Segunda divergência

37. Como segunda e última divergência, discordo da fundamentação adotada pelo voto do relator para a absolvição de Wagner dos Reis, Nélio Henriques Lima e Luiz Carlos Faria Ribeiro, na qualidade de membros do conselho fiscal da Coelba, especificamente com relação à acusação de infração ao art. 170, §7º, da Lei nº 6.404/1976, por fatos relacionados ao Primeiro Aumento de Capital⁷.

38. Embora concorde com a conclusão absolutória, alinho-me, no mérito, ao entendimento anteriormente firmado pelo Colegiado a respeito do tema, no sentido de que não cabe a responsabilização de membros do conselho fiscal por violação ao art. 170, §7º, da Lei nº 6.404/1976.

39. O voto do relator do Processo discorda dos precedentes da CVM sobre o tema, entendendo que é “*função do conselho fiscal verificar a legalidade da proposta de aumento de capital, incluindo a existência de justificativa pormenorizada a respeito do critério de fixação do preço de emissão das ações, conforme exige a Lei das S.A.*”⁸. Apesar disso, propõe ao final a improcedência da imputação de infração ao art. 170, §7º, da Lei nº 6.404/1976, com fundamento no art. 2º da Lei nº 9.784/1999 e nos princípios da segurança jurídica e da irretroatividade.

40. Atinjo a mesma conclusão a que chegou o relator do Processo - de absolvição da acusação de infração ao art. 170, §7º, da Lei nº 6.404/1976 -, mas por motivos diversos. Vejo como acertados os fundamentos adotados pelo Colegiado no PAS CVM nº RJ2004/5392, julgado em 29.08.2006,

⁷ Os fundamentos adotados pelo voto do relator - para a absolvição dos membros do conselho fiscal da imputação relativa ao Primeiro Aumento de Capital - tiveram a seguinte conclusão: “*Desta forma, ainda que, na minha visão, seja função do conselho fiscal verificar a legalidade da proposta de aumento de capital, incluindo a existência de justificativa pormenorizada a respeito do critério de fixação do preço de emissão das ações, conforme exige a Lei das S.A., concluo, por força do art. 2º, parágrafo único, inciso XIII, da Lei nº 9.784/1999, pela absolvição dos conselheiros fiscais da acusação de violação ao art. 170, §7º, da Lei nº 6.404/1976*”.

⁸ Prossegue o voto do relator, *in verbis*: “*Além disso, se a Lei das S.A. exige a justificativa pormenorizada justamente para que se possa fiscalizar a atuação dos responsáveis pelo apreçamento das ações a serem emitidas no aumento de capital, seria no mínimo contraditório esperar que os membros do órgão de fiscalização passem ao largo dessa discussão. O conselho fiscal não pode ignorar a justificativa apresentada ao opinar sobre a operação. Pelo contrário, a justificativa deve ser objeto de análise dos conselheiros fiscais, seja para que avaliem, em um primeiro momento, a atuação daqueles que devem ser por eles fiscalizados, seja para assegurar que a justificativa satisfaz os requisitos legais e, conseqüentemente, cumpre sua dupla-função.*”



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.gov.br/cvm

na linha de que o núcleo de obrigações impostas aos conselheiros fiscais não possui a extensão proposta neste Processo pela Acusação⁹.

41. Meu entendimento sustenta-se, em suma, **(i)** no caráter nitidamente opinativo atribuído pela lei ao conselho fiscal, o que delimita de forma mais estreita as atribuições que podem ser impostas ou razoavelmente exigidas do referido órgão¹⁰; e **(ii)** nas limitações legais que os conselheiros fiscais teriam para avançar na avaliação da pormenorização das justificativas, tema sobre o qual incide intensa carga de mérito e discricionária por parte da administração, extrapolando o que poderia ser objeto de uma opinião fiscalizatória minimamente embasada sobre aspectos formais atinentes ao aumento de capital¹¹.

42. Assim, acompanho o voto do relator do Processo no que diz respeito à absolvição dos membros do conselho fiscal da Coelba da acusação de infração ao art. 170, §7º, da Lei nº 6.404/1976, mas o faço com base em fundamento distinto, de que os conselheiros fiscais não podem ser responsabilizados, em processo administrativo sancionador, por violação ao referido dispositivo.

IV. Conclusão

43. Ante o exposto:

(i) voto pela absolvição de 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

⁹ Vide, a respeito, o seguinte trecho do voto do diretor relator Pedro Marcílio no PAS CVM nº RJ2004/5392: “Acho que a situação dos conselheiros fiscais é diferente, pois eles não aprovam a proposta, apenas opinam sobre ela. Por esse motivo, creio que as opiniões dele se voltam ao mérito. No caso de aumento de capital, elas devem responder às seguintes questões: “precisa-se fazer o aumento de capital?”, “o critério é o mais adequado?”, “o preço é apropriado?” Por isso, os conselheiros fiscais fogem dos requisitos do §7º e os que foram indiciados neste processo devem ser absolvidos.”

¹⁰ “É importante salientar, entretanto, que o poder de fiscalização do Conselho Fiscal é limitado, devendo o conselheiro fiscal respeitar os limites da razoabilidade. Por essa razão, a fiscalização dos atos dos administradores deve restringir-se apenas à verificação dos deveres legais e estatutários, não cabendo ao conselheiro fiscal proceder à análise do mérito e da conveniência dos atos dos administradores.” (PAS CVM RJ2005/2734, trecho do voto proferido pelo Diretor Relator Sérgio Weguelin, julgado em 30.08.2005).

¹¹ Nas palavras do Prof. Alfredo Lamy Filho: “Qual é, rigorosamente, a função do conselho fiscal? É saber se o sujeito agiu, e está dentro da lei, e mais nada. Ele não pode opinar sobre atos de gestão. Agora, evidentemente, ele vai querer estar ciente dos atos de gestão. (...) As empresas são grandes ou são pequenas, mas a importância do gestor, do controle, não pode ser minimizada.” (FILHO, Alfredo Lamy. Diálogos com a doutrina. Revista Trimestral de Direito Civil, RTDC, vol. 31. Jul-Set/2007, p. 11).



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.gov.br/cvm

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. 170, §7º, da Lei nº 6.404/1976, em virtude de fatos relacionados ao Primeiro Aumento de Capital;

- (ii) com fundamentação diversa daquela constante do voto do relator, acompanho a absolvição de Wagner dos Reis, Nélcio Henriques Lima e Luiz Carlos Faria Ribeiro, na qualidade de membros do conselho fiscal da Coelba, com relação à acusação de infração ao art. 170, §7º, da Lei nº 6.404/1976, por fatos relacionados ao Primeiro Aumento de Capital; e
- (iii) acompanho as demais fundamentações e conclusões do voto do relator.

É como voto.

Rio de Janeiro, 10 de agosto de 2021.

Alexandre Costa Rangel

Diretor