



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 19957.008378/2023-85

Reg. Col. nº 3039/24

Acusados:	Antônio Carlos Romanoski Eduardo Lorangeira Jácome Leo Julian Simpson Thomas Cornelius Azevedo Reichenheim Nelson Sequeiros Rodriguez Tanure Roberto Luz Portella
Assunto:	Apurar eventual responsabilidade de administradores da Gafisa S.A, por infração ao disposto no art. 170, §§1º e 7º, da Lei nº 6.404/1976.
Relator:	Presidente João Pedro Nascimento
Voto:	Diretor João Accioly

Manifestação de Voto

1. Respeitosamente divirjo das conclusões do bem fundamentado voto do Relator.
2. De início, penso ser oportuno registrar que concordo com o que me parece ter sido o principal pilar teleológico, por assim dizer, do ilustre voto lançado nos autos:

O direito de preferência busca compatibilizar o interesse da companhia em captar recursos por aumentos de capital com o direito de seus acionistas em preservarem as suas respectivas participações e os direitos políticos e econômicos a ela inerentes. Trata-se de importante mecanismo de proteção aos interesses dos acionistas conferido pela lei societária contra potencial de diluição no contexto de uma operação de aumento de capital. O exercício do direito de preferência na subscrição das novas ações emitidas permite ao acionista manter a proporção que tinha no capital antes do aumento, conforme disciplina o art. 171, “b”, da LSA.

A observância dos referidos critérios na determinação do valor da ação destina-se a evitar que a emissão de novas ações pelo valor nominal dilua injustificadamente as ações existentes. **A diluição será injustificada quando implicar redução ilegítima da participação dos antigos acionistas**, sem respaldo no interesse social e/ou sem observar os critérios legais para fixação do preço de emissão. (Grifos adicionados).

3. Fundamental bem definir os contornos da divergência, pois a meu ver as considerações do Relator são legítimas e consistentes. O que mais me sensibiliza, nesse contexto, é o argumento de que a dinâmica do aumento realizado não permitiria que cada acionista se “protegesse” contra uma diluição ao subscrever, na oferta, a mesma quantidade de ações que detém. Assim, ao organizar suas finanças para fazer frente ao aumento e manter seu percentual, a rodada das sobras, oferecida a um preço inferior, faria com que mais recursos fossem necessários para manter o percentual. Tal entendimento é exposto principalmente nos §§52-53 do voto do Relator (adiciono destaques):



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

52. *In casu*, ao oferecer apenas para os acionistas que exercessem o direito de preferência o direito subscrever as sobras por valor mais vantajoso (R\$ 4,96), a Companhia gerou um **tratamento diferenciado em relação aos demais acionistas** e promoveu a **diluição injustificada dos acionistas que optaram por não subscrever as sobras**. No caso concreto, os diferentes preços de emissão fazem com que o valor por ação pago pelos acionistas com menor potencial de investimento seja maior do que o valor por ação aplicável aos subscritores com maior potencial de investimento. **Há aqui um tratamento que gera distorções adversas aos acionistas que tenham capacidade limitada de investimento, mesmo que no caso concreto tais acionistas venham a exercer os seus respectivos direitos de preferência, caso estes não tenham recursos adicionais para os aportes nas rodadas subsequentes.**

53. O modelo proposto subverte o sistema de proteção às minorias no contexto do aumento de capital. **O acionista que exerça a preferência e subscreva a sua exata proporção de ações, mas não participe da rodada de sobras, será diluído em relação àquele que subscreva as sobras, uma vez que ele terá pagado um valor maior pelas mesmas ações** [n. de rod. omitida]. Sendo assim, ainda que exerça o seu direito de preferência, o acionista que não subscreve as sobras será **economicamente prejudicado** [n. de rodapé tratada adiante, cf. §§5-6 deste voto] na Companhia. Portanto, o sistema de bônus escalonado previsto no Aumento de Capital tende a prejudicar os acionistas que não acompanhassem todas as rodadas de subscrição.

4. Tal visão é complementada pela análise objetiva do exemplo dado na segunda nota de rodapé do §53 acima transcrito, de que tratarei mais adiante.

5. Segundo o Relator, a diluição que ocorreria em tal situação, **na medida em que não permitiria ao investidor programar-se com segurança e previsibilidade** contra sua redução percentual, poderia ser classificada como “injustificada”. Penso ser um conteúdo semântico possível e, nos contornos exemplificados pelo relator, compatível com a sistemática da lei societária brasileira, especialmente quando considerada a conceituação com que se preenche a qualificação de “injustificada”, que foca na preservação de valor econômico da participação dos acionistas. Não seria admissível, numa relação de direito privado, que uma ou mais pessoas pudessem transferir para si patrimônio de terceiros sem o consentimento destes. A noção de *injustificada*, assim, acaba voltando-se às hipóteses em que a própria diluição retira valor do patrimônio de quem é diluído. Nesse sentido:

14. O legislador manifestou uma preocupação muito clara no art. 170, §1º da Lei nº 6.404, de 1976, que consiste na proteção dos acionistas contra sua diluição injustificada. O referido dispositivo estabelece o princípio de que o preço de emissão das novas ações deve ser aderente ao valor econômico da companhia, evitando-se que, com a possível entrada de novos acionistas, os antigos tenham sua participação desvalorizada. (...)

19. A exposição de motivos da lei corrobora este entendimento ao dizer que o que se buscou foi que o preço fosse compatível com o valor econômico da ação (...) Vale transcrever: “para proteção dos acionistas minoritários, o §1º estabelece que as novas ações devem ser emitidas por preço compatível com o valor econômico da ação, e não pelo valor nominal. A emissão de ações pelo valor nominal, quando a companhia pode colocá-las por preço superior, conduz à diluição desnecessária e injustificada dos acionistas que não têm condições de acompanhar o aumento, ou simplesmente desatentos à publicação de atos societários.” PAS CVM RJ2009/8316, Rel. Luciana Dias, j. em 9/4/2013.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

6. A seguir focarei nas duas seguintes ideias que pautam a acusação: (i) a de que o acionista que exerça a preferência, subscrevendo no aumento a mesma proporção que detém, sem subscrever sobras, seria diluído em relação aos que subscrevem essas sobras; e (ii) que essa diluição decorreria da circunstância de esse acionista ter pago um preço maior pelas ações do que o preço pago pelos acionistas que subscreveram as sobras, e assim teria sido economicamente prejudicado (cf. §53 do voto do Relator, acima transcrito).

- **A NOÇÃO DE DILUIÇÃO E A NEUTRALIDADE DAS SOBRAS NO CASO DOS AUTOS**

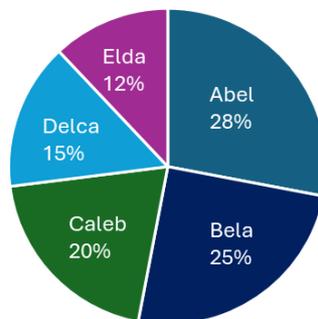
7. Importante pontuar algumas questões sobre a diluição que ocorre em aumentos de capital. A palavra “diluição” pode transmitir uma falsa ideia de que implica perda na medida em que alguém passa a ter menos do que tinha antes. Pode-se vir a ter menos *percentual*, mas o valor econômico da participação não diminui *por efeito* de um aumento feito regularmente. Pelo contrário: na margem há um acréscimo de valor, ao menos no que se pode mensurar *ex ante*, pois sendo a decisão de aumento de capital voltada a financiar as atividades da empresa, sua capacidade de geração de lucros será aumentada. Ainda que o *percentual* de dado acionista passe a ser menor, trata-se de *uma fração menor de um todo maior*. Respeitado o limite do valor econômico como piso para a subscrição, o tamanho absoluto de sua participação *aumenta*¹⁻² com o aumento de capital, quando comparado ao valor que tem antes do aumento de capital, ou quando comparado ao cenário em que o aumento não ocorre.

8. Na subseção abaixo, exponho em termos gerais a dinâmica de um aumento de capital estruturado de maneira semelhante ao aumento realizado pela Gafisa, aqui julgado.

- ***Dinâmica de um aumento de capital escalonado***

9. Suponhamos uma companhia com capital dividido em 100 mil ações.

10. A companhia tem cinco acionistas: Abel, Bela, Caleb, Delca e Elda têm respectivamente a%, b%, c%, d% e e% do capital da companhia. Para ilustrar também com números, vamos supor também que: a = 28; b = 25; c = 20; d = 15; e = 12.



¹ Pode-se ilustrar com valor patrimonial. Se um patrimônio é de R\$ 100 milhões, a participação do detentor de 1% do capital tem valor patrimonial de R\$ 1 milhão. Se por um aumento de capital o patrimônio vai para R\$ 150 milhões, com as ações subscritas por seu valor patrimonial, e o detentor do exemplo não acompanha, passa a ter 0,67% do capital, mas sua participação **continua com valor patrimonial de R\$ 1 milhão**. Já o valor econômico teórico é **aumentado**, pois qualquer decisão de financiamento é voltada a melhorar a capacidade de geração de lucros da empresa.

² Percentual, isoladamente, tem maior importância para participações relevantes de ações com direito a voto que estejam perto de limiares que outorgam direitos especiais.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

11. Sai o aviso aos acionistas do aumento de capital, informando que serão emitidas n ações ao preço de R\$ x cada. Se houver sobras, elas serão oferecidas aos mesmos acionistas ao preço R\$ y , que é obtido pela aplicação de um fator a x . Esse fator pode ser maior ou menor que um, e aqui vamos supor que seja inferior, para ficar alinhado ao caso ora julgado (o fator nos autos é de 0,9675, correspondente ao desconto de 3,125%³). Também fundamental é que o aumento só ocorrerá se todas as ações forem subscritas ainda na rodada de sobras (como no caso dos autos, pelo item 12 do Aviso aos Acionistas – Homologação do Aumento de Capital⁴).

12. Suponhamos ilustrativamente que n seja 50 mil, ou seja, a companhia quer aumentar o capital de 100 mil para 150 mil ações, que x seja R\$ 5 e que y seja R\$ 4,85 (que corresponde a um desconto de 3%, para manter proximidade com o caso).

13. Os cinco acionistas do exemplo representam os conjuntos de acionistas que uma companhia aberta possui, organizados por cinco diferentes opções que podem ter diante de um aumento de capital: exercer integralmente o direito de preferência; exercer integralmente o direito de preferência e reservar uma quantidade determinada de ações se houver sobras; exercer integralmente a preferência e uma quantidade ilimitada de sobras (i.e., até onde sobrarem); exercer parcialmente o direito de preferência; e, finalmente, não subscrever nenhuma ação no aumento de capital.

14. Abel quer exercer seu direito de preferência integralmente e mais nada. Para isto, Abel tem que pagar $n * a\% * x$. Aplicando os números exemplificativos, deverá subscrever 28% do aumento, ou seja, 14.000 ações. $50.000 * 28\% * 5 = 14$ mil ações a R\$ 5 cada, R\$ 70 mil. Abel sabe também que ao final terá 42.000 ações: as 28.000 que tinha antes do aumento, mais as 14.000 que subscreveu. Pagará no total R\$ 70.000. Seu preço médio será R\$ 5.

15. Bela quer exercer sua preferência integralmente, e se houver sobras adquirir mais até a quantidade s de ações. Ilustremos s com 5.000 ações. Para isto, deverá subscrever 25% do aumento, 12.500 ações e declarar que quer subscrever 5.000 se houver sobras suficientes. Bela tem que pagar no mínimo teórico $n * b\% * x$, mais um acréscimo de até $s * y$ (na largada não tem como saber se haverá sobras, nem se serão suficientes): $n * b\% * x + s * y$. Ou seja, $50.000 * 25\% * R\$ 5 = R\$ 62.500$ (pela preferência) e até mais $5.000 * R\$ 4,85 = R\$ 24.250$. No momento da subscrição, só sabe que subscreverá as 12.500 ações de sua preferência, alcançando 37.500. Se não houver sobras, terá 37.500 de 150.000 ações, ou seja, 25%. Se houver sobras suficientes, subscreverá 5.000 adicionais, alcançando 42.500 ações, 28,33% do total de 150.000 ações. Seu preço médio pode variar de R\$ 5 a R\$ 4,96.

³ O desconto sobre o preço da preferência é de 3,125%, não 3%. Se fossem exatos 3%, o resultado deveria ser arredondado para R\$ 4,97 (pois em três casas decimais seriam R\$ 4,966). Os números do aviso estão todos arredondados: de R\$ 6,02 para R\$ 5,12 o desconto é um pouco inferior a 15%. Aplicando-se exatos 15%, o preço seria R\$ 5,117, e sobre *este* preço a aplicação de 3% exatos gera R\$ 4,963, o que explica como se chegou a R\$ 4,96 e não R\$ 4,97. Considerando os preços efetivamente praticados, os descontos (em até três casas decimais) são de 14,95%, 3,125% e total de 17,608%. O desconto total anunciado de 17,55% é o resultado da cumulação dos descontos de 3% e 15%.

⁴ “Caso não se concretize a subscrição integral do Aumento de Capital até o final da Subscrição das Sobras, o Conselho de Administração cancelará o aumento.”



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

16. Caleb quer exercer sua preferência integralmente e, se houver sobras, subscrever a máxima quantidade possível. Assim, subscreve 20% do aumento (10.000 ações) e declara que quer subscrever 40.000 ações se houver sobras suficientes (o que aconteceria se ninguém mais exercesse a preferência). Caleb sabe que terá de pagar no mínimo teórico $n * c\% * x$, mais um acréscimo de $q * y$, cujo máximo teórico é $(n - n * c\%) * y$ (ou seja, o aumento inteiro menos as ações que ele mesmo subscreveu ao preço de x , na hipótese teórica em que ninguém mais subscreve ao preço da rodada inicial). Então Caleb paga no mínimo $20\% * 50.000 = 10.000$ ações a R\$ 5, R\$ 50.000, e o máximo das sobras, que até onde ele sabe podem alcançar 40.000 ações, no total de R\$ 194.000. Paga o preço médio entre R\$ 5 e R\$ 4,88.

17. Delca quer exercer parcialmente seu direito de preferência, no percentual de $p\%$. Ilustrativamente, esse percentual será de 33,33%. Ou seja, 5% (1/3 dos 15% que Delca possui), ou 2.500 ações. Ao final do aumento, terá as 15.000 ações que já tinha, mais as 2.500 subscritas, num total de 17.500 ações. Delca sabe que terá de pagar $n * d\% * p\% * x$, ou seja, R\$ 10.000 por 2.500 ações. Paga o preço médio de R\$ 5.

18. Elda não quer participar do aumento. Manterá suas 12 mil ações e nada terá de pagar.

19. No momento da subscrição, os acionistas podem supor que as ações serão subscritas integralmente na primeira rodada, ou que serão subscritas totalmente após a rodada de sobras. Em casos gerais, existe a hipótese de subscrição parcial, mas nesta representação mantenho essas duas únicas possibilidades pela característica já mencionada de que se não fosse integralmente subscrito até o fim da rodada de sobras, o aumento seria cancelado.

20. Delca e Elda têm certeza que o capital será subscrito apenas na rodada de sobras. Elas sabem de antemão quanto alcançarão ao final (se o aumento for concluído): Delca terá as 15.000 ações que já tinha mais as 2.500 que subscreveu, ou seja, 17.500 ações, que representam 11,67% das 150.000 ações. Elda manterá suas 12.000 ações, que passam a ser 8% do total.

21. O único outro acionista que sabe de antemão seu percentual final é Abel, pois exerceu seu direito de preferência integralmente e não quis participar das sobras. Suas 42.000 ações (isto é, as 28.000 que tinha antes do aumento mais as 14.000 que subscreveu ao exercer a preferência) representam 28% do capital da Companhia.

22. Bela e Caleb não sabem se nem quanto haverá de sobras. No momento da subscrição, sabem apenas que ao final do processo terão no mínimo o mesmo percentual que detinham antes do aumento de capital. Se houver sobras, terão algum acréscimo.

23. Concluída a rodada do exercício de preferência, sobram as ações correspondentes ao percentual de $e\%$ (as ações que caberiam a Elda, que nada quis subscrever) mais o percentual de $(d-p)\%$ (as ações que caberiam a Delca, que tinha $d\%$ e só quis subscrever $p\%$). Com os números da ilustração, sobram as 5.000 ações que Delca deixou de subscrever mais as 6.000 ações que Elda deixou de subscrever, num total de 11.000 ações. São essas ações que Elda e Delca não quiseram subscrever que irão compor as sobras.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

24. Estas sobras são destinadas a Bela, até s ações, e a Caleb, no restante. No exemplo, as ações que sobraram são suficientes para atender às 5.000 ações adicionais subscritas por Bela. Caleb subscreve as outras 6.000, já que se dispusera a subscrever até 40.000.

25. Os números iniciais e finais, assim, são os seguintes:

	Pré-Aumento de K		Aumento de Capital				Pós-Aumento de K		Preço Médio
	Ações	% Inicial	Subscr. na pref.	Sobras	Intenção Sobras	Subscr. Sobras	Nº final de ações	% Final	
Abel	28.000	28%	14.000	0	0	0	42.000	28%	R\$5
Bela	25.000	25%	12.500	0	Até 5.000	5.000	42.500	28,33%	R\$4,96
Caleb	20.000	20%	10.000	0	Até 40.000	6.000	36.000	24%	R\$4,94
Delca	15.000	15%	2.500	5.000	0	0	17.500	11,67%	R\$5
Elda	12.000	12%	0	6.000	0	0	12.000	8%	-
Total	100.000	100%	39.000	11.000		11.000	150.000	100%	R\$4,97

26. Destaca-se, aqui, o **efeito da distribuição das sobras** sobre o patrimônio das acionistas que não exerceram seu direito de preferência ou não o exerceram por inteiro (como o caso de Delca e Elda) e do acionista que apenas exerceu sua preferência, sem optar por subscrever sobras, Abel.

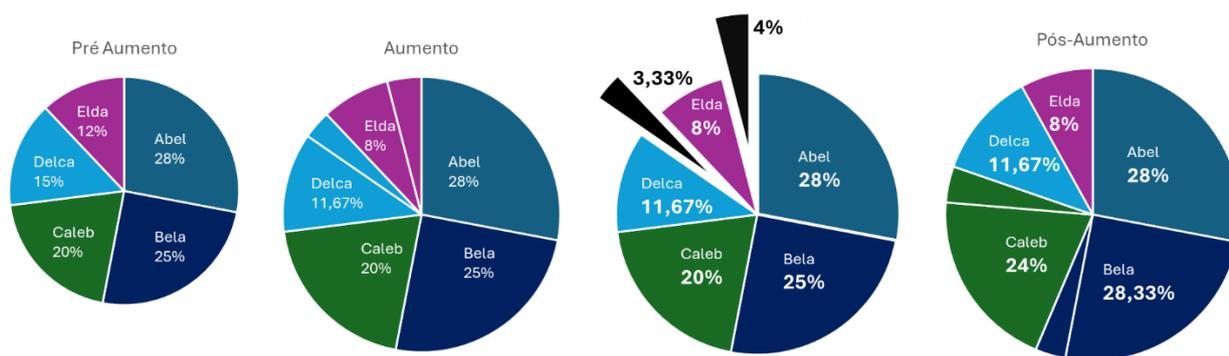
27. Para Delca, que exerceu um terço de seu direito de preferência, seu percentual final é conhecido desde o primeiro momento: as 15.000 ações que detinha, mais as 2.500 que subscreveu no aumento, resultando 17.500 ações num total de 150.000, ou seja, 11,67%. Idem para Elda, que nada subscreveu no exercício da preferência. Ela tinha 12% e passa a ter 8%. Para Abel, que exerceu por inteiro sua preferência e não quis participar das sobras, o resultado também é conhecido desde a subscrição: tinha 28% (28.000 ações), subscreveu 28% do aumento (14.000 ações), e ficou com 42.000 ações de 150.000 (28%).

28. Pode ser intuitivo, ao menos num primeiro momento – e assim afirmo porque assim também me pareceu – que a rodada de sobras causaria uma diluição adicional aos acionistas que não subscrevem ações nessa rodada. O raciocínio parece passar pela ideia, tautológica e correta, de que se há alguém subscrevendo ações, as demais participações têm que ser reduzidas, pois o total tem que ser 100%. Mas a falha do raciocínio (novamente, em que reconheço ter também incorrido inicialmente) é, creio, a de deixar de perceber de onde exatamente vêm essas participações adicionais de quem subscreve as ações adicionais nas sobras. Elas vêm exclusivamente das ações que quem tinha preferência poderia subscrever. São os acréscimos das fatias de bolo alheias, que os donos das fatias optaram por não comprar, que são transferidas para as fatias de quem opta por comprar.

29. Segue uma ilustração:



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS



30. A subscrição das sobras por outras acionistas significa apenas que os percentuais *dessas outras acionistas* aumentam. O aumento dos percentuais, pela subscrição nas sobras, vem exclusivamente das ações que quem tinha o direito de preferência optou por não exercer (as fatias pintadas de preto na figura acima). Aqueles que não exercem preferência, exercem parcialmente, ou exercem por inteiro, mas sem subscrever sobras, ficam exatamente com o mesmo percentual, independentemente de haver sobras ou não, e independente de quem as subscreve.

o ***Conclusão sobre a suposta diluição nas sobras***

31. Assim, parece-me que a suposta situação em que os acionistas que exercessem por inteiro seus direitos de preferência seriam diluídos pela subscrição das sobras por outros acionistas, no aumento de capital julgado neste processo, não poderia acontecer. Lembro, novamente, que o aumento só poderia acontecer se nas sobras todas as ações fossem subscritas

32. Se não há nem diluição, não vejo como concluir que há diluição injustificada.

• **AUSÊNCIA DE PREJUÍZO A QUEM NÃO SUBSCREVEU AS SOBRAS**

33. O outro argumento pelo qual se poderia considerar “economicamente prejudicado” o acionista que não participou das sobras é que o preço médio que ele paga por ação é superior ao preço médio de quem participa das sobras. Como o voto do Relator bem descreve, é matematicamente incontroverso que isso ocorre – o que também fiz questão de exemplificar na ilustração acima.

34. Não vejo nessa circunstância, porém, algo que possa ser considerado como “prejuízo” aos acionistas, muito menos econômico. O efeito que no voto do Relator é descrito como negativo aos acionistas, de em certos casos não poder acompanhar o aumento, é natural da dinâmica societária.

35. Restrições orçamentárias particulares dos acionistas não me parecem poder fundamentar limitações às decisões da coletividade. Se um acionista não teve condições de acompanhar o aumento de capital, embora o quisesse, esta é uma diluição justificada pela necessidade de capital da companhia, do que entendo decorrer a necessidade de que seus negócios não sejam emperrados porque um ou outro sócio não tem recursos.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

36. Ao contrário de um prejuízo, entendo que essa possibilidade é parte até mesmo do que explica a existência e o sucesso civilizacional da companhia de capital aberto como instrumento de captação de poupança privada. Ou seja: permitir a realização de negócios que dependem de mais capital do que indivíduos sozinhos são capazes de dispor. O que não deve ser permitido é que a subscrição seja feita de modo a *prejudicá-lo economicamente*, mesmo que exerça seus direitos, ou seja, que sua riqueza seja reduzida.

37. Pela dinâmica descrita na subseção acima, pode-se ver que não há redução de riqueza no formato adotado para o aumento de capital⁵.

38. O acionista que aceitou pagar R\$ 5,12 por cada uma de suas ações escolheu não pagar R\$ 4,96 por ação na rodada de sobras. Assim, na situação em que a companhia encerra a rodada de sobras sem ter todo o capital subscrito, esse acionista está diante de duas possibilidades: (i) a companhia consegue captar dinheiro o suficiente para completar o aumento, e assim ter mais recursos para aplicar em suas atividades; ou (ii) a companhia não consegue subscrições suficientes para efetivar o aumento de capital. É óbvio que a primeira situação é mais vantajosa. Assim, a entrada de recursos adicionais na companhia, a preços iguais ou superiores a seu valor econômico, favorece os demais acionistas. Ao contrário de um prejuízo, há um ganho objetivo.

39. Embora a Defesa diga que não, concordo com o Relator que é muito claro que houve preços diferentes: R\$ 5,12 e R\$ 4,96⁶.

40. Mas preços diferentes não são vedados pela regra. A regra exige direitos iguais para ações iguais.

41. A dinâmica desse desconto, todavia, não é tão trivial. Há um aspecto que a Acusação traz que merece atenção adicional, que é onde me parece estar a semente de uma acusação contra fatos sem prejudicados (ao menos no sentido mais estrito de incorrer em alguma perda ou ser privado de algum direito). A lei traz limitação à flexibilidade de negociação para se chegar aos preços de subscrição. No §80 do Termo de Acusação, diz:

⁵ É possível cogitar de mecanismos pelos quais uma companhia estruture uma oferta em que essa proteção seja burlada e mesmo acionistas que exerçam integralmente sua preferência venham a ser patrimonialmente diluídos na rodada de sobras. Exemplo: *Se houver acionistas que no preenchimento do boletim se dispuseram a subscrever ações adicionais em quantidade à superior à quantidade observada de sobras ao final da primeira rodada, até 5% das ações subscritas pelos acionistas que se limitaram exercer sua preferência, parcial ou integralmente, serão rateadas entre os acionistas que se dispuseram a subscrever eventuais sobras.* Mecanismos como esse implicariam diluição *patrimonial* de quem exerceu a preferência integralmente em favor de quem a ultrapassou, **não em relação ao investimento devido antes da oferta, mas em relação àquele resultante da primeira rodada.** Essa cláusula poderia ser justificada economicamente como um incentivo para que não houvesse sobras, e em termos contratuais em princípio nada teria de errado, já que em última análise quem tiver optado por não subscrever qualquer sobra terá apenas assumido um risco de reduzir em menos de 5% sua participação e pagar um preço pelas ações adicionais até aproximadamente 5% maior. Por outro lado, dessa cláusula se poderia realmente afirmar que não assegura, à pessoa que subscreva sua exata proporção de ações no aumento, que ao final do processo ela manterá idêntico percentual ao que tinha antes do aumento. Não me parece possível afirmar, em abstrato, que apenas por essa circunstância – se inteiramente transparente nos termos da oferta – haveria uma ilegalidade. Mas ao menos seria possível afirmar, patrimonial e economicamente, que subscrever do aumento na mesma proporção que o acionista detém não asseguraria a preservação de seu percentual, como me parece ter entendido o Relator neste caso.

⁶ Ou três, em tese, mas como o aumento era condicionado à sua integral subscrição nas sobras, não poderia haver o de R\$ 6,02.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

80. Se um único acionista decidisse não subscrever as ações a que tivesse direito de preferência, o quinhão de ações da nova emissão a que tinha direito de preferência seria posteriormente ofertado aos demais acionistas subscritores a um preço menor do que ele teria direito inicialmente. Nada garante que este acionista não mudasse sua decisão inicial se as ações lhe fossem oferecidas inicialmente a um preço menor. Entretanto, **nesse segundo momento, elas não lhe são oferecidas.**”

42. Lendo o trecho acima, a dinâmica da oferta parece que teria sido a seguinte: primeiro a companhia fez uma oferta das ações a R\$ 5,12 para quem já era acionista exercer seu direito de preferência. Encerrada essa oferta, diante da constatação de que menos de metade da oferta foi subscrita, o conselho de administração teria decidido oferecer o restante apenas para quem exerceu integralmente seu direito de preferência, excluindo aqueles acionistas que haviam aceitado algum grau de diluição. Ora, nessa situação, esse hipotético “único acionista” teria realmente um pleito plausível para protestar. Se a oferta nada tivesse estipulado acerca do que seria feito com eventual sobra, realmente alguém poderia pensar: *se eu soubesse que teria uma chance de adquirir mais ações a um preço 3% inferior, teria exercido meu direito de preferência por inteiro.*

43. Essa hipótese é algo inverossímil, já que o investidor médio que não exerce sua preferência por inteiro não teria tanta disposição a aumentar sua participação significativamente apenas porque o preço médio das ações que adquire pode baixar algo quase que certamente abaixo de 2%. Mas ainda que inverossímil, pode ser admitida para fins de discussão teórica. E nessa situação hipotética, teria a seu favor a alegação de que ele é tão acionista quanto os que exerceram a preferência, pois *o direito de adquirir as sobras a valores descontados não foi adquirido* por tais acionistas. Se não adquiriram esses direitos, eles têm apenas aqueles estipulados no estatuto, ou seja, valeria aqui a regra de que ações iguais dão direitos iguais.

44. Mas o erro na afirmação do §80 do TA é patente. **Não há um segundo momento.** Toda a oferta é feita em um só momento. Não é que nada garante que o acionista teria decidido diferente: ele próprio garante isso, pois efetivamente decidiu não querer poder comprar sobras a R\$ 4,96. O direito de participar das sobras com um preço reduzido não foi algo gratuito, nem outorgado caprichosamente a este ou aquele acionista. Se assim tivesse sido, ou se tivesse sido deliberado após a rodada de preferência, seria um tratamento diferenciado, e me parece que aí realmente haveria violação. Mas não quando informado e escolhido pelos próprios acionistas.

45. Tratar igual é oferecer as mesmas condições ou chegar aos mesmos resultados? Tratamento é algo que é *dado* por uma pessoa a outra. Se as condições oferecidas foram as mesmas, quem deu a si próprio um tratamento diferente me parece ter sido o próprio acionista que não quis subscrever ações ao preço inferior, ou não teve dinheiro suficiente para fazê-lo.

46. Se depois que houver sobras alguém se *arrepender* de não ter exercido sua preferência, ou lamentar porque queria ter participado das sobras mas não tinha disponibilidade



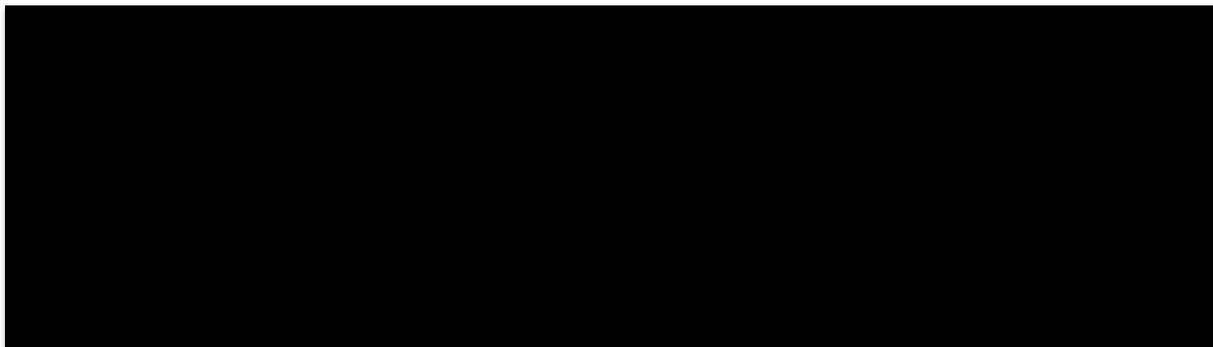
COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

financeira suficiente, esses talvez sejam problemas para o divã da terapia, mas não para o direito societário.

○ *Maior eficiência econômica e preços distintos*

47. A situação me faz lembrar do conceito de discriminação de preços de segunda ordem, em que se pratica um preço inferior para quantidades maiores adquiridas de um mesmo produto. Quando há um preço fixo, quem vende tem que “acertar” o preço em que auferir o maior resultado possível. Quando o preço pode ser variável, é possível aumentar o resultado auferido vendendo por mais para quem tem interesse e disposição para adquirir maiores quantidades. É algo tão básico que pode ser observado no cotidiano, como em supermercados em que até certa quantidade de um produto o preço é um, e a partir dessa quantidade o preço unitário é reduzido.

48. É trivial que se observa um aumento de eficiência (no sentido de ganhos econômicos para alguém sem perdas econômicas para terceiros), quando mais transações podem ser realizadas a preços mutuamente vantajosos. Em termos gráficos, isso pode ser visualizado da seguinte forma:



49. Quando a companhia faz o preço de subscrição a R\$ 5,12, é claro que o mais desejável seria que todos os acionistas tivessem subscrito. Porém, diante da constatação de que apenas parte dos acionistas poderia subscrever a esse preço, a administração inferiu que para aumentar a quantidade vendida seria adequado oferecer um preço menor. Trata-se de algo bastante intuitivo: se não foi possível vender tudo a um preço, a oferta para encerrar o estoque não se dá por preços maiores. É o básico da oferta e demanda: a preços menores, a quantidade demandada é maior. A esse respeito, cito Lamy Filho e Bulhões Pedreira:

A lei não requer que o preço de emissão seja fixado segundo os três critérios de avaliação que menciona, mas apenas "tendo em vista" esses critérios. Primeiro, porque é excepcional a coincidência dos resultados da avaliação da mesma ação segundo critérios diversos e seria impossível observar norma que prescrevesse a fixação do preço de emissão que correspondesse, simultaneamente, a três valores diferentes. Segundo, porque **é normal que a companhia, a fim de encontrar subscritores para as novas ações, seja obrigada a fixar o preço de emissão abaixo do valor econômico das ações antigas.**⁷

⁷ A Lei das S/A (pressupostos, elaboração, aplicação). Rio de Janeiro: Renovar, 1996, v.2, p.275.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

50. Assim, não importa o quão “antigo” seja o preço. Se numa primeira rodada o valor econômico foi um, na segunda o valor pode ter um deságio – trata-se exatamente de uma *condição de mercado*, como referida no art. 170 da lei. A esse respeito, como o texto legal trata da condição de mercado em tese ao falar apenas da cotação de mercado, lembro que a cotação de mercado é tida como a melhor aproximação, em princípio, do valor econômico – e se até a cotação de mercado admite ágios ou deságios por condições de mercado, ainda mais razão há para admiti-los para aproximações obtidas por estimativas. Apesar da complexidade dos cálculos pelos quais se estimam os valores teóricos das companhias, não há uma exatidão científica. O valor possui componentes subjetivas, especialmente relativos à percepção de risco e preferências intertemporais, além de diferentes estimativas individuais das probabilidades de resultados. Assim, mesmo durante o curso de um aumento de capital, a mera circunstância de não ter sido integralmente subscrito o capital na rodada de exercício de preferência é um indicativo bastante forte de que o preço não foi atraente o suficiente para convencer toda a base acionária a subscrever, já que menos da metade do aumento foi subscrita a esse preço. Não é possível afirmar que oferecer as sobras a R\$ 5,12 teria impedido o sucesso do aumento. Porém, na ocasião do desenho da oferta, era razoável esperar que a chance seria maior de alcançá-lo a um preço inferior do que pelo mesmo preço.

51. Em termos teóricos, a máxima eficiência seria que cada acionista pudesse negociar o preço que considerasse adequado para subscrever. Assim, a companhia maximizaria a captação. Há limites práticos para isso e em alguns casos também limites legais. Porém, um preço maior para quem se dispõe adquirir uma quantidade maior é prática usual em qualquer ramo da economia. A Lei 6.404 não veda essa oferta de preços, feita da forma como a Gafisa estruturou. Foi informada inteiramente a todos os acionistas, e todos tiveram condições negociais iguais para escolher a proporção que realizariam e se iriam querer subscrever o aumento até certa quantidade (sua proporção inicial) e a um preço, ou se iriam querer participar das sobras a um preço um pouco inferior.

52. A conduta diversa que a Acusação parece exigir é ruínoza tanto para a companhia quanto para cada um de seus acionistas. Usando novamente o acionista hipotético referido no §80 do Termo de Acusação, se o preço de R\$ 4,96 fosse oferecido a todos os acionistas indistintamente, é óbvio que a subscrição teria sido total. Com isso, porém, o incentivo individual é subscrever a esse preço, e não a R\$ 5,12. Obviamente a companhia teria obtido menos recursos do que captou. *Ex ante*, a chance do sucesso seria a ainda maior, quanto menor fosse o preço unitário. Por que não oferecer a preços menores desde a primeira oportunidade, como a Acusação parece considerar que seria correto? A resposta é simples e respondo com as palavras do Diretor Otávio Yazbek, ao relatar o Processo nº RJ 2010/16884 (j. dezembro/2013):

[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.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

53. Ainda sobre a diferença de preços, trato brevemente também do Parecer de Orientação nº 5/79, mencionado pelo Relator. O documento descreve como “regra geral” o estabelecimento de um único preço para todas as ações, e, como segue o voto, “*excepcionalmente admite a fixação de preços de emissão distintos*” apenas para diferentes tipos de ações, com cotações “*significativamente díspares*” ou “*significativos índices de negociabilidade*” (§45).

54. Respeitosamente, discordo. Em primeiro lugar, parecer de orientação não é lei. Não pode prever “regra geral” nenhuma. Pode dar uma orientação acerca do entendimento de determinada composição do Colegiado. Segundo: assim como não pode estabelecer regra geral, tampouco pode estabelecer exceções. Se fosse a lei que previsse que o preço não pode ter nenhuma diferenciação, sob qualquer hipótese, certamente não seria um parecer de orientação que poderia criar exceções à lei. Para essas exceções serem válidas, teriam que estar na lei. E a lei não fala em nenhum dispositivo sobre “*cotações significativamente díspares*” nem “*índices de negociabilidade*”.

55. Assim, discordo do que se afirma no §46 do voto ora divergido, ou seja, “*a adoção de diferentes preços em um mesmo aumento de capital é excepcional e tem como pressuposto (...) corrigir a disparidade nos valores econômicos de ações de tipos distintos*”. Com a devida vênia aos responsáveis pela autarquia em 1979, essa afirmação de que preços diferentes num mesmo aumento são excepcionais teriam esse pressuposto pode até ser verdadeira para descrever o teor do tal parecer de orientação, mas não da lei.

56. É também verdadeira no aspecto fático, de ser excepcional por sua raridade. Talvez venha a ser menos excepcional se a interpretação da lei não a engessar ainda mais, por leituras restritivas da criatividade negocial, que enxergam irregularidades ao menor sinal de não ter uma previsão expressa de que algo pode ser feito, como se a autonomia privada fosse regida apenas por comandos diretos e autorizações expressas.

○ ***Retratação e mudança de entendimento***

57. Reconheço que já me manifestei, indiretamente, em sentido contrário ao que faço nesta ocasião, ao acompanhar o voto da Diretora Flávia Perlingeiro quando o Colegiado decidiu sobre a matéria. Na ocasião daquela reunião, admito não ter aprofundado a matéria o suficiente. Escolho este trecho de meu voto para registrar meu erro, pois não quero sustentar uma posição que a meu ver reduz a capacidade de geração de riqueza por mecanismos que não trazem prejuízos patrimoniais a qualquer participante do mercado. Tal interpretação, além de não ter base em lei – senão numa leitura ampliativa de um princípio – vai contra a flexibilidade e a eficiência econômica, tão importante para o desenvolvimento dos negócios em geral e, por óbvio, também do mercado de capitais.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

58. Aproveito este ponto, também, para fazer menção aos argumentos da Defesa, de que entendimentos novos não deveriam retroagir, especialmente em âmbito punitivo. Embora tal argumentação me seja cara, conforme já me manifestei em outros julgados⁸, não discorro sobre o tema pois em minha visão a manutenção dessa interpretação é incorreta e não deveria valer nem daqui para frente, muito menos deste julgamento para trás.

- **INTERESSE SOCIAL NO AUMENTO**

59. A outra dimensão em que se costuma tratar da diluição injustificada é a da desnecessidade do aumento de capital, que se embola com a ideia de “interesse social”, mas que pode ser resumida neste assunto como a efetiva necessidade de capital para financiar as atividades da empresa. A ideia pressupõe abuso, já que se não houve um interesse empresarial legítimo para obter o financiamento, quem a deliberação terá sido motivada por alguma vantagem pessoal, como uma diluição feita no intuito de apropriar-se de valor de quem não a acompanha. Nesse sentido, novamente cito Lamy Filho e Bulhões Pedreira⁹:

A única razão que pode justificar a diluição é o interesse da companhia. Se os negócios sociais exigem quantidade adicional de capital próprio que somente pode ser obtida pela via do aumento do capital social, justifica-se a subordinação do interesse individual dos acionistas (o de preservar o valor econômico de suas ações) ao interesse social de manter ou expandir as atividades da companhia. A diluição somente é legítima, entretanto, na medida em que se impõe para atender ao interesse Social¹⁰).

60. Este processo não trata da necessidade do aumento do capital. Ela não é contestada pela Acusação. O que a Acusação faz, legitimamente, é questionar a legalidade do aumento não pela falta de necessidade do capital adicional, mas pelo que entendeu ter sido a falta de compatibilidade com a lei ao fazer o aumento.

61. No contexto deste voto, foco na dimensão do valor, por duas razões. Uma é que a diluição abusiva em princípio depende de que o preço tenha sido mal-formado em favor de quem irá se beneficiar do abuso, como qualquer transação com parte relacionada, de modo que numa hipotética discussão sobre violação de interesse social num aumento de capital é inevitável que o abuso passe pela estipulação do preço de subscrição¹⁰⁻¹¹.

⁸ 19957.004715/2020-12. Rel. Pres. João Pedro Nascimento, j. em 26/3/2024; 19957.005643/2020-21, de minha relatoria, j. em 6/8/2024.

⁹ “*Abuso do Poder de Controle em Aumento do Capital Social de Banco Comercial*”, In: A. Lamy Filho e J. L. Bulhões Pedreira, *A Lei das S/A*, 1ª ed., Rio de Janeiro: Renovar, 1992, p. 503.

¹⁰ Em última análise, se a companhia não irá se beneficiar do capital adicional, a estimativa de seu valor estará supervalorizada, já que o capital adicional sem destinações proveitosas reduz sua rentabilidade, ou então beneficiários podem buscar o abuso tentando subscrever participação adicional por preços inferiores se por qualquer razão supuserem que certos acionistas, vítimas do abuso, não terão condições de subscrever naquele momento

¹¹ Uma ressalva importante é que neste processo não se está tratando de questões atinentes a essa possibilidade de abuso. Fixar um preço abaixo do de mercado no aumento tem consequências questionáveis. O incentivo para o acionista que não quer aumentar a quantidade de ações que possui é vender suas ações pelo preço de mercado e usar o dinheiro para comprar a mesma quantidade de ações, embolsando a diferença, ou então usar o dinheiro para comprar mais ações ao preço inferior. Como isso vale para todos, a tendência é o preço de mercado cair até alcançar o preço do aumento. Há outras questões também possivelmente ligadas a esse tipo de movimento, como algum acionista com influência sobre a administração que queira a realização do aumento por preço inferior ao de mercado e conte com a alta probabilidade de que nem todos os acionistas exercerão a preferência. **Tais questões não são tratadas neste processo**, pois não compõem a acusação.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

62. Em suma, a Acusação neste processo apoia-se em dois pilares: a falta de previsão legal dos critérios utilizados no aumento de capital da Gafisa e o suposto descumprimento do §1º do art. 170 da Lei 6.404 porque teria causado diluição “injustificada” em sua base acionária.

63. Claro que a falta de previsão legal não importa qualquer ilegalidade, e nisso a Defesa e os pareceres em que se baseou para fazer o aumento que têm inteira razão ao mencionar o princípio da legalidade. A questão é que ao alegar que a diluição foi *injustificada*, a Acusação traz um dispositivo cuja eventual violação torna o ato ilegal e poderia, em tese, justificar sanções.

64. Onde minha visão se afasta da do Relator e da Acusação é que entendo ter havido suficiente demonstração das razões econômicas do aumento e dos preços praticados na dinâmica de descontos escalonados.

65. Pode-se até considerar que a Companhia poderia ter sido mais cuidadosa e articulada na exposição de fundamentos por ter adotado a dinâmica que adotou, por que um desconto de 15%, por que um desconto subsequente de 3% e daí por diante. Uma maior transparência nesse sentido parece conformar-se aos critérios do art. 170, até mesmo pela baixa compreensão que as questões teóricas sobre valor econômico da empresa encontram perante tomadores de decisão, seja no mercado, seja nas instituições públicas.

66. Nessa hipótese, entendendo-se pela insuficiência de *disclosure*, até me pareceria em alguma medida plausível enquadrar o aumento como imperfeitamente *instruído*, até pela menção expressa, no inciso III do art. 170, de que o ágio ou deságio é em função de “condições do mercado”. A noção da *justificação*, cuja falta torna a diluição “injustificada”, comportaria em tal leitura uma dimensão procedimental, ou seja, de transparência das razões que compuseram a decisão da administração.

67. Porém, como a Acusação pautou-se na questão de supostos prejuízos, entendo, por tudo o que já expus neste voto, que estes não ocorreram em decorrência do que está alegado na peça acusatória. Respeito a opinião legítima de que a lei deveria ter por tutela a eventual limitação orçamentária de investidores. Contudo, penso que na forma em que o aumento foi feito, a circunstância de que uns puderam optar por subscrever uma quantidade maior de ações, levando a um preço médio inferior, não constitui um prejuízo, na acepção econômica nem em qualquer aspecto patrimonial. Foi oferecida a todos igualmente e no mesmo momento, e condicionou o preço inferior à subscrição de uma quantidade maior de ações, o que em última análise permitiu uma maior captação total de capital, em benefício da coletividade dos investidores.

Causa-me até certa estranheza que a acusação não tenha sido acompanhada de uma alegação de violação a deveres fiduciários. Se a decisão foi prejudicial aos acionistas ou à companhia, a ponto de determinar o entendimento por sua ilegalidade, quem tomou a decisão terá violado seus deveres ou, do contrário, não haveria o que se punir. A opção por não acusar uma quebra de dever de lealdade ou no mínimo de diligência parece cumprir uma função de julgamento prévio pela própria esfera acusatória de que a decisão não foi tomada de má-fé ou mesmo de maneira descuidada, pelo que sequer se compreende que bem jurídico estaria sendo alegadamente violado.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

CONCLUSÃO

68. Pelo exposto, voto pela absolvição dos Defendentes Eduardo Jácome, Leo Simpson, Thomas Reichenheim, Roberto Portella, Antônio Romanoski e Nelson Tanure das acusações que lhes são feitas de violação do art. 170, §1º, da Lei 6.404, acompanhando o Relator no que tange à absolvição de Roberto Portella pela imputação de infração ao art. 170, §7º da Lei 6.404.

Brasília, 29 de outubro de 2024.

João Accioly

Diretor