



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

VOTO

I. Introdução

1. Trata-se de processo administrativo sancionador instaurado para apurar a responsabilidade de administradores e membros do conselho fiscal da Coelba, por supostas irregularidades em aumentos de capital da Companhia¹ aprovados em 20.07.2017, 26.01.2018 e 08.06.2018.

2. Este PAS decorre do Processo de Origem, que analisou diversas alegações de irregularidades, apontadas pelos Reclamantes, em três aumentos de capital realizados pela

¹ Os termos iniciados em letra maiúscula utilizados neste voto, que não estiverem nele definidos, têm o significado que lhes foi atribuído no relatório que o acompanha.



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

Coelba. De acordo com a Reclamação, tais operações teriam sido realizadas mediante “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”².

3. Após realizar suas investigações, a Acusação concluiu que, no Primeiro Aumento de Capital, a justificativa apresentada acerca do critério escolhido para fixar o preço de emissão das ações não foi devidamente pormenorizada, como requer o §7º do art. 170 da Lei nº 6.404/1976, e imputou aos acusados, ainda, a infração ao art. 153 (dever de diligência) e ao art. 166, II, todos da Lei das S.A., no caso dos administradores, e ao art. 166, §2º, no caso dos membros do conselho fiscal da Companhia. Além disso, com relação ao Segundo Aumento de Capital, a área técnica entendeu que os administradores da Coelba ignoraram sinais de alerta relacionados ao Laudo de Avaliação utilizado para embasar o preço de emissão das ações na operação e, por isso, teriam violado o art. 153 c/c art. 170, §1º, da Lei das S.A. Por fim, no que tange ao Terceiro Aumento de Capital, a Acusação alega que os acusados não poderiam reutilizar o Laudo de Avaliação para fixar o preço por ação sem que o valor inicialmente apurado no documento fosse atualizado e, mais uma vez, imputa violação aos referidos arts. 153 c/c 170, §1º.

4. Antes de analisar as preliminares suscitadas e as questões de mérito que envolvem este PAS, cabe um comentário sobre observação feita pelos diretores e membros do conselho de administração acusados a respeito da atuação dos Reclamantes. Com base no histórico de reclamações já apresentadas pelos Reclamantes a esta Autarquia, os Acusados procuram aproximar a conduta dos Reclamantes a uma hipótese de abuso de direito de petição – embora não façam referência explícita ao instituto – e chegam a sugerir que a Acusação não estaria observando a necessária neutralidade em relação aos Reclamantes e aos Acusados³.

5. Por óbvio, se os Acusados reunirem, no mínimo, indícios robustos de conduta irregular dos Reclamantes no exercício de seu direito de demandar esta Autarquia, ou de

² Doc. SEI 0577604, p. 3.

³ Neste sentido, cf. o seguinte trecho das razões de defesa dos diretores da Coelba: “No entanto, os meios escolhidos pela Acusação para justificar a viabilidade da Acusação adentram aspectos do foro mais íntimo dos acionistas, que são irrelevantes e sequer devem ser apreciados por uma Acusação, ao menos por uma acusação isenta e imparcial.

Imprescindível relembrar que a Área Técnica não pode servir como advogada do Reclamante, acatando todos os seus pleitos, mas tem obrigação de manter-se equidistante da parte reclamante e do acusado, a fim de permitir uma imparcial apuração dos fatos e de eventuais responsabilidades.” (doc. SEI 0870592, p. 24).



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

falta de neutralidade por parte de qualquer instância administrativa, podem e devem jogar luz sobre tal situação. Contudo, a mera existência de histórico de ativismo dos Reclamantes perante a CVM é aspecto alheio a este processo, e sua utilização em um esforço de desacreditar os Reclamantes e seus argumentos é inadequado. Afinal, a acusação formulada é fruto não apenas da Reclamação, mas também (e principalmente) de investigações e análises empreendidas pela área técnica, que, inclusive, concluiu pela improcedência de parte das alegações dos Reclamantes. Ao questionar a imparcialidade da Acusação sem apoio em qualquer argumento minimamente crível, a defesa em nada avança no sentido de rebater imputações formuladas.

6. Em segundo lugar, como o Colegiado já teve a oportunidade de se manifestar, a atuação de investidores ativistas é salutar para o funcionamento e desenvolvimento do mercado de capitais⁴. Em alguns casos, esses investidores podem auxiliar na supervisão das regras aplicáveis a participantes do mercado, especialmente quando trazem ao conhecimento do regulador irregularidades que, porventura, poderiam não ser prontamente identificadas pelas áreas técnicas da CVM. Dito de outro modo: os instrumentos de proteção de investidores são estabelecidos para que sejam usados sem receio, desde que com responsabilidade. Sua utilização permite que a tutela do regulador e a tutela privada sejam acionadas de forma plena, ajudando o mercado de capitais a funcionar adequadamente.

7. Evidentemente, podem existir casos de abuso por parte de qualquer acionista. Tais hipóteses, porém, devem ser analisadas em procedimento próprio, com base em alegações concretas e elementos de prova aptos a demonstrar o caráter abusivo da conduta.

8. Feitas essas observações, passo à análise das preliminares suscitadas.

⁴ Cf. ata de reunião do Colegiado de 04.08.2019. Naquela ocasião, ao analisar os Processos CVM nº 19957.007756/2018-46 e 19957.007885/2018-34, “os Diretores Gustavo Gonzalez, Henrique Machado e Pablo Renteria entenderam importante rechaçar os argumentos que visam desqualificar as reclamações apresentadas por acionistas que adquiriram suas ações, ou parte substancial delas, após a divulgação da Operação, sob a alegação de que se trataria de posições oportunistas.

Nesse sentido, destacaram o importante papel dos investidores ativistas para o bom funcionamento do mercado ao incitarem discussões que possam contribuir para melhoras na governança corporativa das companhias. Por tal motivo, os referidos Diretores assinalaram que não se pode dar a uma reclamação apresentada por esses investidores tratamento distinto daquele dispensado às reclamações em geral. Do mesmo modo, não se pode concluir, de plano, em virtude unicamente das características do agente, pela legalidade, ilegalidade ou caráter abusivo de suas ações, que devem ser analisadas, em procedimento próprio, à luz das características do caso concreto. Em resumo, os Diretores destacaram que o foco do regulador não deve incidir sobre quem o tenha instigado, ou ainda por quais motivos o tenha feito, mas sobre o mérito da questão levantada.”



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. Preliminares

9. Para os Acusados, a área técnica não individualizou suas condutas na peça acusatória, seja porque teria utilizado apenas termos abstratos para justificar sua responsabilização (ou, no caso dos membros do conselho fiscal, sequer os mencionou ao tratar do Terceiro Aumento de Capital), seja porque o termo de acusação não teria indicado como a conduta dos conselheiros fiscais no Primeiro Aumento de Capital consistiria em uma infração aos dispositivos elencados pela Acusação.

10. Além disso, os diretores alegam que a configuração de violação ao art. 153 da Lei nº 6.404/1976 demandaria exame da conduta praticada e sua relação com as competências de cada diretor. Assim, sequer faria sentido, por exemplo, acusar a então Diretora de Gestão de Pessoas da Coelba à época dos fatos, Eunice Batista, por supostas irregularidades relacionadas à justificativa pormenorizada do critério para fixação do preço das ações no Primeiro Aumento de Capital. Os membros do conselho de administração da Companhia, por sua vez, apontam que área técnica não especificou as circunstâncias que justificariam a aplicação, neste caso, de precedentes que analisaram a acusação conjunta de violação ao art. 153 c/c art. 166, II, e art. 170, §7º, da Lei nº 6.404/1976.

11. A imputação conjunta e automática de quebra do dever de diligência e infração ao art. 170, §7º, da Lei nº 6.404/1976 será tratada, de forma mais detida, na seção III deste voto, que analisa o Primeiro Aumento Capital. Por ora, em sede de exame das preliminares suscitadas, entendo que não assiste razão aos administradores da Companhia.

12. Ainda que se possa discutir a pertinência do precedente mencionado na peça acusatória ao caso concreto, não me parece que a Acusação tenha deixado de demonstrar como os administradores da Coelba teriam – ao menos em tese – violado os arts. 153 c/c 166, II, e 170, §7º, da lei acionária. Os atos praticados (aprovação do Primeiro Aumento de Capital e a apresentação da justificativa para a escolha do critério de fixação do preço de emissão das ações), a participação dos administradores na reunião do conselho de administração de 20.07.2017, que aprovou a operação, e as conclusões da área técnica quanto a essas condutas foram bem retratados no termo de acusação. O que resta verificar é se elas são suficientes para configurar infração ao §7º do art. 170 e ao art. 153 c/c art. 166, II, da Lei nº 6.404/1976, como argumenta a Acusação. Essa análise, contudo, diz respeito ao mérito da tese acusatória.



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

14. Além disso, entendo que a Acusação logrou individualizar as condutas dos diretores da Companhia ao indicar quais administradores participaram de cada uma das operações questionadas neste PAS⁵. A propósito, vale destacar que a PFE-CVM, responsável por verificar o preenchimento dos requisitos legais constantes dos artigos 6º e 11 da Deliberação CVM nº 538/2008 (vigente à época), chegou à mesma conclusão em seu parecer⁶.

15. Neste sentido, ao analisar o termo de acusação, é possível perceber que os diretores foram acusados pelas infrações relacionadas ao Primeiro Aumento de Capital porque a “*ata [da reunião do conselho de administração de 20.07.2017] indica que a proposta se originou ‘da diretoria’, sem especificar uma diretoria em particular*”⁷. Ademais, os membros da diretoria também participaram diretamente das discussões relativas às outras operações questionadas neste PAS, como declarado pela própria Companhia em resposta a um ofício encaminhado pela área técnica⁸, o que acarretou a acusação por supostas infrações ao art. 153 c/c art. 166, II, e ao art. 170, §1º da Lei nº 6.404/1976⁹.

16. Tampouco me parece procedente o argumento de que Eunice Batista não deveria ser acusada neste PAS apenas por conta da denominação da diretoria que ocupava à época dos fatos (Diretoria de Gestão de Pessoas). O Estatuto Social da Coelba não atribui a um diretor específico a competência para propor operações de aumento de capital e, como já mencionado, Eunice Batista participou das discussões relacionadas aos três aumentos de

⁵ O termo de acusação tomou o cuidado, por exemplo, de analisar casos específicos, como o do então diretor presidente da Companhia, Fernando Villegas, que renunciou o seu cargo na diretoria e permaneceu na Coelba apenas como membro do conselho de administração (§106 do termo de acusação).

⁶ O parecer da PFE-CVM destaca que: “[n]o que tange à demonstração da autoria das infrações apuradas, evidencia-se o seu devido cumprimento, pelas mesmas razões apontadas no item anterior, II, posto que a narrativa do Termo de Acusação em exame delineou mandatos e atuação dos investigados nas votações acerca das operações de aumento de capital” (doc. SEI 0798864).

⁷ §24 do termo de acusação. A referida ata relata que “[a]pós a apresentação feita pelo Diretor Financeiro e de RI, Sr. Sandro Marcondes, a Diretoria propôs aprovar”.

⁸ Ao responder o ofício, a Coelba afirma que: “incluímos os seguintes Diretores que participaram das discussões relacionadas aos aumentos de capital: (i) a Sra. Eunice Rios Guimarães Batista, no tocante ao aumento de capital deliberado na Reunião do Conselho de Administração realizada em 20 de julho de 2017; (ii) os Srs. Eduardo Capelastegui Saiz, Eunice Rios Guimarães Batista e José Eduardo Pinheiro Santos Tanure, no tocante ao aumento de capital deliberado na Assembleia Geral da Companhia realizada em 26 de janeiro de 2018; e (iii) o Sr. Eduardo Capelastegui Saiz e a Sra. Eunice Rios Guimarães Batista, no tocante ao aumento de capital deliberado na Assembleia Geral da Companhia realizada em 8 de junho 2018” (doc. SEI 0710629).

⁹ Cf., neste sentido, os §§104 e 155 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

capital¹⁰. Ante a ausência de ressalvas por parte da diretora acerca das irregularidades alegadas pela Acusação e seguindo os precedentes deste Colegiado¹¹, mostra-se adequada a possibilidade de responsabilização de toda a diretoria.

17. Por esses mesmos motivos, discordo da defesa quando sustenta que o entendimento do Colegiado no PAS CVM nº 2014/7072¹² seria aplicável ao caso da então Diretora de Gestão de Pessoas da Coelba. Afinal, ainda que seja possível identificar eventuais competências específicas de uma diretoria a partir de sua denominação, não vejo como isso seria suficiente para descartar a possibilidade de responsabilização de Eunice Batista no caso concreto, dado seu envolvimento nas discussões relacionadas às operações ora questionadas¹³.

18. Além disso, é importante ressaltar que os Acusados apresentaram defesa escrita, contestando de forma minuciosa argumentos produzidos da Acusação, e juntaram documentação para respaldar seus argumentos, o que demonstra inequivocamente o exercício pleno de seu direito ao contraditório e à ampla defesa.

19. Com relação aos membros do conselho fiscal da Coelba, a peça acusatória é clara quanto aos fundamentos para sua responsabilização no Primeiro Aumento de Capital¹⁴. Avaliar se tal fundamentação basta para uma condenação (isto é, se a conduta praticada consiste, de fato, em infração a determinados dispositivos) é uma questão de mérito, que será examinada oportunamente.

¹⁰ Cf. nota de rodapé nº 8.

¹¹ Neste sentido, cf. o PAS CVM nº RJ2015/1823, relator Diretor Gustavo Borba, j. 02.08.2016: “[q]uando se está a tratar de competência que não é claramente de responsabilidade de um determinado diretor, ou quando o cargo cuja competência para a matéria estiver vago, afigurar-se-ia adequada a responsabilização de toda a diretoria, sob pena de ficar inviabilizado o controle e correspondente punição.”

¹² Relator Diretor Gustavo Borba, j. em 29.11.2016.

¹³ Vale mencionar que o excerto do PAS CVM nº 2014/7072 colacionado na defesa dos diretores faz referência ao PAS CVM nº RJ2015/1823, mencionado na nota de rodapé nº 11 deste voto. A meu ver, isso reforça a tese de que a aplicação daquele precedente deve ser feita com certos cuidados, pois o próprio relator do PAS CVM nº RJ2015/1823 reconhece a possibilidade de responsabilização de toda a diretoria “[q]uando se está a tratar de competência que não é claramente de responsabilidade de um determinado diretor”.

¹⁴ O seguinte trecho do termo de acusação é, a meu ver, bastante elucidativo: “[o] conselho fiscal se manifestou favoravelmente ao aumento de capital (Processo de Origem, 0577604, p. 141), o que atrai a responsabilidade de seus membros à época: (i) Wagner dos Reis; (ii) Nélio Lima; e (iii) Luiz Ribeiro.

Embora o contato com os negócios de uma companhia aberta seja menos intenso no caso do conselho fiscal, em comparação com os administradores, a justificativa para o critério de emissão das ações é um aspecto conceitual e basilar para o aumento de capital sobre o qual estavam opinando. Por isso, os conselheiros fiscais devem ser incluídos entre os responsáveis.” (§36 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

20. No entanto, não alcanço a mesma conclusão quanto à acusação relacionada ao Terceiro Aumento de Capital. De fato, a peça acusatória não menciona especificamente os membros do conselho fiscal ao tratar dessa operação. Alega apenas que “[p]or razões análogas às que já foram apresentadas anteriormente”¹⁵, estes deveriam ser responsabilizados, sem, contudo, especificar quais seriam tais razões e como suas condutas se relacionariam com o que foi abordado anteriormente no termo de acusação.

21. Ademais, ao abordar as supostas irregularidades constatadas no Terceiro Aumento de Capital, a Acusação faz referência somente aos administradores da Coelba¹⁶. No entanto, o conselho fiscal possui atribuições e responsabilidades próprias, distintas daquelas que recaem sobre a administração da companhia.

22. Mais do que isso, o elenco de competências legais do conselho fiscal demonstra se tratar de órgão cujo papel principal consiste no acompanhamento das atividades dos órgãos de administração, o que determina um modo de atuação distinto daquele de diretoria e conselho de administração. E as diferenças – que não se restringem ao modo de atuação, alcançando também os objetivos esperados – deixam claro que a apuração de responsabilidades dos integrantes do conselho fiscal não pode ser feita em moldes idênticos à dos administradores. Logo, não me parece possível simplesmente transplantar as conclusões relativas a um órgão a outro, sem qualquer tipo de análise mais aprofundada da conduta exigida dos membros do conselho fiscal acusados neste PAS.

23. Em precedente recente¹⁷, ressaltei que a individualização da conduta é pressuposto básico da atividade sancionadora da Administração Pública, e sua ausência compromete o direito à ampla defesa¹⁸. Assim, a imputação deve atribuir ao acusado a prática de atos

¹⁵ §155 do termo de acusação.

¹⁶ Exceto no já mencionado §155 do termo acusação.

¹⁷ PAS CVM nº 19957.009371/2019-02, relator Presidente Marcelo Barbosa, j. em 04.05.2021.

¹⁸ Sobre a aplicação de garantias refletidas em comandos constitucionais ao processo administrativo sancionador, vale destacar a lição de Gustavo Binbenbojm “[o] exercício do poder punitivo pela Administração Pública é um dos campos do direito administrativo em que o grau de impregnação constitucional é dos mais significativos. Com efeito, a sanção administrativa importa gravame que afeta severamente a esfera de direitos fundamentais dos particulares. Daí a importância de se reconduzir essa atividade repressiva à lógica garantística da Constituição, da qual se extrai um princípio de sistemas voltados à proteção dos administrados contra o exercício arbitrário do jus puniendi estatal. (...) Aplicam-se, portanto, ao direito administrativo sancionador as garantias consideradas inerentes ao Estado democrático de direito, bem como seus diversos desdobramentos no ordenamento jurídico infraconstitucional” (BINENBOJM, Gustavo. *Poder de Polícia, Ordenação, Regulação, Transformações político-jurídicas, econômicas e institucionais do direito administrativo ordenador*. Belo Horizonte: Fórum, 2017, p. 99-100)



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

antijurídicos, demonstrando com clareza a conduta alegadamente delituosa, para que este possa se defender e o julgador possa aplicar a lei aos fatos apontados, em linha com o excerto abaixo:

“Não se pode conceber que o órgão acusatório, seja ele administrativo ou judicial, deixe de estabelecer sequer o vínculo detalhado entre o acusado e o fato capitulado como delituoso. Isso seria, em outras palavras, responsabilidade de caráter sancionador objetivo, o que é inaceitável. Seguindo esse raciocínio, não é preciso avançar muito para constatar que a ausência da devida individualização da conduta do agente transgressor da norma jurídica impede o exercício da sua ampla defesa, ficando em discordância com essa garantia fundamental”¹⁹.

24. Portanto, a individualização constitui requisito para a atuação sancionadora da Administração Pública e sua ausência implica em grave cerceamento do direito de ampla defesa consagrado no ordenamento jurídico.

25. Diante disso, reconheço a preliminar suscitada em favor dos membros do conselho fiscal da Coelba com relação às imputações relativas ao Terceiro Aumento de Capital.

26. Passo, agora, a analisar o mérito das demais acusações objeto deste PAS.

III. Primeiro Aumento de Capital

27. A Acusação alega que a justificativa apresentada pela Companhia, a respeito da escolha do critério de valor do patrimônio líquido da ação, para fixar o preço de emissão das ações no Primeiro Aumento de Capital não foi suficientemente pormenorizada, o que configuraria violação ao §7º do art. 170 da Lei nº 6.404/1976. Na sua visão, a administração deveria ter demonstrado que os demais critérios legalmente previstos e não utilizados seriam “*inaplicáveis ou menos capazes de refletir o valor adequado da ação*”²⁰.

28. Neste sentido, embora a justificativa apresentada quanto à inadequação do critério de cotação de mercado (art. 170, §1º, inciso III) atendesse às exigências daquele dispositivo, tendo em vista a baixa liquidez das ações da Companhia, a Acusação sustenta que não se poderia alcançar a mesma conclusão com relação ao critério de perspectiva de rentabilidade futura (art. 170, §1º, inciso I). De acordo com a área técnica, a justificativa

¹⁹ SILVA JUNIOR, Arnaldo. “Os limites da responsabilidade administrativa dos agentes públicos nos processos administrativos dos tribunais de contas: a necessidade de individualização de conduta como garantia da ampla defesa”. In *Revista da Faculdade de Direito da Universidade Federal de Uberlândia*. v. 46, n 2. p. 50-65. Jul/dez 2018. No mesmo sentido, cf. OSÓRIO, Fábio Medina. *Direito Administrativo Sancionador*. 6ª ed. rev. e atual. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2019, p. 393-394.

²⁰ §19 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

apresentada pela administração de que esse critério não era aplicável por conta do nível de endividamento da Companhia seria “*tecnicamente injustificada*”²¹. Além disso, a seu ver, a ausência de outros meios de capitalização no curtíssimo prazo diria respeito apenas à necessidade de realização de aumento de capital, e não à escolha do melhor critério para fixar o preço de emissão das ações.

29. Por esses motivos, os administradores teriam descumprido o art. 153 c/c arts. 166, II, e 170, §7º, enquanto os membros do conselho fiscal, ao se manifestarem favoravelmente ao Primeiro Aumento de Capital, teriam violado o art. 153 c/c arts. 166, §2º, e 170, §7º, todos da Lei nº 6.404/1976.

30. Em sua defesa, os administradores da Companhia contestam a imputação automática de quebra de dever de diligência no caso de violação ao art. 170, §7º, da lei acionária. Além disso, defendem que sempre agiram no interesse da Companhia, cumprindo seu dever de diligência, e que a escolha do critério de valor patrimonial trataria de uma decisão negocial da administração, protegida pela *business judgment rule*.

31. Neste sentido, destacam que este Colegiado, em diversas ocasiões²², adotou a *business judgment rule* como padrão de revisão das decisões negociais tomadas pelos administradores, entendendo que só devem ser responsabilizados aqueles que, no exercício de suas funções, não agem de boa-fé, de maneira informada e no interesse da companhia²³.

32. Ademais, os acusados ressaltam que a justificativa apresentada atendeu ao disposto no art. 170, § 7º, da Lei nº 6.404/1976. Neste sentido, argumentam que em nenhum momento sustentaram a inaplicabilidade do critério de perspectiva de rentabilidade, mas apenas que o critério de valor do patrimônio líquido da ação se mostrava mais adequado para justificar a fixação do preço de emissão naquele momento.

²¹ §22 do termo de acusação.

²² Neste sentido, cf. PAS CVM nº 08/2014, relatora diretora Flávia Perlingeiro, j. em 30.06.2020; PAS CVM nº RJ2014/13977, relator diretor Gustavo Gonzalez, j. em 30.01.2020; PAS CVM nº RJ2011/11073, relator diretor Pablo Renteria, j. em 15.12.2015; PAS CVM nº 09/2009, relatora diretora Luciana Dias, j. em 21.07.2015; PAS CVM nº RJ2009/2610, relator Diretor Marcos Pinto, j. em 28.09.2010; PAS CVM nº RJ2005/0097, relatora Diretor Maria Helena de Santana, j. em 15.03.2007 e PAS CVM nº RJ2005/1443, relator diretor Pedro Marcílio, j. em 10.05.2006.

²³ Os acusados afirmam o seguinte em suas razões de defesa: “[d]e forma a evitar tal resultado [a punição de administradores por prejuízos decorrentes de uma decisão negocial tomada], desenvolveu-se na jurisprudência norte-americana a *business judgment rule* que configura um padrão de revisão das decisões negociais tomadas pelos administradores que cria uma presunção relativa de legalidade e que exige, para a responsabilização do administrador, a comprovação, por parte daquele que o acuse, de que a decisão tomada não se deu de forma informada, refletida e desinteressada” (doc. SEI 0870604, 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

Alegam, ainda, que a justificativa apresentada traz detalhamento muito mais pormenorizado do que outros avisos aos acionistas divulgados ao mercado por outras companhias abertas, as quais sequer foram objeto de processo administrativo sancionador por esta Autarquia.

33. Os diretores sustentam, também, que a tese acusatória presume, sem amparo legal, que o critério de perspectiva de rentabilidade futura seria superior aos demais e, exigindo uma justificativa mais detalhada para afastar sua aplicabilidade simplesmente por entender que tal critério seria “*mais adequado*”.

34. Os membros do conselho fiscal, por sua vez, além de reiterarem alguns dos argumentos apresentados pelos administradores da Coelba, alegam que não poderiam ser responsabilizados por eventual violação do art. 170, §7º, da Lei nº 6.404/1976, haja vista as funções que a lei lhes atribui no âmbito de uma operação de aumento de capital. Sustentam ainda que, em seu processo decisório, atuaram com diligência e de acordo com os parâmetros estabelecidos pela doutrina e pela jurisprudência da CVM.

Descabimento de imputação automática de quebra de dever de diligência no caso concreto

35. Antes de analisar a justificativa apresentada pelos administradores da Coelba para a escolha do critério de fixação do preço de emissão das ações no Primeiro Aumento de Capital, parece-me necessário avaliar a adequação do enquadramento jurídico proposto pela Acusação, que conjugou a acusação de violação ao §7º do art. 170 com a alegação de quebra de dever de diligência, por parte dos acusados, e de infração ao art. 166, II, todos da Lei das S.A., no caso dos administradores, e ao art. 166, §2º, no caso dos membros do conselho fiscal da Companhia.

36. O legislador de 1976 optou por definir o dever de diligência como um conceito aberto, conferindo ao intérprete ampla liberdade para conformá-lo às circunstâncias e à realidade do caso. Esta escolha é condizente com a dinâmica da realidade empresarial, que evolui constantemente, impulsionada pelas mudanças culturais e tecnológicas.

37. Por ser estabelecido como um padrão aberto, é de se esperar que o atendimento desse dever seja possível, via de regra, de múltiplas formas²⁴, ainda que, em todos os

²⁴ Como já atentado pela doutrina, “não há uma única forma de atuar diligentemente, mas uma zona de comportamentos que podem ser considerados diligentes, o que significa, por outras palavras, que, para fins de verificar o cumprimento desse dever por parte dos administradores, não se deve indagar qual a conduta



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

casos, o foco da análise da aderência de determinada conduta ao padrão de diligência previsto em lei seja no aspecto procedimental. Ou seja, o que deve ser objeto de exame para aferir o cumprimento do dever de diligência (ou mesmo dos subdeveres que dele derivam)²⁵ é a forma como o administrador atua e não o conteúdo final de suas decisões²⁶.

38. Além disso, o alcance amplo do art. 153 faz com que o dispositivo seja o núcleo a partir do qual os demais padrões de conduta emanam da Lei nº 6.404/1976²⁷. No entanto, a despeito de o dever de diligência representar um dos principais instrumentos de controle e disciplina da atuação dos administradores, justamente por sua abrangência e seu caráter

mais diligente, mas, sim, se houve falta de diligência no comportamento adotado” (CAMPOS, Luiz Antonio de Sampaio. Deveres e responsabilidades. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (Coords.). *Direito das Companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 802).

²⁵ A doutrina e o Colegiado elencaram três principais ordens de comportamento que compõem o padrão de diligência de que trata o art. 153 da lei acionária, empregando-os como parâmetros para verificação da diligência das condutas adotadas pelos administradores. Assim, cabe ao administrador observar os deveres de se informar, vigiar e investigar, os quais lhe impõem, em linhas gerais, a obrigação de, respectivamente, tomar decisões de maneira informada, monitorar as políticas e atividades da companhia – dirigidas ou fiscalizadas pelo administrador – e tomar adequado conhecimento de fatos quando alertados por circunstâncias que exijam maior atenção sobre determinado assunto.

Esses parâmetros também foram reconhecidos na análise de casos concretos, conforme demonstram os diversos precedentes que afastaram a responsabilidade pelo descumprimento do dever de diligência quando adotados esses comportamentos: PAS CVM nº 21/04, j. em 15.05.2007; PAS CVM nº RJ2008/9574, j. em 27.11.2012; PAS CVM nº 11/2002, j. em 26.02.2013; e PAS CVM nº 02/2008, j. em 05.03.2013, entre outros.

²⁶ Cf. CAMPOS, Luiz Antonio de Sampaio. Deveres e responsabilidades. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (Coords.). *Direito das Companhias*. 2ª Edição. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 805. No mesmo sentido: “*En primer lugar, resulta claro, a nuestro entender, que el deber de diligencia aplicable a la gestión no puede ser entendido como <<otra fuente más>> al mismo nivel que lo son las fuentes normales consideradas hasta ahora (ley, estatutos, acuerdos, etc.). Estas imponen obligaciones específicas, de contenido determinado, cuyo cumplimiento se agota, normalmente, en la realización o ejecución de lo que en ellas venga exigido. El deber de diligencia, por el contrario, es una pauta de administración de la sociedad. En este sentido, el deber de diligencia expresa también la forma en que deben ser cumplidas las obligaciones puntuales que emanan de las fuentes formales indicadas. Así entendido, como forma de cumplimiento de las obligaciones según las pautas establecidas en su momento, es obvio que el deber de diligencia no es algo ajeno a las fuentes de esas obligaciones. Las fuentes indican qué obligaciones ha de cumplir el administrador y de dónde provienen; el deber de diligencia indica cómo se deben de cumplir esas obligaciones, qué comportamiento es exigible a los administradores en general, en una sociedad determinada, etc.*” (GONZALEZ, Jesus Quijano. La responsabilidad civil de los administradores de la sociedad anonima: aspectos sustantivos. Universidade de Valladolid, Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Salamanca, 1985, pp. 186/187).

²⁷ Como ressaltai ao me manifestar no PAS CVM nº RJ2014/6517, relator Diretor Henrique Machado, j. em 25.06.2019: “[é] assim, por exemplo, que o dever de diligência orienta e se relaciona com o dever de comunicar o mercado sobre atos ou fatos relevantes, nos termos estabelecidos pelo art. 157, §4º da Lei nº 6.404/76 e pela Instrução CVM nº 358/02, que regulamenta referido dispositivo. Esta relação se dá na medida em que o cumprimento do dever de informar está, invariavelmente, condicionado à adoção de conduta diligente, sendo possível afirmar que existe uma zona de interseção entre o dever de informar e o dever 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

orientador dos demais deveres fiduciários, é preciso ter cautela na sua utilização como meio de aferição da conformidade dos atos praticados por administradores, de modo a evitar sua utilização, na prática, como uma garantia ampla contra a falibilidade dos administradores.

39. A propósito, reporto-me à minha manifestação de voto no PAS CVM nº RJ2014/6517, relator diretor Henrique Machado, julgado em 25.06.2019²⁸:

“Essa interpretação mais extensiva pode trazer efeitos práticos relevantes, como por exemplo dificultar sobremaneira a compreensão, pelos próprios administradores, dos padrões de conduta que a lei lhes impõe, o que pode, por sua vez, servir como desincentivo para que pessoas capazes e honestas aceitem cargos na administração de companhias.

Por esse motivo, entendo que a responsabilização de administradores de companhias abertas por falta de diligência deve ser construída na extensão que a lei conferiu a este dever, notadamente quando se avalia determinada conduta sob a perspectiva procedimental e quando ausentes os elementos que demonstram o cuidado necessário por parte do administrador. **Deve-se, assim, reconhecer que o descumprimento de um dispositivo legal ou regulamentar específico nem sempre será motivado pela falta de diligência. Do mesmo modo, nada na lei autoriza o entendimento de que a inobservância de um dever fiduciário sempre significará, também, falta de diligência.**” (grifei)

40. No caso concreto, entendo que a Acusação não se desincumbiu do ônus de demonstrar uma falha, por parte dos acusados, que seja capaz de denotar falta daqueles em relação ao padrão de conduta refletido no art. 153 da Lei das S.A. Não há, nos autos, elementos que indiquem, por exemplo, que os acusados tenham faltado com seu dever de se informar, de investigar ou vigiar com relação à justificação apresentada pela Coelba para a fixação do preço de emissão das ações no Primeiro Aumento de Capital. Tampouco se verifica a existência de sinais de alerta não investigados pelos administradores da Companhia com relação a essa operação.

41. Além disso, entendo que não há que falar em infração ao artigo 166, II e 166, §2º, pois, como se viu no Relatório, os procedimentos formais para aprovação de aumento de capital previstos nos referidos dispositivos foram observados: o aumento de capital dentro do limite autorizado foi deliberado em sede de reunião do conselho de administração²⁹ e

²⁸ Cf., no mesmo sentido, minhas manifestações de voto no PAS CVM nº RJ2014/12838 e RJ2015/1421, relator Diretor Henrique Machado, j. em 25.06.2019.

²⁹ Doc. SEI 0628854.



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

houve manifestação do conselho fiscal³⁰. O que se discute neste voto é o cumprimento, pelos acusados, de seus deveres fiduciários em relação a tais deliberações.

42. Contudo, diante do quadro anteriormente descrito, a dificuldade que enxergo para a configuração do descumprimento do art. 153 da Lei nº 6.404/1976 no caso concreto é justamente a ausência dos elementos caracterizadores da falta de diligência na conduta dos acusados. A Acusação, ao verificar o suposto descumprimento do art. 170, §7º, da Lei nº 6.404/1976, entendeu que os acusados deveriam ser responsabilizados também por infração ao art. 153 c/c art. 166, II, no caso dos administradores, e ao art. 153 c/c art. 166, §2º, no caso dos membros do conselho fiscal. Entretanto, deixou de apresentar elementos para tanto, como se tratasse de consequência automática.

43. Como o termo de acusação deve fornecer o quadro fático e jurídico a ser contraditado pela defesa e apreciado pelos julgadores³¹, a decisão dos julgadores deve se restringir à análise da acusação formulada, inclusive porque foi considerando o ali disposto que os acusados exerceram seu direito de defesa³². Assim, no presente caso, pelas razões expostas acima, faltam elementos minimamente suficientes para a configuração de violação do art. 153 da Lei nº 6.404/1976 a partir dos elementos constantes nos autos. Conforme minha manifestação de voto no PAS CVM nº RJ2014/6517:

“(…) sem que haja indicação clara de falta de diligência, corre-se o risco de alargar o conceito de um dever fiduciário previsto em lei que, a despeito de sua centralidade no sistema disciplinar dos administradores de companhias, não pode se prestar a garantir a responsabilização a qualquer custo, mesmo quando faltarem melhores elementos relacionados a outros deveres mais específicos – tanto mais em sede de formação de juízo condenatório.”

³⁰ Doc. SEI 0577604, p. 141.

³¹ Cf., neste sentido, o PA CVM nº SP 2011-302 e 2011-303, relatora Diretora Luciana Dias, j. em 24.06.2014; PAS CVM nº RJ2013/6635, relatora Diretora Luciana Dias, j. em 26.05.2015; PAS CVM nº 19957.011774/2007-41, relator Presidente Marcelo Barbosa, j. em 17.12.2019; PAS CVM nº RJ2017/5779, relator Presidente Marcelo Barbosa, j. em 10.03.2020; PAS CVM nº RJ2019/9263, relator Presidente Marcelo Barbosa, j. em 17.11.2020 e minha manifestação de voto no PAS CVM nº RJ2014/6517, relator Diretor Henrique Machado, j. em 25.06.2019.

³² Como ressaltei em minha manifestação de voto proferida no âmbito do já citado PAS CVM nº RJ2014/6517: “aceitar entendimento diverso significaria colocar os acusados na frágil situação de ter que se defender não apenas das imputações constantes da acusação, como também de outras possíveis imputações que poderiam surgir da leitura dos fatos narrados na peça acusatória.”



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

44. Posição semelhante foi adotada pelo Colegiado ao analisar o PAS CVM n° RJ2004/5392³³, no qual foi apurada, entre outras, a responsabilidade de administradores por suposta infração ao art. 170, §1º e §7º, e ao art. 153, todos da Lei n° 6.404/1976. Ao final, embora tenha sido reconhecida a violação ao §7º do art. 170, o relator entendeu que a acusação não analisou o processo de tomada de decisão ou os interesses dos administradores na decisão em discussão (ou seja, não se examinou “*a diligência e a lealdade dos administradores, o que seria essencial para eventual punição*”)³⁴, o que acarretou a absolvição dos administradores da imputação de descumprimento da regra do art. 153.

45. A área técnica, para fundamentar a tese acusatória, também alega que, em precedente envolvendo situações similares à analisada neste PAS (como é o caso do PAS CVM n° RJ2009/2610, relator diretor Marcos Pinto, j. em 28.09.2010), a acusação teria combinado dispositivos específicos relacionados ao aumento de capital com aqueles que tratam dos deveres fiduciários dos administradores. Não vejo, porém, como esse precedente possa justificar o enquadramento dado pela Acusação neste PAS.

46. Naquele caso, os membros do conselho de administração foram acusados de violação conjunta dos arts. 153 e 170, §1º, da Lei n° 6.404/1976, por terem aprovado, em 28.02.2007, um aumento de capital no qual o preço de emissão por ação foi fixado com base no valor patrimonial da companhia em 30.09.2006.

47. Ocorre que, um mês após tal aprovação, a companhia divulgou suas demonstrações financeiras referentes ao exercício social encerrado em 31.12.2006, as quais revelaram que o patrimônio líquido da companhia havia triplicado no quarto trimestre de 2006. Ao fixar o preço de emissão das ações com base no valor patrimonial refletido em demonstrações financeiras referentes a 30.09.2006, ao invés de 31.12.2006, foram emitidas quase quatro vezes mais ações no aumento de capital. Diante disso, os administradores foram condenados por infração ao art. 153 porque se “*não sabiam da transformação ocorrida na situação patrimonial da Companhia, eles certamente não tomaram uma decisão informada ao aprovar o aumento de capital*”³⁵ e caso soubessem da transformação ocorrida naquele trimestre, “*sua decisão foi, no melhor dos casos, irrefletida. O mais provável, porém, é que sua decisão tenha sido interessada ou*

³³ Relator Diretor Pedro Marcílio, j. em 29.08.2006.

³⁴ PAS CVM n° RJ2004/5392, relator Diretor Pedro Marcílio, j. em 29.08.2006.

³⁵ PAS CVM n° RJ2009/2610, relator Diretor Marcos Pinto, j. em 28.10.2010.



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

interesseira; ou seja, os administradores perseguiram os interesses do acionista controlador em detrimento da companhia”³⁶.

48. A meu ver, o que esse precedente demonstra é que a imputação de violação ao art. 153 em casos de irregularidades em operações de aumento de capital não se dá automaticamente, mas depende da identificação de elementos que demonstrem a existência de um nexo de causalidade entre a suposta falta de diligência na conduta do administrador e eventual descumprimento dos §1º ou §7º do art. 170. Ocorre que, como já mencionado, no presente PAS, esse nexo de causalidade não foi demonstrado.

49. Pelo exposto, entendo que a acusação de violação ao art. 153 c/c art. 166, II, no caso dos administradores, e ao art. 153 c/c art. 166, §2º, no caso dos membros do conselho fiscal, não merece prosperar. Entretanto, tal conclusão, por si só, não assegura que o ato questionado (isto é, a ausência de justificativa pormenorizada a respeito da escolha do critério de fixação do preço de emissão no Primeiro Aumento de Capital) esteja aderente ao que exige a Lei das S.A. Passo, portanto, a analisar se a justificativa apresentada, à época, pelos administradores da Coelba, atende ao disposto no §7º do art. 170. Em seguida, analisarei a responsabilidade dos membros do conselho fiscal da Companhia com relação à mesma imputação.

Ausência de justificativa pormenorizada para a escolha do critério de fixação do preço de emissão das ações no Primeiro Aumento de Capital

50. De acordo com a sistemática da lei societária, a obrigação de apresentação de justificativa pormenorizada é um instrumento de proteção dos acionistas minoritários, na medida em que é autêntico meio de garantir a efetividade do direito essencial previsto no art. 109, IV, da Lei das S.A.³⁷, conforme reconhecido pela própria Exposição de Motivos da Lei nº 6.404/1976³⁸.

51. Se, por um lado, o legislador não impôs à administração das companhias um mecanismo detalhado e demasiadamente prescritivo a ser seguido em operações de

³⁶ PAS CVM nº RJ2009/2610, relator Diretor Marcos Pinto, j. em 28.10.2010.

³⁷ “Art. 109. Nem o estatuto social nem a assembléia-geral poderão privar o acionista dos direitos de: (...) IV - preferência para a subscrição de ações, partes beneficiárias conversíveis em ações, debêntures conversíveis em ações e bônus de subscrição, observado o disposto nos artigos 171 e 172”.

³⁸ De acordo com a Exposição de Motivos nº 196, de 24.06.1976: “A existência do direito de preferência nem sempre oferece proteção adequada a todos os acionistas. A emissão de ações pelo valor econômico é a solução que melhor protege os interesses de todos os acionistas, inclusive daqueles que não subscrevem o aumento, e por isso deve ser a adotada pelos órgãos competentes para deliberar sobre o 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

aumento de capital, por outro, optou por indicar os critérios que podem ser utilizados, de forma isolada ou conjunta (art. 170, §1º)³⁹, cabendo à administração explicar, pormenorizadamente, na proposta de aumento do capital, “*os aspectos econômicos que determinaram a sua escolha*”, nos termos do §7º do art. 170.

52. É claro que a existência de uma justificativa pormenorizada não significa, necessariamente, que o preço de emissão das ações foi fixado de forma correta nem impede que haja diluição injustificada dos acionistas – isto é, a adequação ao §7º do art. 170 não implica o cumprimento do §1º do mesmo dispositivo. E vice-versa: a escolha adequada do critério para fixação do preço de emissão das ações não quer dizer que ele tenha sido explicado aos acionistas da maneira que a lei exige.

53. Ainda assim, é por intermédio da justificativa apresentada que os acionistas (i) podem fiscalizar a atuação dos administradores responsáveis por fixar o preço de emissão das ações e (ii) têm acesso a informações relevantes para a tomada de sua decisão quanto ao aumento de capital. Esta dupla função do §7º do art. 170 (isto é, “*informar os acionistas e vincular os administradores à proposta, viabilizando a prestação de contas pelos administradores, bem como sua eventual responsabilização*”⁴⁰) já foi reconhecida em diversos precedentes deste Colegiado⁴¹.

54. Também me parece evidente, a partir da leitura do art. 170, que o legislador não se propôs a criar uma hierarquia entre os critérios previstos no §1º do dispositivo. Ao contrário, sua intenção foi justamente garantir que os administradores tenham condições de fixar o preço de emissão das ações de forma coerente com o valor econômico da companhia, sem prejudicar indevidamente os antigos acionistas – isto é, sem que sejam diluídos injustificadamente⁴².

³⁹ A redação atual ao art. 170, §1º, decorre da Lei nº 9.457/1977, cuja alteração foi considerada necessária para explicitar que os critérios estabelecidos nos incisos podem ser utilizados alternativa ou conjuntamente, dirimindo dúvidas quanto à interpretação do dispositivo existentes à época (cf. EIZIRIK, Nelson. *Reforma da S.A. e do Mercado de Capitais*. Rio de Janeiro: Renovar, 1997, p. 90).

⁴⁰ PAS CVM nº RJ 2009/8316, relatora Diretora Luciana Dias, j. em 09.04.2013.

⁴¹ Além do precedente mencionado na nota de rodapé anterior, cf., no mesmo sentido, PAS CVM nº RJ 2013/6294, relator Diretor Pablo Renteria, j. em 14.11.2017, PAS CVM nº RJ2011/11073, relator Diretor Pablo Renteria, j. em 15.12.2015, PAS CVM nº 2013/11113, relator Diretor Roberto Tadeu, j. em 11.08.2015, e Processo CVM nº RJ2004/5476, voto do Presidente Marcelo Trindade, j. em 1.3.2005.

⁴² Como explicam Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira: “[a] distinção entre a diluição legítima e ilegítima não pode ser precisada na lei porque pressupõe o conhecimento, em cada caso, das diversas circunstâncias relativas à intensidade do interesse da companhia na obtenção de recursos adicionais, à espécie e quantidade dos subscritores potenciais das novas ações e ao nível de preço de emissão que é



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

55. A lei não estabelece a superioridade de um critério em relação aos demais nem exige uma justificativa mais ou menos pormenorizada simplesmente porque aquele escolhido não é o “*mais habitualmente utilizado*”⁴³. Os administradores possuem discricionariedade para optar pela metodologia que, a seu ver, melhor reflete o valor econômico da companhia. Em contrapartida, recai sobre a administração o dever de fundamentar, de forma minuciosa, sua escolha.

56. Este Colegiado já se manifestou em diversas oportunidades a respeito dos parâmetros para a aferição de uma justificativa suficientemente pormenorizada – isto é, detalhada, aprofundada, acurada. Para fins deste caso, parece-me importante reforçar que não basta a justificativa apresentar as razões para realização do aumento de capital, é preciso que sejam esclarecidos, entre outros fatores⁴⁴, os “*aspectos econômicos que determinaram a escolha do critério para o estabelecimento do preço de emissão*”⁴⁵ – o que implica, necessariamente, explicar os motivos pelos quais determinado critério é mais adequado que os demais previstos no §1º do art. 170. O voto do então diretor Pablo Renteria, no âmbito do PAS CVM nº RJ2013/6294, j. em 14.11.2017, é claro nesse sentido⁴⁶:

“Não basta que sejam apontados os critérios que serviram de base para a fixação do preço de emissão. É necessário explicar, de forma detalhada, o motivo pelo qual se entendeu melhor fixar o preço com base nesse ou naquele critério (ou, em caso de utilização de mais de um critério, as razões de utilização daqueles parâmetros de forma combinada), ou o porquê da

necessário fixar para que esses investidores potenciais subscrevam efetivamente o aumento” (LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA José Luiz Bulhões. “Abuso do Poder de Controle em Aumento do Capital Social de Banco Comercial”, In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA José Luiz Bulhões. *A Lei das S/A*, 2ª ed., Rio de Janeiro: Renovar, 1996, p. 276).

⁴³ §21 do termo de acusação.

⁴⁴ De acordo com entendimento já consolidado deste Colegiado, outro ponto que deve ser abordado é a justificativa do preço em si, já que parece ser inviável “vislumbrar como, no mundo real, será possível pormenorizar as razões da escolha do critério de fixação do preço sem pormenorizar as próprias razões de fixação do próprio preço” (PAS CVM nº RJ 2005/5132, voto do então Presidente Marcelo Trindade, julgado em 22.08.2006). No mesmo sentido, cf. PAS CVM nº RJ2009/8316, relatora Diretora Luciana Dias, j. em 09.04.2013.

⁴⁵ PAS CVM Nº RJ2004/5392, relator Diretor Pedro Marcílio, j. em 29.08.2006. No mesmo sentido, cf. o PAS CVM nº RJ2010/1737, relator Diretor Marcos Barbosa Pinto, j. em 19.10.2010.

⁴⁶ Embora o precedente citado seja posterior ao Primeiro Aumento de Capital, este entendimento prevalece na CVM há anos. No PAS CVM nº RJ2009/2610, j. em 28.09.2010, por exemplo, o relator, Diretor Marcos Pinto, entendeu que a justificativa apresentada era “insuficiente para atender os requisitos legais, pois não explicita a razão pela qual o terceiro critério previsto no art. 170, i.e. perspectiva de rentabilidade, não foi adotado”.



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

não utilização de outro parâmetro entre aqueles elencados nos incisos do §1º do art. 170 da Lei nº 6.404/1976.”

57. A depender do critério escolhido e da situação em que a companhia se encontra, a justificção poderá demandar um esforço maior ou menor por parte da administração. Afinal, a necessidade de esmiuçar os motivos que fizeram determinado parâmetro prevalecer face aos demais depende também das características do caso concreto, como a liquidez das ações ou a situação econômico-financeira da companhia.

58. No presente caso, a explicação de que as ações de emissão da Coelba apresentavam baixa liquidez foi suficiente para que a Acusação entendesse que o critério de cotação em bolsa não deveria ser utilizado. No entanto, a área técnica não concluiu da mesma forma ao tratar do critério de perspectiva de rentabilidade futura.

59. A fim de demonstrar os motivos pelos quais a perspectiva de rentabilidade não deveria ser empregada para calcular o valor das ações emitidas no Primeiro Aumento de Capital, a Companhia formulou a seguinte justificção em aviso aos acionistas de 25.07.2017:

“[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 custo[s] e prazos necessários p[ar]a 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.”

60. Com efeito, a administração da Coelba não afirmou que o critério de perspectiva de rentabilidade seria inaplicável, como sugere a área técnica em determinados trechos do termo de acusação. Os administradores apenas ressaltaram que o critério do valor patrimonial da ação seria o mais adequado, tendo em vista o cenário em que a Companhia se encontrava.

61. De toda forma, entendo que a justificativa apresentada não atinge o nível de detalhe exigido pelo §7º do art. 170 da Lei nº 6.404/1976.

62. Isso porque a inexistência de outros meios de capitalização no curto prazo não me parece ser um motivo capaz de afastar a adequação do critério de perspectiva de rentabilidade da companhia – mesmo porque, no caso concreto, os recursos já haviam sido aportados na Coelba, pela Neoenergia, por meio de adiantamento para futuro aumento de capital (AFAC). O Primeiro Aumento de Capital seria somente a operação por meio da qual os créditos detidos pelo acionista controlador seriam capitalizados.



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

63. Do mesmo modo, “*a situação momentânea de alavancagem da Companhia*”, por si só, tampouco representa uma justificativa suficientemente pormenorizada a respeito da inadequação do parâmetro previsto no inciso I do §1º do art. 170.

64. A partir da leitura dos documentos societários da Coelba, não fica claro como sua alavancagem financeira prejudicaria a precificação das ações caso fosse empregado o referido critério. É plausível que tal obscuridade tenha levado a Acusação a argumentar que a justificção em apreço serviria muito mais para fundamentar a própria realização do Primeiro Aumento de Capital do que para atender o disposto no art. 170, §7º.

65. Não nego que a referida justificativa possa conter algum fundamento técnico, como sustentam os Acusados. Tal fato, contudo, não é suficiente para eximi-los de suas responsabilidades. A lei exige que a fundamentação a respeito do parâmetro adotado para fixar o preço de emissão das ações seja apresentada de forma minuciosa, e o faz por razões importantes, conforme esclarecido anteriormente.

66. Em suas razões de defesa, por exemplo, os membros do conselho de administração alegam que a situação de alavancagem da Coelba, somada às incertezas presentes à época, resultaria em um preço de emissão distorcido e que não representaria o real valor da Companhia, caso fosse utilizado o critério de perspectiva de rentabilidade. O Parecer Técnico, por sua vez, discorre sobre os fatores que poderiam causar tal distorção. Possivelmente, se os documentos divulgados pela Coelba à época apresentassem ao menos parte dessa argumentação, estaria caracterizado o cumprimento do art. 170, §7º. Entretanto, não foi o que ocorreu no caso concreto.

67. Como visto, o aviso aos acionistas foi lacônico e limitou-se a afirmar que, dada “*a situação momentânea de alavancagem da Coelba*”, o critério de perspectiva de rentabilidade não seria o mais adequado.

68. Neste sentido, ainda que, em várias circunstâncias, o grau de endividamento de uma empresa tenha impactado o cálculo da sua perspectiva de rentabilidade, em função de sua relação direta com diversas variáveis utilizadas para estimar seu fluxo de caixa e sua taxa de desconto, o fato de uma companhia estar alavancada não será, por si só, suficiente para afastar esse critério, já que diz muito pouco sobre como tal condição efetivamente impacta as projeções⁴⁷.

⁴⁷ A utilização de justificativas muito vagas, que pouco explicam o motivo pelo qual determinado critério não seria adequado, já foi rechaçada pelo Colegiado: “[t]entando atenuar sua omissão, os acusados



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

69. Sem maiores explicações sobre o nexo de causalidade entre o nível de alavancagem financeira da Companhia e sua repercussão no cálculo do preço de emissão das ações, a justificativa não pode ser considerada pormenorizada. Mais do que isso, ela perde sua função, pois praticamente não informa e não cria as bases para uma supervisão efetiva da atuação dos administradores.

70. Tampouco merece prosperar o argumento dos acusados de que titulares de ações correspondentes a 99,84% do capital social da Coelba teriam acompanhado o Primeiro Aumento de Capital, de forma que não teria ocorrido diluição injustificada no caso concreto. Como mencionei ao analisar pedido de produção de provas nos autos deste PAS, tal fato não é relevante para o desfecho do caso, uma vez que a imputação é de violação ao §7º do art. 170⁴⁸.

71. Os Acusados sustentam, ainda, que a justificativa ora questionada seria mais pormenorizada do que aquelas constantes em outros avisos aos acionistas divulgados ao mercado e que não foram objeto de processo administrativo sancionador por esta Autarquia.

72. O argumento, contudo, não é suficiente para afastar a tese acusatória.

73. Ainda que documentos societários divulgados por outras companhias possam servir, em alguma medida, como parâmetro para outros agentes do mercado elaborarem seus próprios atos, é preciso ter certa cautela com esse tipo de argumentação, sobretudo quando se pressupõe que, dada a ausência de questionamento por parte do regulador, tais documentos atenderiam a todos os requisitos legais e regulamentares.

argumentam, em esclarecimentos prestados à CVM, que não utilizaram a perspectiva de rentabilidade porque esse critério está sujeito a variáveis que escapavam do controle da Clarion. Esse argumento não convence, por duas razões bastante simples.

A primeira razão é que a avaliação por perspectiva de rentabilidade depende sempre de fatores que fogem ao controle da companhia avaliada, como comportamento da demanda e variáveis macroeconômicas. Logo, essa não é justificativa válida para o afastamento desse critério.

A segunda e mais importante razão é que essa explicação só foi fornecida pelos administradores após a deliberação. E o art. 170, §7º, exige que a justificativa seja oferecida antes da deliberação, na própria proposta de aumento.” (PAS CVM nº RJ2009/2610, relator Diretor Marcos Pinto, j. em 28.09.2010).

⁴⁸ Cf. doc. SEI 1217050. Naquela ocasião, ressaltai o seguinte: “a acusação relacionada ao Primeiro Aumento de Capital trata da justificativa fornecida pelos administradores da Companhia para escolha do critério de fixação do preço de emissão das ações nessa operação. Logo, a análise a ser empreendida pelo Colegiado está restrita à documentação apresentada pela Coelba no momento em que deliberou sobre o aumento de capital, a fim de verificar se os aspectos econômicos que determinaram a escolha do referido parâmetro foram justificados pormenorizadamente, como exige o §7º do art. 170 da lei acionária”.



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

74. A meu ver, o fato de existirem documentos com justificativas menos detalhadas que a apresentada no contexto do Primeiro Aumento de Capital não a torna, por si só, adequada ao comando do §7º do art. 170. O que se examina neste particular é tão somente se a justificativa divulgada pela Coelba cumpre o que exige o referido dispositivo, e não se ela é mais ou menos completa que outras já anunciadas. Ou seja, deve-se avaliar se tal justificativa é minuciosa o suficiente para servir como um dos instrumentos que dá concretude ao direito essencial de preferência para subscrição de ações na proporção da participação acionária de cada acionista, previsto no art. 109, IV. Como mencionei ao relatar o PAS CVM nº 19957.009371/2019-02, j. em 04.05.2021:

“[s]endo, em última análise, a obrigação de justificar pormenorizadamente a escolha do critério ou critérios em que a proposta de aumento de capital se fundamentou um mecanismo destinado a permitir aos acionistas a aferição quanto à observância de um direito essencial, caberá à administração cuidar para que a proposta de aumento do capital apresente justificativa realmente pormenorizada – isto é, com as informações necessárias e suficientes que permitam a compreensão e o julgamento – dos critérios escolhidos para amparar a fixação do preço de emissão.”

75. Além disso, há diversos motivos para que as justificativas apresentadas por outras companhias não tenham sido objeto de processo administrativo sancionador na CVM. A postura vigilante de determinados acionistas (em geral, investidores institucionais) pode ser um deles. Como já mencionei no início deste voto, a atuação de investidores ativistas auxilia a Autarquia na sua atividade de supervisão e fiscalização, inclusive revelando ao regulador eventuais irregularidades a serem apuradas.

76. De toda forma, não cabe ao Colegiado averiguar, em sede de processo administrativo sancionador, por que não houve a instauração de uma acusação em outros casos e, muito menos, se esta seria procedente. Nada disso importa para a avaliação da legalidade da justificação divulgada pela Coelba. Independentemente de qual tenha sido a origem da acusação, o que se deve examinar, neste momento, é se a justificativa em apreço cumpre os objetivos da lei. E, a meu ver, a resposta a essa questão é negativa.

77. Por fim, vale lembrar que, em 01.12.2017, o Colegiado analisou um pedido de interrupção e suspensão do prazo de convocação de uma assembleia da Coelba que deliberaria sobre o Aumento de Capital Cancelado. Na ocasião, discutiu-se a suficiência da justificativa apresentada para a escolha do critério de fixação do preço das ações a serem emitidas naquela operação (isto é, o valor do patrimônio líquido da ação). Tal



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

justificativa, é importante ressaltar, era bastante semelhante à que foi apresentada no âmbito do Primeiro Aumento de Capital⁴⁹.

78. Naquela ocasião, a SEP entendeu que a administração da Coelba não justificou, de forma pormenorizada, a escolha do critério de fixação do preço das ações a serem emitidas no Aumento de Capital Cancelado (no caso, o valor patrimonial da ação) e, diante disso, entendeu pela ilegalidade da proposta. De acordo com a ata da reunião extraordinária do Colegiado de 01.12.2017:

“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. (...)

Pelo exposto, a SEP entendeu que a administração da Coelba não justificou, de forma pormenorizada, a escolha do critério de fixação do preço das ações a serem emitidas no aumento de capital a ser deliberado na AGE de 04.12.2017, contrariamente ao previsto no art. 170, §7º, da Lei nº 6.404/76. Contudo, tendo sido verificada desde já a ilegalidade da proposta, sugeriu o indeferimento do pedido de interrupção.

Em linha com o entendimento SEP, consubstanciado no Relatório nº 130/2017-CVM/SEP/GEA-3, o Colegiado, por unanimidade, deliberou o indeferimento dos pedidos de suspensão e interrupção da AGE, tendo, ainda, acompanhado a área técnica no tocante ao não atendimento, pela proposta, da regra constante no art. 170, §7º, da Lei nº 6.404/76.”

79. 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,

⁴⁹ A justificativa analisada pelo Colegiado naquela ocasião, constante da proposta da administração da Coelba, foi a seguinte: “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 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.”



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

tendo em vista sua semelhança com a justificação relacionada ao Aumento de Capital Cancelado.

80. Por todo o exposto, concluo que restou configurada a infração ao art. 170, §7º, da Lei nº 6.404/1976 pelos diretores da Coelba responsáveis pela elaboração da proposta que embasou a deliberação, seja dos membros do conselho de administração que aprovaram a referida proposta. Cabe, agora, verificar se esta conclusão se estende aos membros do conselho fiscal da Companhia.

Atuação do conselho fiscal no Primeiro Aumento de Capital

81. A Exposição de Motivos da Lei das S.A. é clara a respeito da função que a lei atribui ao conselho fiscal:

“Não é órgão de auditoria contábil, que somente pode ser exercida por organizações de profissionais especializados, mas de fiscalização dos administradores e de informação da Assembléia Geral, que poderá desempenhar papel da maior significação na defesa da companhia e dos acionistas ao acompanhar, efetivamente, a ação dos administradores, submetendo seus atos a apreciação crítica, para verificar o cumprimento de deveres legais e estatutários”⁵⁰

82. Daí que decorre a constatação, já exposta neste voto, no sentido de que a principal função do conselho fiscal consiste no acompanhamento das atividades dos órgãos de administração, por intermédio das prerrogativas que a lei lhe oferece (art. 163, §§1º a 8º). Sua atuação, no entanto, deve se dar dentro de determinados limites.

83. O conselho fiscal, por exemplo, não tem competência para opinar sobre o mérito, a conveniência e a oportunidade dos atos de gestão da administração da companhia. Sua atuação está restrita à análise da legalidade dos atos dos administradores – isto é, se tais atos estão em conformidade a lei, o estatuto social e, no caso das companhias abertas, da

⁵⁰ Exposição de Motivos nº 196, de 24.06.1976, do Ministério da Fazenda.



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

regulamentação aplicável⁵¹. A jurisprudência deste Colegiado é clara nesse sentido⁵².

84. No entanto, a análise da legalidade dos atos da administração não deve se restringir a meras formalidades, conforme destacou o então diretor Pablo Renteria ao relatar o PAS CVM nº 01/2007, j. em 22.09.2016:

“os conselheiros fiscais têm a função de examinar se os atos de gestão praticados pelos administradores estão de acordo com a Lei e o estatuto social, bem como a de analisar tais atos sob o prisma do objeto social e dos fins próprios da companhia. Em outras palavras, não se trata de fiscalização restrita às formalidades dos atos da administração. Vai além disso: os conselheiros fiscais devem verificar o cumprimento, por parte dos administradores, dos deveres estabelecidos na Lei ou no estatuto social, entre os quais se destaca o dever de exercer as atribuições do cargo para lograr os fins e os interesses da companhia.”

85. Além disso, quando em funcionamento, o art. 166, §2º, da Lei nº 6.404/1976 prevê que o conselho fiscal deverá ser ouvido antes da deliberação sobre o aumento de capital (exceto nos casos de conversão de valores mobiliários em ações ou pelo exercício de direito conferido por bônus de subscrição ou opções de compra de ações)⁵³, o que ocorreu no presente caso. Ao opinar sobre a proposta da administração relativa à modificação do

⁵¹ Conforme afirma Alfredo Lamy Filho: “[o] Conselho Fiscal é competente para fiscalizar os atos dos administradores sob o aspecto da sua conformidade com a lei e o estatuto social, mas não pode se imiscuir, direta ou indiretamente, nos atos de gestão, de competência do Conselho de Administração ou dos Diretores, que também são eleitos pela Assembléia Geral.” (LAMY FILHO, Alfredo. “Conselho Fiscal”. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (Org.). *Direito das Companhias*. Volume 1. Rio de Janeiro: Forense, 2009. p. 1274). Cf., no mesmo sentido, EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Vol. II. São Paulo: Quartier Latin, São Paulo, 2011, p. 444-445; CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. 3º volume. 5ª edição. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 529 e LUCENA, José Waldecy. *Das Sociedades Anônimas: Comentários à Lei*. Vol. 2. Rio de Janeiro: Renovar, 2009, p. 721.

⁵² Cito, como exemplo, o PA CVM nº RJ2005/2734, voto do relator Diretor Sérgio Weguelin, julgado em 30.08.2005, no qual se decidiu o seguinte: “[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”. No mesmo sentido, cf. PAS CVM nº RJ2014/2426, voto do relator Diretor Henrique Machado, julgado em 04.12.2018: “[e]ntre as funções dos conselheiros fiscais, está a trazida pelo art. 163, III, da Lei nº 6.404/76, de opinar sobre as propostas dos órgãos da administração a serem submetidas à assembleia-geral, relativas, entre outras, a planos de investimento ou orçamentos de capital e distribuição de dividendos. (...) Ao opinar sobre essas matérias, o conselheiro fiscal, obviamente, deve se ater a apreciar a sua legalidade, a sua conformidade com a lei e com o estatuto, sem entrar no mérito, conveniência ou oportunidade dos atos praticados pelo conselho de administração e pelos diretores”.

⁵³ “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.”



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

capital social da companhia⁵⁴, a atuação dos conselheiros fiscais também está limitada à análise da legalidade da operação, e não sua conveniência e oportunidade⁵⁵.

86. Os conselheiros fiscais acusados neste PAS não parecem discordar desse entendimento. Entretanto, sustentam que não podem ser diretamente responsabilizados por eventual descumprimento ao disposto no art. 170 e seus parágrafos, pois tais dispositivos não se dirigiriam aos membros do conselho fiscal.

87. Ainda que se possa debater a procedência do argumento com relação ao §1º do art. 170, tenho a convicção de sua improcedência no que diz respeito ao §7º do artigo.

88. Não vejo como o exame da legalidade da proposta de aumento de capital possa deixar de lado a análise da adequação da justificativa apresentada para escolha do critério de fixação do preço das ações que serão emitidas na operação. A justificativa pormenorizada é, afinal, uma imposição da própria Lei das S.A.

89. 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 capital⁵⁶, 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

⁵⁴ “Art. 163. Compete ao conselho fiscal: (...) III - opinar sobre as propostas dos órgãos da administração, a serem submetidas à assembléia-geral, relativas a modificação do capital social, emissão de debêntures ou bônus de subscrição, planos de investimento ou orçamentos de capital, distribuição de dividendos, transformação, incorporação, fusão ou cisão”.

⁵⁵ Neste sentido, Nelson Eizirik ressalta que: “[d]eve o conselho fiscal restringir-se ao exame da legalidade e regularidade de tais atos ou operações, sem adentrar o seu mérito nem examinar a sua conveniência e oportunidade. Assim, tratando-se de um aumento de capital, por exemplo, caberá ao conselho fiscal opinar sobre a sua legalidade, verificando se os atos societários prévios foram regulares, bem como se o preço de emissão das ações está adequado, obedecendo aos parâmetros do artigo 170, § 1º.” (EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Vol. II. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 450-451). José Waldecy Lucena tem entendimento semelhante: “Calha registrar, a propósito deste inciso [art. 163, inciso III], que, a nosso juízo, ao emitir opinião sobre as propostas dos órgãos da administração, a serem submetidas à assembléia geral, relativas às operações supra indicadas, deve o conselho fiscal, ao contrário de certas opiniões, restringir-se à parte técnica das operações, sua legalidade e regularidade, sem adentrar o mérito do ato ou negócio, nem examinar suas conveniência e oportunidade, consoante análise supra empreendida a respeito das limitações impostas à competência do conselho fiscal (LUCENA, José Waldecy, *Das Sociedades Anônimas: Comentários à Lei*. Vol. 2. Rio de Janeiro: Renovar, 2009, p. 726-727.

⁵⁶ Cf. precedentes do Colegiado mencionados na nota de rodapé nº 41.



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

assegurar que a justificativa satisfaz os requisitos legais e, conseqüentemente, cumpre sua dupla-função.

90. Cabe, portanto, ao conselho fiscal avaliar se a justificativa apresentada pela administração está aderente ao que exige a lei acionária. Ainda que não seja sua atribuição elaborá-la, caso note alguma deficiência informacional com relação à justificativa apresentada, ou outro vício em relação ao que a lei determina, deverá manifestar seu entendimento na ata da reunião que trata do assunto, para que possa se eximir de suas responsabilidades.

91. A administração, por sua vez, poderá decidir se acatará a sugestão do conselho fiscal, tendo em vista a inexistência de subordinação entre esses órgãos sociais. Entretanto, tal recusa deverá ser devidamente fundamentada, de modo que os administradores precisarão de justificativa suficientemente sólida para evitar que sejam, eventualmente, responsabilizados.

92. Reconheço, entretanto, que, no passado, este Colegiado teve entendimento diverso sobre o tema. No já citado PAS CVM nº RJ2004/5392, relator diretor Pedro Marcílio, j. em 29.08.2006, adotou-se o seguinte posicionamento:

“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.”

93. Tal entendimento prevaleceu ao longo dos anos. A própria área técnica parece ter adotado a tese de que não caberia a responsabilização de membros do conselho fiscal por violação ao art. 170, §7º, como se pode depreender pela ausência de acusações nesse sentido.

94. No PAS CVM nº RJ2009/2610⁵⁷, por exemplo, os membros do conselho de administração foram acusados por suposta infração ao art. 170, §7º, da Lei nº 6.404/1976, pois não teriam apresentado justificativa devidamente pormenorizada para a escolha do critério patrimonial para a fixação do preço de emissão das ações. Os conselheiros fiscais, por sua vez, se manifestaram favoravelmente à proposta de aumento de capital, sem emitir qualquer ressalva. Nada obstante, a área técnica os acusou apenas por violação aos arts.

⁵⁷ Relator diretor Marcos Barbosa Pinto, j. em 28.09.2010.



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

153 e 163, IV, da Lei nº 6.404/1976, na medida em que não teriam diligenciado para obter informações atualizadas acerca da real situação patrimonial da companhia, sem mencionar qualquer responsabilidade pela justificativa apresentada.

95. Possivelmente por conta da deferência da área técnica à decisão proferida no PAS CVM nº RJ2004/5392, este Colegiado até o presente momento não voltou a discutir a possibilidade de responsabilização de membros do conselho fiscal por violação ao §7º do art. 170 em sede de julgamento de processo administrativo sancionador.

96. Assim, embora tenha interpretação diversa daquela adotada pelo Colegiado ao julgar o PAS CVM nº RJ2004/5392, entendo que a atuação do regulador, sobretudo no âmbito sancionatório, não pode renunciar aos princípios da segurança jurídica e da irretroatividade. Justamente por isso, a Lei nº 9.784/1999 veda a aplicação retroativa, em processos administrativos, de nova interpretação de dispositivos legais e regulamentares⁵⁸:

“Art. 2º A Administração Pública obedecerá, dentre outros, aos princípios da legalidade, finalidade, motivação, razoabilidade, proporcionalidade, moralidade, ampla defesa, contraditório, segurança jurídica, interesse público e eficiência.

Parágrafo único. Nos processos administrativos serão observados, entre outros, os critérios de: (...)

XIII - interpretação da norma administrativa da forma que melhor garanta o atendimento do fim público a que se dirige, vedada aplicação retroativa de nova interpretação.”

97. 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

⁵⁸ Conforme o voto do então Presidente Marcelo Trindade nos Processos CVM nº RJ/2004/4558, RJ/2004/4559, RJ/2004/4569 e RJ/2004/4583, j. em 21.09.2004: “[o] Legislador da Lei 9.784/99 conhece as tentações humanas, e é claro que compreenderá que as partes e interessados interpretem as normas com base em conceitos jurídicos indeterminados e de maneira mais agressiva, por vezes quase modificando o que diz a lei. Mas o que é pecado venial nos advogados, a Lei do Processo Administrativo veda para o funcionário público: se estivermos determinados a aplicar uma nova interpretação, somente podemos fazê-lo para os novos casos, em prol da segurança jurídica.

E bom que assim seja. Diante de uma decisão heterodoxa, mesmo o vitorioso temerá, pois amanhã pode ser ele a vítima das guinadas de procedimento ou interpretação. Isto, em mercado de capitais – cuja integridade lato sensu cumpre à CVM proteger – significa insegurança, e portanto custo e fuga dos investidores de longo prazo, para quem a certeza quanto às regras vale tanto, ou mais, quanto as próprias regras”.



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

9.784/1999, pela absolvição dos conselheiros fiscais da acusação de violação ao art. 170, §7º, da Lei nº 6.404/1976.

IV. Segundo Aumento de Capital

98. Com relação ao Segundo Aumento de Capital, a área técnica entendeu que o Laudo de Avaliação utilizado para fixar o preço de emissão das ações na operação⁵⁹ apresentava inconsistências que deveriam ter sido detectadas pelos administradores da Companhia. Ao ignorar os sinais de alerta relacionados aos valores atribuídos, pelo avaliador, a determinadas variáveis utilizadas para calcular o custo de capital da Coelba, os diretores e membros do conselho de administração da Companhia teriam, na visão da Acusação, violado o art. 153 c/c o art. 170, §1º, ambos da Lei nº 6.404/1976.

99. A discussão acerca do Laudo de Avaliação gira em torno do valor do coeficiente beta⁶⁰ utilizado pelo avaliador. De acordo com a Acusação, chamou sua atenção o fato de essa variável ser estimada por meio de “*uma metodologia que é fundamentalmente dependente da exposição a determinados fatores de risco*”⁶¹ e, ainda, ter “*deixado de utilizar o conjunto de fatores de risco projetado para capturar os riscos de companhias brasileiras*”⁶². A questão tratada neste PAS não seria, portanto, de julgamento do avaliador ou dos administradores da Coelba, 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.

100. Além disso, para a Acusação, 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 Companhia⁶³, somado ao contexto de questionamentos por

⁵⁹ Conforme relatado, a administração fixou em R\$29,08 o preço de emissão das ações no Segundo Aumento de Capital. O valor corresponde ao ponto médio da faixa de preços indicada no Laudo de Avaliação, que utilizou o método de fluxo de caixa descontado para avaliar o valor econômico das ações que seriam emitidas pela Coelba.

⁶⁰ Coeficiente utilizado para medir o risco não diversificável a que um determinado ativo está sujeito.

⁶¹ §82 do termo de acusação.

⁶² §82 do termo de acusação.

⁶³ 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



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

parte dos Reclamantes, deveriam ser entendidos pelos administradores como sinais de alerta, o que demandaria deles uma análise mais detida das premissas adotadas no Laudo de Avaliação.

101. Os Acusados, por sua vez, sustentam que a Acusação estaria se imiscuindo em matérias de competência da administração da Coelba e do seu assessor financeiro (a definição do preço de emissão das ações), sob a alegação de que haveria uma espécie de “inconsistência técnica objetiva” no Laudo de Avaliação. A divergência questionada pela área técnica decorreria, na verdade, do fato de o referido laudo ter adotado um modelo diferente para o cálculo do beta (isto é, o método fatorial), o qual, na visão dos Acusados, seria tecnicamente superior ao defendido pela Acusação.

102. Além de exporem argumentos técnicos a respeito da adequação da metodologia empregada no Laudo de Avaliação, os Acusados alegam que os percentuais do custo de capital próprio e WACC resultantes do beta estimado no Laudo de Avaliação não caracterizam sinais de alerta, de forma que os administradores da Coelba teriam o direito de confiar na opinião do seu assessor financeiro, que era qualificado, teve acesso às informações necessárias para o cumprimento de suas funções e não emitiu nenhum tipo de ressalva ou abstenção em relação à avaliação da Coelba.

Descabimento de reapreciação do mérito do Laudo de Avaliação no caso concreto

103. Com acerto, este Colegiado tem mantido seu entendimento histórico no sentido de rejeitar a possibilidade de reavaliação, pela autarquia, de questões relativas ao conteúdo de laudos de avaliação. O Parecer de Orientação CVM nº 01/1978, por exemplo, é enfático nesse sentido:

“Por último, como nenhum órgão regulador do mercado de valores mobiliários deve arvorar-se em avaliador de preços de mercado, não será intenção da CVM pretender entrar no mérito do preço de emissão de ações, interferindo, deste modo, no mercado. O que a CVM exigirá, no entanto, é que o preço de emissão das novas ações seja sempre justificado, de maneira clara e precisa, por ocasião da assembléia geral que deliberar sobre a autorização do aumento de capital.”

104. Recentemente, me posicionei sobre o assunto no âmbito do Processo CVM nº 19957.001656/2017-25, que analisava a consistência do preço oferecido no âmbito de uma OPA por alienação de controle indireto (art. 254-A da Lei nº 6.404/1976). Na

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).



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

ocasião, ressaltei, em minha manifestação de voto, acompanhada de forma unânime pelo Colegiado em 02.05.2018, o seguinte:

“a CVM não pode rejeitar uma técnica de avaliação por não ser aquela que entende preferível ou mesmo que seja a que verifica ser utilizada com maior frequência. Escolhida uma técnica, uma metodologia que não seja mera criação da ofertante, que não seja exótica nem incoerente com o método de avaliação que subsidiou o processo de negociação entre as partes, caberá à CVM avaliar a DJP sob o prisma apresentado pelo ofertante, mas com plena autoridade para requerer os ajustes necessários a garantir a consistência do processo de cálculo do preço.”

105. Naquele caso, a CVM examinava, mais especificamente, os documentos fornecidos pelo ofertante para embasar o preço por ação objeto da OPA, incluindo a demonstração justificada de preço (DJP) e o laudo de avaliação que a fundamentava. Como o laudo de avaliação, previsto no art. 29, §6º, da Instrução CVM nº 361/2002, é documento preparado por solicitação da CVM para auxiliá-la na avaliação da DJP em um pedido de registro de OPA, deixei claro que, quando a Autarquia não tiver conforto com relação a aspectos relevantes do laudo, tal fato poderá impactar o processo de registro da oferta, porém não caberá ao regulador impor “*suas opiniões sobre metodologias e premissas a serem aplicadas*” no documento. O trecho abaixo reflete bem esse ponto:

“83. Neste ponto, é importante ter claro que a CVM não poderá determinar ao avaliador a tomada de nenhuma atitude com que este não esteja confortável. A independência do avaliador é regra que deve ser aplicada não apenas em relação ao cliente, mas também em relação à CVM. Isto significa, neste caso, que o avaliador, ao receber pedidos de realização de ajustes por parte da CVM, estará livre para, caso assim entenda, decidir que os referidos ajustes são incabíveis, e que o laudo entregue é um documento pronto e acabado, devendo ser considerado em seu estado original. (...)

86. Evidentemente, não quero com isso dizer que a área técnica da CVM estaria em posição de impor ao ofertante suas opiniões sobre metodologias e premissas a serem aplicadas na DJP, valendo o mesmo em relação ao laudo. Uma vez eleitas pelo Ofertante e pelo avaliador, respectivamente, metodologias e premissas minimamente aptas para a realização do exercício de avaliação, caberá à área técnica da CVM realizar sua análise de acordo com tais premissas e metodologias.”

106. Ou seja, nem as áreas técnicas da CVM nem seu Colegiado estão em posição de impor suas opiniões sobre metodologias e premissas a serem aplicadas no laudo de avaliação, quanto mais sancionar administradores de companhias abertas por terem utilizado laudo de avaliação com premissa diferente daquela entendida como mais adequada pela 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

107. Há, evidentemente, exceções a essa postura de preservação da discricionariedade dos avaliadores. Um bom exemplo são casos em que há comprovada fraude na elaboração do laudo de avaliação⁶⁴. Nestas situações, desde que presentes indícios de atuação fraudulenta, as premissas do avaliador e sua discricionariedade não estão fora do alcance do escrutínio do regulador. Pelo contrário, como os atos fraudulentos são caracterizados justamente por procurar produzir um resultado proibido pelo direito⁶⁵, caberá a esta Autarquia analisar as informações e documentos referentes às operações societárias e do mercado de capitais, inclusive laudos de avaliação, para poder atuar de forma a repreender condutas irregulares.

108. No entanto, não é disso que trata o caso em apreço. A Acusação não aponta elementos que indiquem atuação dolosa por parte dos Acusados, apta a configurar algum tipo de fraude em relação ao Laudo de Avaliação, tampouco há indícios de má-fé ou conflito de interesses. Ao contrário, a peça acusatória reconhece claramente que não há elementos suficientes nos autos para fundamentar uma acusação por falta de dever de lealdade dos administradores e membros do conselho fiscal da Coelba, nem mesmo para corroborar a tese de que os preços de emissão nos aumentos de capital tenham sido fixados em benefício da Neoenergia⁶⁶.

109. Da mesma forma, ressalto que a Reclamação continha alegações de abuso de poder de controle, por parte da Neoenergia e dos controladores indiretos da Companhia,

⁶⁴ Os autores do anteprojeto que deu origem à Lei nº 6.404/1976, ao tratar do §1º do art. 170, já mencionavam os casos de fraude como uma exceção à discricionariedade imposta pelo dispositivo: “o §1º do art. 170 não contém norma de ordem pública, e nem mesmo um comando que possa ser obedecido, ou desobedecido, mas, apenas – já o dissemos – orientação para o empresário que, a não ser em caso de fraude, terá a liberdade discricionária de interpretá-lo e aplicá-lo em cada caso” (LAMY FILHO, Alfredo, BULHÕES PEDREIRA, José Luiz, “Competência do conselho de administração preço de emissão”, in *A Lei das S.A.*, vol. 2, 2ª Ed., Rio de Janeiro, Renovar, 1996, p. 494).

⁶⁵ Segundo Regis Fichtner Pereira, “O ato praticado em fraude à lei, se analisado isoladamente, possui todas as características de um ato que estaria em perfeita consonância com a lei. O agente quer efetivamente praticá-lo e submeter-se a todas as suas consequências normais. O problema é que estas consequências estarão produzindo o mesmo resultado que o sistema procura evitar através da norma proibitiva. Se a lei proíbe determinado ato em razão das consequências que produz, não há como possa subsistir ato diverso, mas produtor das mesmas consequências indesejadas, apenas porque não há para ele previsão proibitiva, de natureza objetiva. Em se admitindo o contrário, estaria o sistema jurídico possibilitando a coexistência de duas soluções diversas para uma mesma situação jurídica, algo inconcebível em um sistema que se pretenda coerente.” (PEREIRA, Regis Fichtner. *A Fraude à Lei*. Rio de Janeiro: Renovar, 1994, pp. 22-23)

⁶⁶ Conforme consta no termo de acusação: “embora seja muito plausível a hipótese de que o preço de emissão tenha sido fixado como o foi em benefício da acionista controladora, em se tratando de processo sancionador, essa hipótese não pode ser adotada sem elementos comprobatórios adicionais, que, no caso, não se mostraram presentes.



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

bem como de violação aos arts. 154, §1º e §2º, e 155 da Lei nº 6.404/1976, por administradores e membros do conselho fiscal da Coelba. No entanto, o Relatório nº 55/2019-CVM/SEP/GEA-3⁶⁷ afastou, por falta de evidências, todas essas ilações, reduzindo o escopo do termo de acusação às imputações descritas no relatório que acompanha este voto.

110. Sem que haja elementos mínimos para demonstrar a intenção dos Acusados de macular o laudo de avaliação, em benefício próprio ou de terceiros, ou mesmo por refletir vício metodológico grosseiro, entendo que a CVM não está autorizada a questionar as escolhas técnicas feitas pelo avaliador nem a presumir que “o preço de emissão tenha sido fixado como o foi em benefício da acionista controladora”⁶⁸.

111. Na verdade, as premissas constantes do Laudo de Avaliação, ainda que, na visão da Acusação, não sejam as mais corretas, foram devidamente fundamentadas e são aptas a embasar o entendimento do assessor financeiro contratado pela Companhia.

112. Apesar disso, a Acusação sustenta que, em casos de laudos de avaliação com inconsistências técnicas objetivas, a CVM poderia questionar as premissas e metodologia adotadas pelo avaliador. Para fundamentar sua posição, a área técnica cita, como exemplo, o Processo CVM nº 19957.001060/2016-44, j. em 01.03.2016, que analisou exigência formulada pela Superintendência de Registro de Valores Mobiliários (“SRE”) no âmbito de um pedido de registro de oferta pública de aquisição de ações (OPA) para conversão do registro de categoria A para B.

113. Naquele caso, o avaliador, ao calcular o fluxo de caixa projetado da companhia, considerava apenas as concessões constantes em seu portfólio, e não projetava valores decorrentes de renovações das concessões já existentes ou de novos contratos que viessem a ser celebrados com o Poder Público. A SRE, por sua vez, argumentava que o laudo deveria ser modificado, para que refletisse a estratégia de negócio atual da companhia,

41. Assim, a conclusão por quebra de dever de lealdade fica afastada em favor da conclusão – menos grave, porém definitivamente comprovada – de falta de dever de diligência. Portanto, devem ser responsabilizados”.

⁶⁷ Doc. SEI 0763737.

⁶⁸ §40 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

divulgada em diversos meios e que englobava a permanência no mercado, bem como a obtenção de novas concessões⁶⁹.

114. O Colegiado, em reunião realizada em 01.03.2016, acompanhou o entendimento da área técnica e o ofertante foi obrigado a divulgar novo laudo de avaliação, a fim de refletir a estratégia da companhia, *“que engloba ‘permanecer e prosperar no mercado brasileiro, (...) [estando] sempre (...) atenta a novas oportunidades de negócios que estejam em linha com os parâmetros estratégicos do grupo (ex. foco em rodovias, disciplina de capital de acordo com rentabilidade exigida pelo acionista)”*⁷⁰.

115. Ao fundamentar sua decisão, o Colegiado afirmou que *“não questiona[va] o mérito da avaliação da Companhia ou o resultado alcançado pelo Avaliador”*⁷¹. Entretanto, *“o Laudo de Avaliação não poderia estar inconsistente com a estratégia de crescimento e as declarações públicas da Companhia a respeito da intenção de participar de novos leilões de rodovias”*⁷².

116. A decisão, contudo, não foi unânime. O então diretor Gustavo Borba alertou para o fato de a CVM estar *“ingressando na pantanosa área da reapreciação do mérito do laudo de avaliação”* e, embora tenha entendido que o laudo precisava ser aprimorado⁷³, discordou da área técnica quanto à *“necessidade de realização de “cálculo objetivo” do valor a ser atribuído às possibilidades de renovações ou celebração de novos contratos”*. Em sua manifestação, o então diretor destacou que:

“(…) nos termos do inciso II do anexo III da ICVM 361/02, o laudo de avaliação deverá refletir a opinião do avaliador. Não poderia a CVM, portanto, via de regra, obrigar o avaliador a alterar uma premissa adotada para realização do laudo, desde que essa premissa fosse

⁶⁹ Em seu memorando, a SRE destaca que: “a opção do avaliador em não realizar qualquer tipo de cálculo objetivo que justifique ter atribuído valor nulo às referidas possibilidades estaria em desacordo com o item I do Anexo III da Instrução CVM 361, que requer, como vimos acima, que ‘as informações constantes do laudo de avaliação deverão ser completas, precisas, atuais, claras e objetivas.’”. Diante disso, entendeu que “valor das possibilidades de renovação e/ou adição de novas concessões ao portfólio de negócios da Arteris deve ser objetivamente estimado” (Memorando nº 34/2016-CVM/SRE/GER-1).

⁷⁰ Memorando nº 34/2016-CVM/SRE/GER-1.

⁷¹ Ata de Reunião do Colegiado de 01.03.2016.

⁷² Idem.

⁷³ Conforme a manifestação de voto do então diretor: “O laudo de avaliação, contudo, não apreciou essa questão com base em informações “completas, precisas, atuais, claras e objetivas” (inciso I do anexo III da ICVM 361), nem contemplou dados necessários para embasar a conclusão (inciso XIV, “a”, do anexo III da ICVM 361), o que recomenda aprimoramentos, até mesmo para fornecer maiores elementos de análise aos minoritários, de modo a permitir a avaliação da necessidade de requerimento de novo laudo.”



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

fundamentada em dados consistentes e informações “completas, precisas, atuais, claras e objetivas” (inciso I do anexo III da ICVM 361/02).

12. Assim, como o a Avaliador afirmou reiteradamente que não atribuiria qualquer valor à possibilidade de novos contratos ou renovações dos existentes, constata-se ser esse seu entendimento. (...)

15. Em situações muito excepcionais, em que o Avaliador adota premissa ou critérios manifestamente equivocados, desprovidos de lógica ou razão, até entendo que a CVM poderia avançar para exigir reapreciação de questões de mérito, mas esse poder deve ser utilizado com o máximo de cuidado e parcimônia.

16. No caso, apesar de considerar que a posição da SRE seria mais adequada do que a do Avaliador, entendo que a premissa da ausência de valor para as possíveis novas concessões do laudo não pode ser considerada totalmente ilógica ou inconsistente, uma vez que o Avaliador apresentou justificativas (que entendo não absurdas) para embasar seu entendimento.”

117. Ou seja, para a maioria do Colegiado, naquela ocasião, seria possível exigir certa coerência entre as informações utilizadas no laudo com aquelas divulgadas pela companhia, sem que isso configure exame de mérito do documento. Já para o para o citado diretor, a Autarquia só poderia avançar nessa análise caso o avaliador empregasse “*premissa ou critérios manifestamente equivocados, desprovidos de lógica ou razão*”.

118. No presente caso, não se configura nenhuma dessas hipóteses.

119. Em primeiro lugar, a Acusação não menciona a existência de incoerências entre as informações utilizadas no Laudo de Avaliação e aquelas divulgadas pela Companhia. Os Reclamantes, por sua vez, ao se manifestarem nos autos deste PAS, sustentaram que as premissas econômicas apresentadas pela Coelba não seriam condizentes com as utilizadas no Laudo de Avaliação⁷⁴. De modo a permitir que a questão fosse aclarada, determinei a dilação probatória⁷⁵, na qual foram juntados aos autos os relatórios de *rating* mencionados pelos Reclamantes e documentos relacionados ao *NetRoadshow* da Neoenergia⁷⁶.

120. Ao analisá-los, não constatei nenhum tipo de incoerência com as informações constantes no Laudo de Avaliação que pudesse causar alguma distorção relevante na avaliação da Coelba. Na verdade, tais documentos corroboram os argumentos do

⁷⁴ Doc. SEI 1105757.

⁷⁵ Doc. SEI 1217050.

⁷⁶ Docs. SEI 1105758, 1105759, 1232018, 1232019 e 1232020.



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

Acusados, sobretudo no que tange à necessidade de capitalização da Companhia à época dos fatos.

121. Em segundo lugar, caso fosse adotado o entendimento vencido naquela ocasião, no sentido de que a CVM poderia reapreciar o mérito da avaliação quando constatados premissa ou critérios desprovidos de lógica, parece-me que o Laudo de Avaliação passaria neste teste. Afinal, como já mencionado, os Acusados apresentaram razões plausíveis para fundamentar a metodologia lá adotada, de modo que as decisões do avaliador não são “*manifestamente equivocad[a]s*”.

122. Apenas para ilustrar esse ponto, e sem entrar no mérito das escolhas feitas pelo avaliador, destaco, a seguir, algumas das explicações fornecidas pelos Acusados para sustentar a integridade do Laudo de Avaliação.

123. O primeiro argumento que me parece relevante é o fato de o Laudo de Avaliação utilizar um método diferente daquele adotado no âmbito de outros processos relevantes, como por exemplo em análises feitas pela ANEEL (mencionada pelos Reclamantes e pela Acusação) com a finalidade de calcular o coeficiente beta, uma das variáveis necessárias para se aferir o custo de capital próprio da companhia, a partir do modelo CAPM. Enquanto o Laudo de Avaliação utiliza o método fatorial para obter o beta de empresas comparáveis à Coelba, a ANEEL adota uma regressão com fator único, o que ajudaria a explicar a diferença entre o beta constante do Laudo de Avaliação (0,96) e o beta regulatório indicado pela área técnica (0,43)⁷⁷.

124. Em contraposição, a Acusação sustenta que o beta calculado pelo avaliador seria “*elevado para companhias prestadoras de serviços público, tendo em vista outras formas possíveis de se fazer esse mesmo exercício e outras fontes que poderiam ser consultadas*”⁷⁸.

125. De fato, há outros meios para se calcular o coeficiente beta. No entanto, não vejo por qual razão o avaliador estaria obrigado a adotá-los em detrimento da metodologia que

⁷⁷ Aliás, pelo que consta nos autos, parece-me discutível a tese de que o beta regulatório, calculado pela ANEEL, seria o melhor parâmetro para ser usado no Laudo de Avaliação. Isso porque o WACC regulatório visa auxiliar na definição da remuneração pelo setor de distribuição. Por isso, segundo os Acusados, não faria sentido utilizá-lo em uma análise de avaliação de empresa, na qual se mensura, sob o ponto de vista do investidor, o retorno de seus investimentos no negócio, com base em outros fatores, como a eficiência de custo operacional, a alavancagem da companhia, além de outras variáveis específicas que afetam a definição da tarifa a ser praticada.

⁷⁸ §85 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

entendeu mais adequada, sobretudo quando há razoáveis justificativas para fundamentar o método escolhido.

126. A própria ANEEL debate, de tempos em tempos, alternativas para definição da metodologia utilizada para calcular a taxa regulatória de remuneração do capital dos segmentos de distribuição, transmissão e geração de energia elétrica⁷⁹. Neste contexto, é possível verificar diversas discussões sobre a melhor forma de estimar variáveis relevantes para se obter o custo médio ponderado de capital de empresas do setor, inclusive a respeito dos parâmetros para o cálculo do custo de capital próprio (taxa livre de risco, fator beta e prêmio de risco de mercado)⁸⁰.

127. Tal fato, a meu ver, corrobora a tese de que há vários caminhos possíveis e igualmente aceitáveis para estimar o coeficiente beta, todos com vantagens e desvantagens que devem ser sopesadas pelo avaliador⁸¹, não cabendo à CVM, via de regra, assumir esse papel.

128. Os Acusados também rebatem o argumento da área técnica no sentido de que o método adotado pelo avaliador, para estimar os betas alavancados para a amostra de companhias comparáveis à Coelba, não seria o mais correto, pois cria uma exposição a determinados fatores de risco e, ainda, deixa de utilizar “o conjunto de fatores de risco projetado para capturar os riscos de companhias brasileiras”⁸². Ou seja, para a Acusação, o Laudo de Avaliação (i) deveria utilizar um *benchmark* local, como o Ibovespa, ao invés do S&P 500; e (ii) ao não proceder desta forma, teria incorporado um

⁷⁹ Conforme o Relatório de Análise de Impacto Regulatório nº 3/2018-SRM/ANEEL: “[h]istoricamente, a ANEEL tem utilizado o método do custo médio ponderado de capital (em inglês, *Weighted Average Capital Cost - WACC*) combinado com o *Capital Asset Pricing Model* – CAPM, para estabelecer a taxa regulatória de remuneração. **Ocorre que esses métodos são por vezes criticados em função da quantidade de parâmetros e da necessidade de muitas escolhas discricionárias para a sua operacionalização.** Além disso, em vista da impossibilidade de se observar o real custo de capital de investidores, a Agência incorre em assimetria de informação junto aos agentes regulados.” (destacou-se).

⁸⁰ Cf., por exemplo, o Relatório de Análise de Impacto Regulatório nº 3/2018-SRM/ANEEL e o Relatório de Análise de Impacto Regulatório nº 9/2019-SRM/ANEEL.

⁸¹ Cito, como exemplo, a discussão da ANEEL em torno da utilização do mercado americano como referência para o cálculo do beta, que também é objeto de discussão neste PAS: “No que tange à utilização do mercado americano como referência para o cálculo do beta nenhuma empresa proveu soluções alternativas capazes de superar suas limitações. Por exemplo, um dos pontos negativos mais citados, o tamanho da amostra final, não chega a inviabilizar a sua utilização, pois alguns países se baseiam em amostras até menores (por exemplo a Finlândia, com cinco empresas). Por outro lado, sugestões de testes de validade estatística podem ser implementadas para aprimorar as propostas, quando cabíveis” (Relatório de Análise de Impacto Regulatório nº 9/2019-SRM/ANEEL, p. 20).

⁸² §82 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

elemento cambial à fórmula, o que comprometeria a precisão da estimativa do risco setorial⁸³.

129. Os Acusados sustentam que é prática de mercado a adoção de um beta desalavancado correlacionado ao S&P 500, assim como a utilização de métricas comparáveis do mercado dos Estados Unidos⁸⁴. Neste caso, ainda que tenha utilizado métricas de outro mercado, o Laudo de Avaliação se ajustaria à realidade nacional por conta da aplicação do prêmio de risco do país.

130. O Parecer Técnico também toca neste ponto e ressalta que “*em avaliações realizadas em mercados emergentes não é recomendado o uso de uma carteira de mercado local, tampouco essa é a visão de especialistas reconhecidos*”⁸⁵. Assim, tendo em vista que o Ibovespa “*apresenta concentração em poucas empresas (Petrobras, Itaú, Ambev, Eletrobras) e em poucos setores da economia*”⁸⁶, seria justificável a escolha do avaliador pelo índice S&P 500, o qual teria “*alto grau de diversificação e ampla representatividade de todos os setores da economia real*”⁸⁷.

131. Com relação ao suposto impacto da variação cambial, os Acusados sustentam que o efeito do câmbio é incorporado ao final do cálculo, de forma sintética, a partir da conversão, para reais, do valor expresso em dólares, levando em consideração o diferencial de inflação entre Brasil e Estados Unidos⁸⁸.

⁸³ Segundo o 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.

92. Assim, não se trata de uma questão de julgamento dos avaliadores e administradores, como o seria, por exemplo, considerar nas projeções uma taxa de juros ou de inflação 50 pontos bases maior ou menor. Houve, no caso, a incorporação no modelo de um elemento cambial que não estava presente.”

⁸⁴ Neste sentido, o Relatório de Análise de Impacto Regulatório nº 3/2018-SRM/ANEEL aponta que a própria ANEEL utiliza o índice S&P 500 para o cálculo do beta: “[p]ara o cálculo do beta regulatório, a seleção do mercado de referência e da amostra de empresas é a primeira discussão que se faz necessário enfrentar. Em relação ao mercado de referência, a ANEEL tem se calcado no mercado americano, representado pelo índice S&P 500, que é composto pelas 500 maiores empresas negociadas na Bolsa de Nova York. (p. 11).

⁸⁵ Parecer Técnico, p. 14.

⁸⁶ Idem.

⁸⁷ Idem.

⁸⁸ O Parecer Técnico destaca o seguinte: “o parâmetro beta é adimensional por ser obtido através de estimativas estatísticas calculadas com base em taxas de retorno percentuais e com o ajuste para o país da empresa sob análise sendo incorporado a partir de um prêmio de risco país e da conversão pelo diferencial de inflação” (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

132. Mais uma vez, parece-me que todos os argumentos suscitados são capazes de justificar as decisões tomadas pelo avaliador durante a elaboração do Laudo de Avaliação. Ao mesmo tempo, é perfeitamente admissível que outros parâmetros sejam identificados, por terceiros, com base em argumentos técnicos razoáveis, como igualmente adequados para utilização no contexto de uma avaliação da Coelba. Ocorre, contudo, que a existência desse embate, por si só, não é suficiente para justificar a intervenção da CVM nas escolhas feitas pelo assessor financeiro da Companhia.

133. Por todos esses motivos, parece-me que, caso a tese acusatória seja acatada, o Colegiado estará reapreciando, indevidamente, questões de mérito relativas ao Laudo de Avaliação. Feitos esses esclarecimentos, resta verificar se, ao longo do processo de aprovação do Segundo Aumento de Capital, os administradores da Coelba faltaram com seu dever de diligência.

A diligência dos administradores em relação ao Segundo Aumento de Capital

134. Como já mencionado, o foco da análise da aderência de determinada conduta ao padrão de diligência, previsto no art. 153 da lei acionária, é o seu o aspecto procedimental. Recorrendo novamente à analogia entre o dever de diligência e a obrigação de meio, pode-se aferir o cumprimento desse dever realizando análise do processo de tomada de decisão do administrador, e não pelo seu resultado (o sentido em que cada administrador se posicionou).

135. Respeitadas algumas variações⁸⁹, a doutrina e o Colegiado elencaram três principais ordens de comportamentos que compõem o padrão de diligência previsto na lei e, por isso, são usados como parâmetros para a aferição da diligência das condutas adotadas pelos administradores, em sede de revisão jurisdicional.

136. Refiro-me, mais especificamente, aos subdeveres que decorrem do dever de diligência imposto pela Lei das S.A.: os deveres do administrador de se informar, vigiar e investigar, os quais lhe impõem, em linhas muito gerais, a obrigação de, respectivamente, pautar seus atos e tomar decisões de maneira informada, monitorar as

⁸⁹ Cf. RIBEIRO, Renato Ventura. *Dever de diligência dos administradores de sociedades*. São Paulo: Quartier Latin, 2006, pp. 221-231; EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada – Artigos 138 ao 205*. 2ª ed. São Paulo: Quartier Latin, 2015. v. III, pp. 120-124; PARENTE, Flávia. *O Dever de Diligência dos Administradores de Sociedades Anônimas*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, pp. 101-131; BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. *A Administração de Companhias e a Business Judgment Rule*. São Paulo: Quartier Latin, 2017, pp. 60-68). Na jurisprudência da CVM, v. PAS CVM nº 21/04, j. em 15.05.2007; PAS CVM nº RJ2008/9574, j. em 27.11.2012; PAS CVM nº 11/2002, j. em 26.02.2013; e PAS CVM nº 02/2008, j. em 05.03.2013, entre outros.



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

políticas e atividades da companhia – dirigidas ou fiscalizadas pelo administrador – e investigar fatos quando surjam sinais de alerta que venha a conhecer ou que deva conhecer.

137. O presente caso trata do dever de diligência sob seu aspecto negocial⁹⁰, tendo em vista que a Acusação questiona o processo de fixação do preço de emissão das ações no Segundo Aumento de Capital, o qual, na sua visão, teria causado uma diluição injustificada dos acionistas da Coelba, culminando na alegada infração conjunta dos arts. 153 e 170, §1º.

138. Neste contexto, torna-se especialmente relevante a análise do dever do administrador de se informar. Isso porque, para se verificar o cumprimento do dever de diligência sob o prisma da tomada de decisão negocial, o entendimento pacífico deste Colegiado é no sentido de aplicar-se o teste da *business judgment rule*, segundo o qual devem ser preservadas as decisões negociais tomadas pelos administradores de forma informada, refletida e desinteressada⁹¹.

139. Assim, é considerado diligente o administrador que, ao tomar determinada decisão (i) munuiu-se de informações suficientes para deliberar sobre a respectiva matéria; (ii) considerou alternativas à sua decisão, possíveis consequências dela decorrentes ou cotejou a decisão com a documentação que fundamenta o negócio; e (iii) não foi diretamente beneficiado por ela⁹².

140. Em primeiro lugar, não me parece haver dúvidas quanto ao caráter desinteressado da decisão tomada pelos administradores acusados neste PAS, tendo em vista que não há nos autos elementos que apontem qualquer tipo de conflito de interesses e, muito menos, algum benefício aos administradores em decorrência do preço fixado no Segundo Aumento de Capital. Aliás, nem a acusação levantou qualquer questionamento em tal

⁹⁰ Os administradores, diante da decisão de realizar o aumento de capital, precificam as ações que serão emitidas levando em consideração diversos fatores eminentemente negociais, tais como: a adequada proporção de capital próprio e de terceiros, o real valor econômico das ações, a fim de evitar uma diluição injustificada dos acionistas e que, ao mesmo tempo, seja suficientemente atraente para que a capitalização se torne viável na prática.

⁹¹ Neste sentido, PAS CVM nº 08/2014, relatora diretora Flávia Perlingeiro, j. em 30.06.2020; PAS CVM nº RJ2014/13977, relator diretor Gustavo Gonzalez, j. em 30.01.2020; PAS CVM nº RJ2011/11073, relator diretor Pablo Renteria, j. em 15.12.2015; PAS CVM nº 09/2009, relatora diretora Luciana Dias, j. em 21.07.2015; PAS CVM nº RJ2009/2610, relator Diretor Marcos Pinto, j. em 28.09.2010; PAS CVM nº RJ2005/0097, relatora Diretor Maria Helena de Santana, j. em 15.03.2007 e PAS CVM nº RJ2005/1443, relator diretor Pedro Marcílio, j. em 10.05.2006.

⁹² Cf., neste sentido, o PAS CVM nº RJ2005/1443, relator Diretor Pedro Marcílio, j. em 10.05.2006.



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

sentido.

141. Além disso, entendo que as decisões da diretoria e do conselho de administração, respectivamente, quanto à proposta apresentada à assembleia de acionistas, foram informadas e refletidas.

142. Isso porque, embora não seja necessário (nem vinculante) para a definição do preço das ações a serem emitidas em um aumento de capital⁹³, os administradores da Coelba encomendaram o Laudo de Avaliação para auxiliá-los na precificação das ações da Companhia. Tal medida é, a meu ver, um passo importante para a tomada de uma decisão diligente, sobretudo diante de um assunto complexo e que demanda certo grau de especialização⁹⁴, como a definição do preço por ação pelo método da perspectiva de rentabilidade futura da companhia.

143. E, no caso concreto, entendo que os administradores da Coelba tinham o direito de, ao formar sua convicção, basear-se na opinião do assessor financeiro contratado⁹⁵. Conforme já reconhecido por este Colegiado:

“os administradores têm o direito de se fiar nas opiniões que lhes são transmitidas por terceiros (*right to rely on others*) e, conseqüentemente, não devem, a princípio, ser responsabilizados caso se baseiem em relatórios, pareceres e opiniões prestadas por experts, internos ou externos, ainda que a decisão tomada a partir desse aconselhamento venha a se

⁹³ Como bem apontou o então Presidente Marcelo Trindade: “Além disso, o laudo, por si só, não é vinculante para a determinação do preço das novas ações, tendo em vista que outros fatores poderão ser também levados em consideração, o que se verificará caso a caso, e deverá, sempre, constar da proposta de aumento” (Processo CVM nº RJ2004/5476, Relator Presidente Marcelo Trindade, julgado em 01.03.2005). No mesmo sentido, a então diretora Luciana Dias ressalta que: “[n]a verdade, à luz do binômio “liberdade de apreciação” e “necessidade de ponderação” oriundo da discricionariedade conferida aos administradores pelo art. 170, §1º, da Lei nº 6.404, de 1976, o laudo de avaliação também é um parâmetro para a fixação do preço de emissão das ações. Também não há regra, na lei ou na regulamentação da CVM, que imponha a necessária adstrição do preço de emissão com a cifra exata do Laudo de Avaliação” (PAS CVM Nº RJ2009/8316, relatora Diretora Luciana Dias, j. em 09.04.2013).

⁹⁴ Neste sentido, cf. o PAS CVM nº RJ2014/8013, relator Diretor Gustavo Gonzalez, j. em 28.08.2018, no qual se afirma o seguinte: “reconhece-se que a melhor forma do administrador que se depara com um assunto que não domina dar concretude ao seu dever de se informar é por meio da consulta a um terceiro com expertise na área – advogado, economista ou contador, para citar apenas alguns exemplos – e capaz de lhe aconselhar a respeito da melhor decisão acerca da matéria.”

⁹⁵ Trata-se da *reliance defense*, teoria que resulta de construção jurisprudencial norte-americana, segundo a qual um administrador pode alegar, em resposta a acusação por conduta negligente, que contava com a atuação de outro administrador, de especialista ou de comitê de assessoramento, por exemplo, para o tratamento do assunto em questão.



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

mostrar inadequada.”⁹⁶

144. Obviamente, o direito de confiar na opinião de terceiros não pode ser utilizado irrestritamente nem servirá para que um administrador o empregue por mera conveniência. É preciso que sejam atendidos determinados requisitos para que a opinião do terceiro possa blindá-lo, tais como: (i) a qualificação do assessor; (ii) a divulgação, ao assessor, de todas as informações relevantes para a prestação de seu serviço; (iii) o efetivo conhecimento, por parte do administrador, da opinião do assessor; (iv) a existência de nexo de causalidade entre a opinião do terceiro e a decisão do administrador, de modo que sua decisão esteja embasada na opinião emitida; (v) a inexistência de sinais de alerta que indiquem falhas na opinião do assessor; e (vi) a boa-fé do administrador ao utilizar a opinião do assessor contratado⁹⁷. De certa forma, pode-se dizer que para se beneficiar desse direito de confiar em opinião de especialista, o administrador deverá, previamente, cercar-se de precauções que denotam diligência de sua parte.

145. No presente caso, o referido assessor possui experiência e especialização em matéria de avaliação de empresas e teve acesso às informações consideradas relevantes para desempenhar sua função⁹⁸. Além disso, resta claro que os administradores tomaram conhecimento do Laudo de Avaliação e deliberaram, em 11.01.2018, com base nas informações que constavam no documento⁹⁹, o que também demonstra que as decisões foram refletidas. Tampouco vejo motivos para questionar a boa-fé dos administradores ao utilizar a opinião do avaliador, tendo em vista o conjunto fático-probatório constante nos autos.

146. O único ponto colocado em xeque pelo termo de acusação é a existência de sinais de alerta que, na sua visão, deveriam ter sido objeto de investigação aprofundada pelos acusados, pois o Laudo de Avaliação atribuía valores supostamente atípicos a determinadas variáveis utilizadas para o cálculo do fluxo de caixa descontado da Coelba.

147. No entanto, ainda que a Acusação discorde de determinadas premissas adotadas no Laudo de Avaliação, tal fato não é suficiente para caracterizar um sinal de alerta. Como toda avaliação pelo método de fluxo de caixa descontado, há certa discricionariedade, por

⁹⁶ PAS CVM nº RJ2014/8013, relator Diretor Gustavo Gonzalez, j. em 28.08.2018.

⁹⁷ Cf. o PAS CVM nº RJ2014/8013, relator Diretor Gustavo Gonzalez, j. em 28.08.2018.

⁹⁸ Cf., neste sentido, as declarações do avaliador na p. 3 do Laudo de Avaliação e a lista de documentos recebidos, na p. 65 do Laudo de Avaliação (doc. SEI 0870592, p. 64 e 126, respectivamente).

⁹⁹ O preço de R\$29,08 por ação emitida no Segundo Aumento de Capital representa o ponto médio da faixa de preços indicada no Laudo de Avaliação para o método de fluxo de caixa descontado.



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

parte do avaliador, para estabelecer as premissas que entender mais adequadas.

148. Além disso, pelas razões já expostas neste voto, as decisões tomadas pelo assessor financeiro da Coelba, com relação às premissas e metodologia adotadas no Laudo de Avaliação, não devem ser reapreciadas pela CVM. Como mencionado, não foram apontados pela Acusação indícios de fraude, não há incoerências entre as informações constantes no laudo e aquelas divulgadas pela Companhia e as escolhas do avaliador não podem ser consideradas desprovidas de lógica. Logo, não me parece razoável que o beta desalavancado estimado pelo assessor financeiro da Companhia configure sinal de alerta para os administradores da Coelba.

149. Tampouco o suposto contexto de questionamento das operações de aumento de capital realizadas pela Coelba no período pode ser entendido como um sinal de alerta, como alega a Acusação. Não há, nos autos, evidências de que, quando o Segundo Aumento de Capital foi aprovado, existiam dúvidas a respeito da metodologia empregada no Laudo de Avaliação.

150. Até aquele momento, os Reclamantes haviam (i) questionado a utilização do critério de valor patrimonial da companhia para precificar as ações no Aumento de Capital Cancelado; e (ii) solicitado a disponibilização, com antecedência, do Laudo de Avaliação e de laudo de avaliação elaborado pela Neoenergia, para fins do seu aumento de capital deliberado em 27.12.2017¹⁰⁰ – por óbvio, os Reclamantes não haviam apresentado, até então, objeções às premissas constantes no Laudo de Avaliação.

151. Além disso, na ata da assembleia geral extraordinária de 26.01.2018 da Coelba, não consta manifestação ou dúvida a respeito do preço de emissão das ações no Segundo Aumento de Capital. A matéria, aliás, foi aprovada, por unanimidade e sem ressalvas, pelos acionistas presentes, representando, aproximadamente, 94,91% do capital votante

¹⁰⁰ A Coelba apresentou, em 17.01.2018, o Laudo de Avaliação. Diante disso, a SEP entendeu que “a apresentação do laudo de avaliação por meio do Sistema IPE antes da realização da assembleia atende ao disposto no art. 6º, II, da Instrução CVM nº 481/09 e o item “5.k” do Anexo 14 da mesma norma, não ensejando a adoção de diligências adicionais” (doc. SEI 0425775). Além disso, em reunião de 18.12.2018, o Colegiado, acompanhando a manifestação da área técnica, decidiu que “não se justificariam diligências adicionais da CVM quanto à divulgação de eventuais laudos e estudos que tenham sido produzidos no âmbito do aumento de capital da Neoenergia” (doc. SEI 0668762).



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

da Coelba¹⁰¹.

152. A impugnação ao conteúdo do Laudo de Avaliação fica evidente no contexto do Terceiro Aumento de Capital, quando os Reclamantes apresentaram, inclusive, manifestação de voto e protesto na assembleia geral extraordinária da Coelba, contendo críticas ao referido laudo. Dois dias depois, em 10.08.2018, foi protocolada a Reclamação perante a CVM, com alegações a respeito das premissas e metodologia adotadas no Laudo de Avaliação.

153. Analisando os fatos retrospectivamente, percebe-se que, à época do Segundo Aumento de Capital, um cenário de questionamento, por parte dos Reclamantes, estava prestes a se instalar. No entanto, no momento em que o Segundo Aumento de Capital foi aprovado, não me parece que tal contexto já havia se manifestado, muito menos a ponto de configurar um sinal de alerta. Pelo contrário: até então, não haviam sido apresentadas críticas ao conteúdo do Laudo de Avaliação e não houve qualquer objeção à operação, conforme a ata da respectiva assembleia.

154. Portanto, não havia motivos para que os acusados deixassem de confiar na opinião do assessor financeiro contratado. Com efeito, ao solicitar a elaboração do Laudo de Avaliação para tomar sua decisão, os administradores atuaram de maneira informada, refletida e devidamente fundamentada.

155. Por esses motivos, meu entendimento é no sentido de que a decisão relativa ao preço de emissão das ações no Segundo Aumento de Capital deve ser preservada e, portanto, os administradores acusados não devem ser responsabilizados pela alegada violação ao art. 153 c/c art. 170, §1º, da Lei nº 6.404/1976.

V. Terceiro Aumento de Capital

156. Finalmente, com relação ao Terceiro Aumento de Capital, a Acusação entende 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 Coelba por descumprimento do disposto no art. 153 c/c art. 170, §1º, ambos da Lei nº 6.404/1976¹⁰². Para a área técnica, ainda que se considerasse que o preço

¹⁰¹ Os Reclamantes admitem que optaram por não comparecer à assembleia porque não estavam “seguros da lisura do conteúdo do Laudo de Avaliação”, cujo conteúdo não teriam tido tempo suficiente para analisar (doc. SEI 0577604, p. 7).

¹⁰² Tendo em vista o reconhecimento da preliminar suscitada pelos membros do conselho fiscal acusados por supostas irregularidades relativas ao Terceiro Aumento de Capital (§§20/25 deste voto), não será analisado o mérito da acusação de violação ao art. 153 c/c arts. 166, §2º e 170, §1º, da Lei nº 6.404/1976.



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 emissão das ações tivesse sido fixado corretamente naquela operação, o Laudo de Avaliação não poderia ser reutilizado, automaticamente, no Terceiro Aumento de Capital.

157. Além de alegar que o efeito da desatualização do preço por ação, ao tempo do Segundo Aumento de Capital, pelo custo de capital apurado nos termos do Laudo de Avaliação teria tido um impacto superior a 10% em relação ao preço original (um patamar que não poderia ser considerado desprezível, nos termos do Anexo III da Instrução CVM nº 361/2002)¹⁰³, a área técnica procura afastar o argumento de que a produção de um novo laudo de avaliação poderia ser dispensada, em decorrência dos custos relacionados à sua elaboração.

158. Os administradores, por sua vez, defendem que a reutilização do Laudo de Avaliação, para fixar o preço das ações emitidas no Terceiro Aumento de Capital, era admissível, tendo em vista que o documento adota previsões e premissas para os trinta anos seguintes. Além disso, segundo os administradores, não teria ocorrido fato ou situação extraordinária que alterasse a situação macroeconômica da Coelba¹⁰⁴.

159. Os administradores acusados ressaltam, ainda, que, de acordo com a jurisprudência da CVM, não seria sequer necessária a contratação de um laudo de avaliação para subsidiar a escolha por um dos critérios previstos no §1º do art. 170 da Lei nº 6.404/1976.

160. Como já mencionado neste voto, a Lei das S.A. não estabelece, em detalhe, um modo de proceder a ser observado pelos administradores em operações de aumento de capital. Em contrapartida, optou-se por indicar os critérios que podem ser utilizados, de forma isolada ou conjunta, para orientar a fixação do preço das ações a serem emitidas na

¹⁰³ Para a área técnica, 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”, 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” (§147 do termo de acusação).

¹⁰⁴ Segundo os administradores, (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.



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

operação (art. 170, §1º)¹⁰⁵, devendo a administração, ainda, atender ao disposto no art. 170, §7º.

161. Desta forma, tendo em vista a complexidade inerente ao processo de precificação das ações de uma companhia, o legislador conferiu aos administradores certa margem de discricionariedade – ou, nas palavras de Fabio Konder Comparato, “*certa latitude de apreciação, ou perímetro decisório*”¹⁰⁶ –, para que possam sopesar os diversos aspectos que influenciam o preço da ação, “*tendo em vista*”¹⁰⁷ os critérios previstos no §1º do art. 170. Essa tem sido a posição deste Colegiado sobre o assunto, como se pode verificar pelo excerto abaixo:

“O que o legislador parece ter buscado, na realidade, foi conferir aos administradores discricionariedade e flexibilidade para, frente à variação das circunstâncias dos casos concretos, promover o sopesamento dos critérios legais e das situações fáticas. Nesse sentido, os critérios legais devem ser vistos como parâmetros de orientação, que, sopesados com os aspectos específicos de cada caso concreto, permitam a fixação de um preço de emissão sem diluição injustificada dos acionistas.

Com isso, obviamente não pretendo dizer que os administradores das companhias estão autorizados a fixar quaisquer preços de emissão alegando simplesmente que levaram em consideração de forma genérica e descompromissada um dos critérios legalmente

¹⁰⁵ Como ensina Alfredo Lamy Filho: “nenhuma lei jamais poderia impor um preço, ou um critério único para fixá-lo, tantas são as variáveis que influem, ou podem influir, nessa decisão de mercado. Essa é zona da discricionariedade do administrador, e da assembleia geral, de seu direito de escolher entre alternativas, de tomar decisões que nenhuma lei pode invadir, pois são ditadas pelo mercado, sob pena de esclerosar a atividade econômica”. (LAMY FILHO, Alfredo. “Aumento Mediante Capitalização de Dívidas e Preço de Emissão”, In: LAMY FILHO, Alfredo e PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A Lei das S/A*. Vol. II, 2ª ed., Rio de Janeiro: Renovar, 1996, pp. 466-467).

¹⁰⁶ COMPARATO, Fabio Konder. “A Fixação do Preço de Emissão das Ações no Aumento de Capital da Sociedade Anônima”. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: Revista dos Tribunais, nº 81, 1991, p. 85.

¹⁰⁷ Como lembram os autores do anteprojeto que deu origem à Lei das S.A.: “[a] lei não requer que o preço de emissão seja fixado segundo os três critérios de avaliação que mencionam, mas apenas “tendo em vista” esses critérios” (LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA José Luiz Bulhões. “Abuso do Poder de Controle em Aumento do Capital Social de Banco Comercial”, In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA José Luiz Bulhões. *A Lei das S/A*, 2ª ed., Rio de Janeiro: Renovar, 1996, p. 275). No mesmo sentido, Fabio Konder Comparato ressalta o seguinte: “Diz-se, aí, que o preço de emissão deve ser fixado ‘tendo em vista’, três valores econômicos dos títulos. A expressão legal ‘tendo em vista’ deve ser sublinhada. Ela não indica uma determinação precisa, do tipo ‘pela média de tais e tais valores’, ou então ‘por este ou aquele valor’. O ‘ter em vista’, no caso, significa levar em consideração, ou ter em conta; o que importa em conferir ao órgão societário que fixa o preço de emissão de ações uma certa latitude de apreciação, ou um perímetro decisório. Estamos, pois, diante de um poder discricionário, no sentido técnico da expressão em direito administrativo, poder esse delimitado por diretivas legais.” (COMPARATO, Fabio Konder. “A Fixação do Preço de Emissão das Ações no Aumento de Capital da Sociedade Anônima”. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: Revista dos Tribunais, n.º 81, 1991, pp. 80-81). Cf., ainda, EIZIRIK, Nelson. *Reforma das S.A. e do Mercado de Capitais*. Rio de Janeiro: Renovar, 1997, p. 91.



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

estabelecidos. Não se pretende outorgar aos administradores uma chancela à arbitrariedade. Pretende-se apenas que os administradores tenham ferramentas dinâmicas para perquirir o interesse social, atuando de forma sempre circunscrita aos seus deveres fiduciários.”¹⁰⁸

162. Vale notar que, ao reconhecer a discricionariedade conferida pela lei aos administradores, o Colegiado não a confunde com uma arbitrariedade. Pelo contrário – e o precedente transcrito acima corrobora este entendimento –, a administração deve fixar o preço de emissão das ações à luz do interesse social¹⁰⁹ e de maneira alinhada aos deveres impostos pela Lei das S.A.

163. Como se sabe, a lei não exige a elaboração de laudo de avaliação para definir o preço de emissão de novas ações. Os precedentes deste Colegiado, conseqüentemente, tampouco requerem a contratação de laudo de avaliação para os fins do art. 170, §1º¹¹⁰, nem exigem que cada operação de capitalização seja amparada por uma avaliação específica¹¹¹ (embora seja indicada a necessidade de apresentação de estudo quando adotado o critério de perspectiva de rentabilidade futura)¹¹². Além disso, caso contratado,

¹⁰⁸ PAS CVM nº RJ2009/8316, relatora Diretora Luciana Dias, j. em 09.04.2013. Cf., no mesmo sentido, o PAS CVM nº RJ 2010/16884, relator Diretor Otavio Yazbek, j. em 17.12.2013.

¹⁰⁹ Sobre o interesse social a ser perseguido nesta situação, o então diretor Otavio Yazbek ressalta o seguinte: “[s]em prejuízo das difíceis discussões teóricas acerca do seu significado, o interesse social, no que tange à fixação do preço de emissão, corresponde ao maior valor que torne possível a subscrição do total das ações emitidas na operação, de forma que a companhia possa captar integralmente o montante que lhe é necessário. Em outras palavras, o interesse da companhia está, a rigor, em obter o menor custo de capital possível no seu financiamento via emissão de ações.” (PAS CVM nº RJ 2010/16884, relator Diretor Otavio Yazbek, j. em 17.12.2013).

¹¹⁰ Cf., por exemplo, Processo CVM nº RJ2004/5476, relator Presidente Marcelo Trindade, j. em 01.03.2005.

¹¹¹ A maioria do Colegiado da CVM adotou esta posição no âmbito do Processo CVM nº RJ2004/5580, j. em 03.01.2006, como se pode notar pelo voto condutor do então Diretor Pedro Marcílio: “[o] fato do laudo utilizar dados de 31.12.03 e ser datado de 22.03.04 combinado com a realização do aumento de capital em 30.04.04 não representa qualquer irregularidade. Esse lapso temporal também não é irrazoável”.

¹¹² Neste sentido, cf. a declaração de voto do então Presidente Marcelo Trindade, no âmbito do Processo CVM nº RJ 2004/3098, relator Diretor Wladimir Castelo Branco, j. em 25.01.2005: “[a] adoção do parâmetro previsto no inciso I do § 1º do art. 170 da Lei 6.404/76 requer estudo detalhado da Companhia de forma a se determinar suas perspectivas de rentabilidade e, então poderá a administração analisar se tal parâmetro deve ou não ser considerado na fixação do preço de emissão. (...) Dessa forma, tendo em vista a falta de justificativa clara e precisa para a adoção do parâmetro "perspectiva de rentabilidade da companhia" na fixação do preço de emissão, na forma do inciso I do § 1º do art. 170 da Lei 6.404/76, e, não havendo estudo detalhado ou laudo de avaliação da Companhia, tendo a administração se limitado a afirmar que o preço foi fixado "no máximo possível" partindo da cotação das ações preferenciais, dentro de uma "razoabilidade que não espante os interessados", resta comprovado, a meu ver, que o preço de emissão proposto não atende ao disposto no § 1º do art. 170 da Lei das S.A.”



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 jurisprudência desta Autarquia ressalta que os valores informados no laudo não são vinculantes para fixação do preço de emissão das ações¹¹³.

164. Entretanto, a contratação de laudo de avaliação se justifica por razões que incluem dotar a administração de elementos sólidos para balizar a condução do processo de fixação do preço de emissão das ações. Além disso, o próprio laudo é indicativo – não determinante, mas relevante – de atuação diligente dos administradores nesse contexto. Quando deixam de utilizar um laudo para fixar o preço de emissão das ações, os administradores devem ser capazes de demonstrar, por outros meios, que sua decisão foi tomada de forma diligente e no interesse da companhia, a fim de se eximirem de suas responsabilidades¹¹⁴.

165. Esse ônus, a meu ver, torna-se ainda maior em casos de aumentos de capital, na medida em que a lei confere ampla margem de discricionariedade ao administrador e, com isso, aumenta o risco de seu perímetro decisório avançar para o terreno da arbitrariedade. Por isso, o padrão de diligência imposto aos administradores nessas operações deve ser especialmente rigoroso e seus atos precisam ser devidamente justificados, a fim de se evitar aumentos de capital que não atendam ao interesse social ou que prejudiquem os acionistas da companhia.

166. No contexto do Terceiro Aumento de Capital, a atuação diligente dos administradores da Coelba era especialmente relevante, tendo em vista as dúvidas suscitadas pelos Reclamantes a respeito das premissas metodológicas adotadas pelo avaliador. Diferentemente do que ocorreu no Segundo Aumento de Capital, os Reclamantes compareceram à assembleia geral extraordinária que aprovou a operação e apresentaram manifestação de voto e protesto naquela ocasião, na qual alegavam diversas inconsistências no Laudo de Avaliação. Além disso, consta da ata do referido conclave que a administração da Coelba se reuniu, previamente, com os Reclamantes para prestar “*esclarecimentos específicos aos itens objeto da manifestação*”¹¹⁵.

¹¹³ Cf., por exemplo, PAS CVM nº RJ2009/8316, relatora Diretora Luciana Dias, j. em 09.04.2013.

¹¹⁴ Este Colegiado já reconheceu, por exemplo, que a realização de procedimento de *bookbuilding* seria medida adequada para evidenciar o cumprimento do §1º do art. 170 (cf. Processo CVM nº RJ2014/5297, relator Diretor Roberto Tadeu, j. em 13.09.2016), assim como um processo de negociação entre partes independentes (PAS CVM nº RJ2009/8316, relatora Diretora Luciana Dias, j. em 09.04.2013).

¹¹⁵ Conforme consta na ata da assembleia geral extraordinária da Coelba de 08.06.2018: “Os acionistas Argucia Endowment Fundo de Investimento Multimercado, Sparta Fundo de Investimento em Ações, Argucia Income Fundo de Investimento em Ações, Argucia Quark Fundo de Investimento Multimercado apresentaram protesto e manifestações de voto em contrário em relação aos itens da ordem do dia da



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

167. Há, portanto, diferenças significativas entre uma operação e outra, principalmente porque, no Terceiro Aumento de Capital, havia sinais de alerta perceptíveis pela administração da Coelba, os quais, independentemente de configurarem reais inconsistências no Laudo de Avaliação, deveriam ter sido objeto de investigação aprofundada.

168. No meu entendimento, caso fosse comprovado que os administradores da Coelba não adotaram providências no sentido de averiguar a procedência dos argumentos dos Reclamantes¹¹⁶, os acusados poderiam, ao menos em tese, ser responsabilizados por violação ao art. 153 da Lei das S.A. Afinal, diante dos questionamentos apresentados, a postura dos administradores não poderia ser a de apenas confiar no Laudo de Avaliação e reutilizá-lo no Terceiro Aumento de Capital sem nenhum cuidado adicional. Era preciso ir além e examinar em que medida tais dúvidas colocavam em xeque as conclusões do avaliador – ainda que, após perquiri-lo, se concluísse pela improcedência dos argumentos dos Reclamantes. Ao fim e ao cabo, o sinal de alerta pode ser apenas um alarme falso, mas o papel do administrador diligente é justamente confirmar se o risco apontado é capaz de materializar e, conforme o caso, tomar as medidas que julgar cabíveis.

169. Ocorre que não foi essa a conduta a que a Acusação imputou responsabilidade aos acusados com relação ao Terceiro Aumento de Capital¹¹⁷. Em última análise, o termo de acusação acabou por imputar aos acusados a infração ao art. 153 c/c art. 170, §1º, por não terem atualizado o preço por ação, de R\$ 29,08, para fins de determinação do preço de

Assembleia Geral Extraordinária, que foi recebido pela mesa e arquivado na Companhia. A administração da Companhia destaca que prestou, previamente à realização desta Assembleia, esclarecimentos específicos aos itens objeto da manifestação dos mencionados acionistas”.

¹¹⁶ Pelo que consta nos autos, as únicas medidas tomadas pela Companhia parecem ter sido a reunião com os Reclamantes, previamente à assembleia que aprovou o Terceiro Aumento de Capital, para prestar esclarecimentos, e a nota que consta na ata da referida assembleia – da qual sequer é possível inferir quais teriam sido os esclarecimentos prestados, se estes foram apresentados aos acionistas presentes naquela ocasião e as razões pelas quais os questionamentos apresentados não seriam procedentes. Não constatei, por exemplo, evidências de que os administradores tenham, por exemplo, procurado o avaliador para esclarecer dúvidas suscitadas sobre o Laudo de Avaliação e se os pontos questionados pelos Reclamantes impactariam o preço de emissão das ações no Terceiro Aumento de Capital. Afinal, recorreram a um especialista para fundamentar o preço de emissão das ações no Segundo Aumento de Capital.

¹¹⁷ Quanto ao Terceiro Aumento de Capital, embora a Acusação tenha feito referências a supostas incoerências das justificativas para adoção do mesmo laudo, a própria SEP (i) entendeu que o reputou como equívoco de raciocínio da Companhia, quanto ao ajuste da faixa de valores em decorrência do Segundo Aumento de Capital, “não foi diretamente determinante do preço fixado” (§129 do termo), e (ii) a ausência de atualização do beta entre o segundo e o Terceiro Aumento de Capital “não deve ser considerada para efeito de responsabilização dos administradores” (§144 do termo). v. nota de rodapé nº 54 do 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.cvm.gov.br

emissão no aumento de capital, pelo custo de capital próprio considerado na metodologia utilizada no Laudo de Avaliação, tal como elaborado¹¹⁸.

170. Quanto ao art. 153, reitero o que afirmo no início deste voto: o dever de diligência representa um dos principais instrumentos de controle e disciplina da atuação dos administradores, e é preciso ter cautela na sua utilização como meio de aferição da conformidade dos seus atos, de modo a evitar que seja utilizado, na prática, como uma garantia ampla contra a falibilidade dos administradores.

171. Neste sentido, o quadro fático e jurídico a ser contraditado pela defesa e apreciado pelos julgadores deve ser aquele delimitado pelo termo de acusação¹¹⁹, de modo que a decisão deste Colegiado deve se restringir à análise da conduta questionada pela área técnica, inclusive porque foi a partir desse enquadramento que os acusados exerceram seu direito de defesa.

172. Dito isso, é forçoso reconhecer que a tese acusatória não merece prosperar.

173. Como visto, de acordo com os precedentes deste Colegiado, caso seja encomendado laudo de avaliação para auxiliar na fixação do preço de emissão das ações em um aumento de capital, os administradores não estão adstritos à faixa de preços indicada pelo avaliador. Logo, não me parece possível exigir que os acusados adotem, necessariamente, o preço indicado no Laudo de Avaliação e, muito menos, que atualizem tal preço com base apenas nas premissas indicadas no documento após o decurso de um intervalo de tempo entre a avaliação e a realização da operação.

174. Este posicionamento é coerente com a sistemática criada pela Lei das S.A., que garantiu aos administradores discricionariedade para precificarem as ações emitidas em aumentos de capital, utilizando como parâmetros (ou, na dicção da lei, “*tendo em vista*”) os critérios previstos no §1º do art. 170. Desta forma, a administração é capaz de fixar um preço de emissão que, de um lado, motive a subscrição de novas ações e, de outro, alcance o maior valor possível.

¹¹⁸ Cf., especialmente, os §§ 145, 153 e 154 do termo de acusação.

¹¹⁹ Cf., neste sentido, o PA CVM nº SP 2011-302 e 2011-303, relatora Diretora Luciana Dias, j. em 24.06.2014; PAS CVM nº RJ2013/6635, relatora Diretora Luciana Dias, j. em 26.05.2015; PAS CVM nº 19957.011774/2007-41, relator Presidente Marcelo Barbosa, j. em 17.12.2019; PAS CVM nº RJ2017/5779, relator Presidente Marcelo Barbosa, j. em 10.03.2020; PAS CVM nº RJ2019/9263, relator Presidente Marcelo Barbosa, j. em 17.11.2020 e minha manifestação de voto no PAS CVM nº RJ2014/6517, relator Diretor Henrique Machado, j. em 25.06.2019.



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

175. Diante disso, entendo que os fatos imputados pela área técnica aos acusados, conforme constam no termo de acusação, não são capazes de configurar quebra de dever de diligência dos administradores nem diluição injustificada dos acionistas da Coelba.

176. Caso seja acatada a tese acusatória, a CVM estará se imiscuindo em uma decisão eminentemente negocial – isto é, a definição do preço de emissão das ações em um aumento de capital – o que, definitivamente, não é seu papel, exceto em hipóteses excepcionais, já tratadas neste voto. Neste sentido, vale relembrar o Parecer de Orientação CVM nº 01/1978:

“(…) não será intenção da CVM pretender entrar no mérito do preço de emissão de ações, interferindo, deste modo, no mercado. O que a CVM exigirá, no entanto, é que o preço de emissão das novas ações seja sempre justificado, de maneira clara e precisa”.

177. No presente caso, o preço de emissão das novas ações foi devidamente justificado, pois foi baseado no valor econômico consoante apurado no Laudo de Avaliação referente à perspectiva de rentabilidade futura e no entendimento justificado pelos administradores quanto à inexistência de alterações relevantes que pudessem impactar o valor econômico da Companhia, que ensejassem a necessidade de alteração dos dados e premissas utilizados para fins do Laudo de Avaliação, o que não foi refutado pela Acusação. Tampouco é pertinente a colocação de que o valor por ação apurado no referido laudo estivesse sujeito a atualização diária até a nova capitalização para refletir em si o custo de capital próprio considerado no referido laudo tal como se tratasse de uma indexação. Ausentes as hipóteses de reapreciação do mérito da avaliação, conforme já tratado neste voto, não vejo como afirmar que o preço das ações emitidas no Terceiro Aumento de Capital seja “*inconsistente e falso*”¹²⁰ nem que tenha sido fixado de forma avessa ao interesse social da Coelba. Portanto, ainda que acionistas da Companhia tenham sido diluídos em decorrência da capitalização da Coelba, não é possível concluir que essa diluição tenha sido injustificada.

178. Por esses motivos, concluo pela absolvição dos acusados da imputação de violação ao art. 153 c/c art. 170, §1º, ambos da Lei nº 6.404/1976, com relação ao Terceiro Aumento de Capital.

¹²⁰ CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. 3º Volume. 5ª ed. São Paulo: Saraiva, p. 632.



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

VI. Conclusão e dosimetria

179. Em observância aos princípios da proporcionalidade e da razoabilidade, levarei em consideração para a fixação da pena (i) o fato de o Primeiro Aumento de Capital ser anterior à promulgação da Lei nº 13.506/2017; (ii) os bons antecedentes dos Acusados; e (iii) a ausência de acusação de diluição injustificada nessa operação¹²¹. Diante disso, entendo que a penalidade de advertência, prevista no art. 11, inciso I, da Lei nº 6.385/1976, é a mais adequada, tendo em vista, ainda, os diversos precedentes do Colegiado nesse sentido¹²².

180. Por todo o exposto, proponho:

- (i) a 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 Tanure, Mário José Ruiz-Tagle Larrain e Solange Maria Pinto Ribeiro**, na qualidade de membros do conselho de administração da Companhia, da acusação de infração ao art. 153 c/c art. 166, II, ambos da Lei nº 6.404/1976, por fatos relacionados ao aumento de capital aprovado em 20.07.2017;
- (ii) a condenação 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 Tanure, Mário José Ruiz-Tagle Larrain e Solange Maria Pinto Ribeiro**, na qualidade de membros do conselho de administração da Companhia, à penalidade de **advertência**, por infração ao art. 170, §7º, da Lei nº 6.404/1976 por fatos relacionados ao aumento de capital aprovado em 20.07.2017;
- (iii) a absolvição de **Wagner dos Reis, Nélio Henriques Lima e Luiz Carlos Faria Ribeiro**, na qualidade de membros do conselho fiscal da Coelba, da acusação de

¹²¹ Diferentemente do que ocorreu recentemente, por exemplo, no PAS CVM nº 19957.009371/2019-02, relator Presidente Marcelo Barbosa, j. em 04.05.2021.

¹²² PAS CVM nº RJ2013/6294, relator Diretor Pablo Renteria, j. em 14.11.2017; PAS CVM nº RJ 2011/11073, relator Diretor Pablo Renteria, j. em 15.12.2015; PAS CVM nº RJ 2009/8316, relatora Diretora Luciana Dias, j. em 09.04.2013; PAS CVM Nº RJ2012/7767, relatora Diretora Luciana Dias, j. em 02.04.2013.



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

infração ao art. 153 c/c art. 166, §2º, e ao art. 170, §7º, todos da Lei nº 6.404/1976, por fatos relacionados ao aumento de capital aprovado em 20.07.2017;

- (iv) a absolvição 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, da acusação de infração ao art. 153 c/c o art. 170, §1º, ambos da Lei nº 6.404/1976, por fatos relacionados ao aumento de capital aprovado em 26.01.2018;
- (v) a absolvição de **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**, na qualidade de membros do conselho de administração da Coelba, da acusação de infração ao art. 153 c/c o art. 170, §1º, ambos da Lei nº 6.404/1976, por fatos relacionados ao aumento de capital aprovado em 08.06.2018; e
- (vi) o reconhecimento da preliminar suscitada em favor de **Francesco Gaudio, Eduardo Valdes Sanchez, Luiz Carlos Faria Ribeiro e Nélio Henriques Lima**, na qualidade de membros do conselho fiscal da Coelba, com relação à alegada infração ao art. 153 c/c art. 166, §2º, e ao art. 170, §1º, todos da Lei nº 6.404/1976, por fatos relacionados ao aumento de capital aprovado em 08.06.2018.

É como voto.

Rio de Janeiro, 10 de agosto de 2021

Marcelo Barbosa
Presidente Relator