



## 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](http://www.cvm.gov.br)

### PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº 19957.010613/2019-01

Reg. Col. 2618/22

- Acusados:** Ademir Baretta; Daniel Vargas de Farias; Everton Santos Oltramari; Urbano Schmitt; Vera Inês Salgueiro Lermen; Vicente Paulo Mattos de Brito Pereira
- Assunto:** Apurar responsabilidade de membros do conselho de administração da Companhia Estadual de Geração e Transmissão de Energia Elétrica - CEEE-GT por infração aos arts. 153 e 154 da Lei nº 6.404/1976
- Relatora:** Diretora Marina Copola
- Voto:** João Accioly

#### VOTO

##### I. EM SUMA:

1. Acompanho parcialmente o voto da Ilustre Relatora. Concordo com sua análise das preliminares. No mérito, dirijo do entendimento sobre a violação dos deveres do art. 154. Julgo que, além de terem sido diligentes, os acusados também respeitaram o interesse social da CEEE-GT, não o sacrificando para favorecer a CEEE-D ou o “Grupo CEEE”. Atender ao interesse de um grupo pode, realmente, passar pelo sacrifício de um de seus integrantes em prol do interesse do controlador. E isso é vedado Porém, se todas as empresas de um grupo tiverem seus interesses atendidos, o interesse do grupo também será atendido e é isso o que me parece ter havido nesse caso.
2. Neste voto trato de início do dever de diligência. Embora veja-o cumprido, parece-me relevante traçar algumas considerações sobre a simultaneidade de diferentes interesses defendidos pelos administradores, que eram conselheiros tanto da mutuante quanto da mutuária. A meu ver, isto descaracteriza a decisão como “desinteressada” e faz com que não se aplique a *business judgment rule*, ou seja, seja necessário avaliar o mérito da operação. Todavia, concordo com a Relatora, quando ela conclui “*que não houve propriamente falta de diligência*”.
3. Em seguida, apresento as razões pelas quais, ao avaliar o mérito da decisão, entendo-a compatível com a finalidade e com o interesse da companhia.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

### II. DEVER DE DILIGÊNCIA

- **Requisitos da *business judgment rule* não atendidos por inteiro**

4. Como esta é uma divergência, me parece importante delinear bem os limites do que estou divergindo. Como bem diz a relatora, não há na lei brasileira uma obrigatoriedade da aplicação da *business judgment rule* (§43 do voto). Em todo caso, também concordo que ela oferece boas referências como padrão de revisão para o art. 153.

5. Concordo com a análise de que os conselheiros não tinham interesse pessoal na decisão que aprovou o termo aditivo. Também concordo com o critério de não tratar o administrador como *longa manus* de quem o indicou. A meu ver, como a decisão foi refletida e informada, a diligência está adequadamente demonstrada. Ela não foi “desinteressada” na acepção que a expressão possui na teoria da regra da decisão negocial, mas, como bem aponta a Relatora, “*este é um elemento que extrapola a leitura fria do art. 153*” da LSA.

6. Após os debates do Colegiado que antecederam este julgamento, estas considerações não constituem uma divergência de fundamentação, mas as apresento complementarmente para aprofundar as razões pelas quais que considero cumprido o dever de diligência, ainda que não preenchidos os requisitos para não exame do mérito negocial.

7. Pois bem. Se aplicada a *business judgment rule* de maneira parecida com a observada em sua jurisdição de origem, a operação não atende aos três requisitos para não ter seu mérito avaliado. Como os conselheiros compunham os conselhos de administração dos dois lados da operação, a decisão não é desinteressada. Uma vez não preenchidos todos os requisitos, a operação deve ser avaliada pelo critério da *entire fairness*, que inclui o exame dos termos do negócio para saber se foi vantajoso para a companhia e não apenas para sua contraparte.

8. Segue um trecho de *Weinberg v. UOP*:

Given the absence of any attempt to structure this transaction on an arm's length basis, Signal cannot escape the effects of the conflicts it faced, particularly when its designees on UOP's board did not totally abstain from participation in the matter. There is no "safe harbor" for such divided loyalties in Delaware. **When directors of a Delaware corporation are on both sides of a transaction, they are required to demonstrate their utmost good faith and the most scrupulous inherent fairness of the bargain.** *Gottlieb v. Heyden Chemical Corp.*, Del.Supr., [91 A.2d 57, 57-58](#) (1952). The requirement of fairness is unflinching in its demand that **where one stands on both sides of a transaction, he has the burden of establishing its entire fairness**, sufficient to pass the test of careful scrutiny by the courts. *Sterling v. Mayflower Hotel Corp.*, Del.Supr., [93 A.2d 107, 110](#) (1952); *Bastian v. Bourns, Inc.*, Del. Ch. , [256 A.2d 680, 681](#) (1969), *aff'd*, Del.Supr., [278 A.2d 467](#) (1970); *David J. Greene Co. v. Dunhill International Inc.*, Del. Ch. , [249 A.2d 427, 431](#) (1968).

**There is no dilution of this obligation where one holds dual or multiple directorships**, as in a parent-subsiary context. *Levien v. Sinclair Oil Corp.*, Del. Ch. , [261 A.2d 911, 915](#) (1969). Thus, **individuals who act in a dual capacity as**



### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

**directors of two corporations**, one of whom is parent and the other subsidiary, **owe the same duty of good management to both corporations**, and in the absence of an independent negotiating structure (see note 7, *supra*), or the directors' total abstention from any participation in the matter, this duty is to be exercised in light of what is best for both companies. *Warshaw v. Calhoun*, Del.Supr., 221 A.2d 487, 492 (1966). The record demonstrates that Signal has not met this obligation<sup>1</sup>.

9. Apesar de a decisão não ter sido “desinteressada”, no sentido que entendo necessário para que se lhe aplique a regra da decisão negocial, o art. 153 fala em “cuidado e diligência”, não em ausência de outros interesses, que são mencionados no art. 156.

10. Porém, o conceito de *decisão interessada* para afastar a BJR não pode, por incompatibilidade lógica, ser exatamente o mesmo conceito de “*interesse conflitante*” que impede o administrador de decidir, presente no art. 156. Se fosse, não haveria violação do dever previsto no 153, de diligência, sem violação do dever previsto no art. 156, de não agir em conflito ao interesse da companhia. O administrador *pode* agir com mais de um interesse sendo afetado por suas decisões, como no caso em que é administrador das duas partes de um contrato. Porém, se optar por assim agir, abre mão da proteção da *business judgment rule* e sujeita-se a um escrutínio sobre o mérito da decisão, a fim de verificar se respeitou os interesses devidos ao tomá-lo.

11. A meu ver, basta um potencial nítido de decidir de maneira não isenta, por ser devedor de lealdade aos dois lados da operação simultaneamente, para tornar a decisão *interessada* e assim tornar necessário o exame de seus termos, para conferir se ela foi tomada com respeito ao dever de lealdade, em sentido amplo (isto é, abrangendo os artigos 154, 155, 156 e 245<sup>2</sup>).

12. A manifestação do Diretor Marcos Pinto no precedente mencionado no §66 do ilustre voto de relatoria, PA CVM nº RJ2007/3453, já traz, de certa maneira, essa previsão, pois, após dizer que “não se pode presumir que o administrador é a *longa manus* do controlador, nem mesmo quando o administrador é empregado do controlador”, afirma:

---

<sup>1</sup> Dada a ausência de qualquer tentativa de estruturar esta transação em bases de independência, a Signal não pode escapar dos efeitos dos conflitos que enfrentou, especialmente quando seus representantes no conselho de administração da UOP não se abstiveram totalmente de participar da questão. Não há “porto seguro” para essas lealdades divididas em Delaware. Quando conselheiros de administração de uma companhia de Delaware estão em ambos os lados de uma transação, eles são obrigados a demonstrar sua mais alta boa-fé e a mais rigorosa imparcialidade inerente ao negócio. *Gottlieb v. Heyden Chemical Corp.*, Del.Supr., 91 A.2d 57, 57-58 (1952). A exigência de equidade é inflexível em sua demanda de que, quando alguém está em ambos os lados de uma transação, cabe a ele o ônus de estabelecer sua plena imparcialidade, suficiente para passar pelo exame minucioso dos tribunais. *Sterling v. Mayflower Hotel Corp.*, Del.Supr., 93 A.2d 107, 110 (1952); *Bastian v. Bourns, Inc.*, Del. Ch., 256 A.2d 680, 681 (1969), *aff'd*, Del.Supr., 278 A.2d 467 (1970); *David J. Greene Co. v. Dunhill International Inc.*, Del. Ch., 249 A.2d 427, 431 (1968).

Não há atenuação dessa obrigação quando alguém ocupa duplas ou múltiplas funções como conselheiro de administração, como no contexto de relações entre controladora e subsidiária. *Levien v. Sinclair Oil Corp.*, Del. Ch., 261 A.2d 911, 915 (1969). Assim, indivíduos que atuam em dupla capacidade como conselheiros de duas companhias, uma das quais é controladora e a outra subsidiária, devem o mesmo dever de boa gestão a ambas as corporações e, na ausência de uma estrutura independente de negociação (ver nota 7, *supra*), ou da abstenção total dos diretores de qualquer participação na questão, esse dever deve ser exercido tendo em vista o que é melhor para ambas as empresas. *Warshaw v. Calhoun*, Del.Supr., 221 A.2d 487, 492 (1966). O registro demonstra que a Signal não cumpriu essa obrigação.

<sup>2</sup> A lei brasileira não tem uma organização tão precisa ao falar dos chamados “deveres fiduciários” – tanto assim, que eles não têm essa denominação na lei. Os deveres de diligência e de lealdade estão espalhados por todo o diploma, não apenas nas seções intituladas pelos respectivos nomes.



#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

16. É óbvio que a independência dos administradores está de certa forma comprometida em negócios que envolvam o acionista majoritário. É igualmente óbvio que a atuação dos administradores nesses negócios exige uma supervisão mais rigorosa por parte do Poder Judiciário e da CVM, como ressaltei no PAS CVM nº 8/05, julgado em 12 de dezembro de 2007.

17. Isso não significa, contudo, que devamos excluir o administrador do processo decisório. A meu ver, o art. 156 da Lei nº 6.404/76 não autoriza essa conclusão. Entendo que o caminho a seguir – o caminho adotado pela Lei nº 6.404/76 – seja fiscalizar, de maneira rigorosa, o cumprimento dos deveres fiduciários previstos nos arts. 154, 155 e 245 da lei.

13. Ou seja, aquele voto já reconhecia que uma coisa é concluir que administradores nessa condição podem participar da decisão/deliberação, outra é a revisão de seu ato pelo julgador, que deve ser mais rigorosa (o que entendo incluir o exame do mérito do negócio vis-à-vis o interesse da companhia). O Colegiado, na decisão sobre o caso, em 4.3.2008, seguiu esse entendimento, mas também devolveu o processo à SEP para que a área examinasse a conveniência de abrir um procedimento administrativo para a apuração da conduta dos conselheiros da Companhia que também eram administradores de outras empresas do grupo.

14. É o que me parece acontecer neste caso, em que a conduta dos conselheiros está sendo examinada justamente por também administrarem a mutuária. Acompanho a Relatora, quando conclui que a conduta foi informada e refletida, mas também ressalto que os conselheiros eram os mesmos na coligada, CEEE-D, e na controladora, CEEE-Par. Assim, tendo a decisão sido refletida e informada, me parece razoável concluir que cumpriu o dever de diligência nos termos em que é definido no art. 153. Por não ser *desinteressada*, porém, seu mérito deve ser analisado a fim de verificar sua comutatividade e sua adequação aos interesses da companhia.

15. No fim das contas, entendo que esse caminho é parecido com o traçado pela Relatora, que adentra a análise do mérito da operação em seu voto, com trechos em que, em certa medida, parece substituir-se à figura do administrador. Por exemplo, ao tratar das condições do empréstimo, em que refuta o argumento dos acusados de que a remuneração era a mesma que a que a CEEE-GT obteria se não emprestasse o dinheiro para a CEEE-D, apontando que o empréstimo à coligada traria maior risco e menor liquidez que a alternativa. Entendo, porém, que é cabível essa análise. Ela é exatamente a decorrência do não atendimento dos requisitos da regra de decisão negocial.

16. Nesse sentido, para se chegar à conclusão de que os acusados não atuaram no interesse do controlador ou de outros interesses estranhos aos da sociedade, que configurassem desvio de finalidade, é necessário analisar o mérito da operação. Os procedimentos, por si sós, até poderiam ser indicativos de atuação no interesse do controlador, mas uma conclusão sólida só pode ser atestada, a meu ver, quando se analisa a operação por seus termos e condições e se verifica que não houve rompimento da comutatividade em favor de interesse estranho ao da companhia.



### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

17. Assim, concordo com a conclusão da Diretora Relatora de que o dever de diligência foi devidamente cumprido, pois também concordo com sua análise e seu entendimento sobre a decisão ter sido suficientemente refletida e informada.

### III - DESVIO DE FINALIDADE

- *Contexto da realidade o grupo CEEE e das relações entre seus passivos e ativos*

18. O histórico da CEEE relevante para este caso tem início a meu ver já na ocasião da cisão entre CEEE-D e CEEE-GT em 2006, quando elas são criadas.

19. Naquele momento, a agência reguladora decide regular o setor permitindo expressamente que uma possa emprestar para a outra, sob critérios de estrita comutatividade. Existe uma lógica alocativa aí: de um lado o desenho regulatório para o setor separa as operações de geração e transmissão daquelas de distribuição, para buscar determinados ganhos de governança e concorrência; de outro lado, assegurou um compartilhamento de passivos, com a solidariedade trabalhista e previdenciária, previstas desde sua gênese como estruturais ao modelo desenhado para o setor. Considerando o compartilhamento de passivos pela solidariedade, decidiu-se manter possível o acesso ao caixa da companhia que com o tempo se revelasse mais rentável, mediante condições que não a prejudicassem individualmente. Trata-se de escolha prudente em sede de uma alocação artificial de ativos e passivos (no sentido de ter decorrido de decisões tomadas politicamente em âmbito de desenho de matriz regulatória, sujeito a mais erros que as decisões voluntárias de mercado):

Resolução Normativa ANEEL nº 699/2016:

Art. 6º Os contratos entre Agentes do Setor Elétrico e suas Partes Relacionadas cujo objeto compreenda fornecimento de tecnologia, prestação de serviços, **mútuo pecuniário** e compartilhamento de infraestrutura ou de recursos humanos devem observar, em complemento às Regras Gerais, as Regras previstas neste Capítulo.

Art. 9º. Na hipótese de o delegatário de serviço público de energia elétrica figurar na **condição de mutuante**, deverão ser observadas as seguintes regras:

I - o mutuante deverá, durante a vigência do contrato, apresentar superávit financeiro anual e permanecer adimplente com suas obrigações tributárias, previdenciárias, trabalhistas e setoriais;

II - o prazo do contrato não poderá ultrapassar 24 (vinte e quatro) meses;

III - o mutuante não poderá ter outros contratos de mútuo ativo em situação de inadimplência por parte do mesmo mutuário; e

**IV – o mutuário deverá investir a totalidade dos recursos captados em serviços públicos de energia elétrica.**

20. A regulamentação nesse ponto tem uma preocupação nitidamente societária, ao autorizar empréstimos, mas exigir condições estritamente comutativas quando entre partes relacionadas. Isto é natural pois o desenho regulatório foi voltado a permitir a participação de investidores de mercado, o que requer requisitos de governança voltados a assegurar o



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

adequado respeito aos interesses de cada companhia – exatamente o mesmo bem jurídico de que se cuida neste processo. Seguem os dispositivos:

Art. 2º Para fins do disposto nesta Resolução, considera-se:

VI - A comutatividade da contratação é verificada quando suas cláusulas econômicas e financeiras são compatíveis com as praticadas no mercado em atos ou negócios jurídicos versando sobre bens ou serviços substitutos.

Art. 3º Os atos e negócios jurídicos **entre Agentes do Setor Elétrico e suas Partes Relacionadas devem ser estabelecidos em condições estritamente comutativas**, incluindo, quando couber, processos licitatórios, de forma a não onerar as partes desproporcionalmente.

21. Isso faz com que a governança das transações com partes relacionadas, no setor elétrico, na prática conte adicionalmente com a decisão final da agência reguladora. Se não houvesse tal previsão, a companhia já estaria obrigada a observar condições comutativas, pois a Lei das S.A. faz a exigência, mas o controle dessa obrigação estaria a cargo apenas dos acionistas, no âmbito privado, e no âmbito estatal apenas a cargo da CVM. Ocorre que a regulamentação setorial foi além e incluiu a agência reguladora diretamente na governança da tomada da decisão de emprestar para parte relacionada. Não é nem que lhe caiba apenas fiscalizar, mas autorizar previamente. A decisão, em última instância, é da própria agência reguladora. Ela decide cindir, prevê que as cindidas podem financiar-se entre si, desde que as condições sejam comutativas, conforme decisão final da própria agência reguladora.

- ***A operação diante desse contexto***

22. Diante dessa infraestrutura regulatória, eis como vejo a sequência dos fatos. Primeiro, as administrações das companhias (compostas essencialmente pelas mesmas pessoas, à exceção de dois conselheiros na CEEE-GT) constatarem que a CEEE-D precisa de dinheiro e a CEEE-GT tem disponibilidade de caixa – situação que a regulamentação setorial previu ao determinar que a CEEE fosse dividida entre essas duas. Daí consideram a hipótese de a superavitária emprestar para a deficitária.

23. O problema é só da CEEE-D? Não, por duas razões: Uma é que a CEEE-D é, se não a principal, uma das principais consumidoras da CEEE-GT. Se a CEEE-D tiver um problema de solvência, corre risco de ter sua operação afetada, e assim deixar de consumir ou deixar de pagar para a CEEE-GT. A segunda é que, na ocasião da criação das empresas, a CEEE-GT ficou como devedora solidária de dívidas de complexa administração, como trabalhista e previdenciária (além de o CDC prever a responsabilidade solidária dentro da cadeia de fornecimento). Assim, se CEEE-D tiver um problema de solvência, a CEEE-GT adquire um passivo significativo. Esse passivo, porém, corresponde a um ativo frágil: o direito de regresso contra uma empresa, nessa hipótese, já insolvente.

24. Que opções a CEEE-GT tem diante desse cenário? Deixar a CEEE-D tentar algum empréstimo no mercado, a taxas maiores do que a que a CEEE-GT poderia emprestar (pois é





### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

regulamentada). A depender do financiamento que a CEEE-D obtivesse, a CEEE-GT poderia seguir ameaçada, pois se tivesse problemas para pagar esse financiamento, volta o risco de solvência e com ele os problemas já mencionados. Seria melhor para a CEEE-GT que a CEEE-D conseguisse outra fonte de financiamento? Talvez sim, dependendo das condições. Porém, a acusação não demonstrou que isso era possível ou de que forma, e inverte o ônus exigindo a demonstração contrária dos defendentes, em violação à presunção de regularidade e boa-fé – ainda mais quando previamente aprovados por uma agência reguladora que examinou a fundo a operação antes de aprová-la.

25. As administrações então consultam a regulamentação e constataam: qual o destino possível para a sobra de caixa da CEEE-GT? As regras vigentes determinavam que o excedente precisava ser aplicado nos termos do Sistema Integrado de Administração da Caixa/SIAAC/BANRISUL (cf. Decreto Estadual nº 33.959/91), com retorno de 100% do CDI. Seria possível emprestar para a CEEE-D? A regulamentação responde: sim, desde que: (i) seja comutativo e (ii) a ANEEL aprove previamente, atestando a comutatividade e a adequação do empréstimo às finalidades do setor. Aí a administração decide fazer o empréstimo. Mas é uma decisão sujeita a condição suspensiva: quem decide aprovar, mesmo, é a ANEEL.

26. O ilustre voto da Relatora, apesar de reconhecer que “*o Aditivo foi celebrado em termos considerados comutativos pela ANEEL*”, argumenta que a aprovação da agência reguladora deve ser avaliada com reserva, pois a análise do aditivo por aquela agência, em sua visão, não teria adentrado “a espécie de juízo exigido pelo art. 154” da LSA ao restringir-se à verificação da comutatividade. Dessa forma, para a Relatora, a aprovação da ANEEL não seria relevante para verificar o interesse da Companhia na aprovação do Aditivo.

27. Com a devida vênia, discordo. O juízo do art. 154 é a adequação do negócio aos fins e no interesse da companhia, que, em suma, são principalmente os de gerar e transmitir energia elétrica, conforme alínea (a) de seu objeto social<sup>3</sup>. Não foi outra coisa que fez a ANEEL. É verdade que destinou mais considerações à CEEE-D, mas isto é inevitável já que não há como se negar que a origem dos problemas estava nela. O que também não há como negar, porém, é que os problemas da CEEE-D eram também da CEEE-GT. Por que não usar o caixa para evitar esses problemas?

---

<sup>3</sup> Art. 3º - A Companhia tem por objeto: a) Projetar, construir e explorar sistemas de geração, transmissão e comercialização de energia elétrica, e serviços correlatos à realização de suas finalidades principais, inclusive a importação de materiais e equipamentos de energia elétrica, para seu uso próprio; b) Prestar serviços de natureza pública ou privada, no setor de geração e transmissão de energia elétrica; c) Explorar sua infraestrutura a fim de desenvolver atividades na área de transmissão de informações eletrônicas, comunicações e controles eletrônicos e de telefonia, com a produção de receitas alternativas, complementares ou acessórias, inclusive provenientes de projetos associados; d) Exercer atividades relacionadas direta ou indiretamente com seu objeto social; e) Utilizar sua infraestrutura para a prestação de serviços, visando à produção de outras receitas; e f) Participar de consórcios ou de sociedades com empresas privadas ou públicas, constituídas para o fim de desenvolver atividades que guardem identidade com as definidas em seus objetivos sociais.



### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

28. Assim, mesmo que a ANEEL não tenha avaliado nomeadamente o atendimento ao art. 154, sua avaliação certamente levou em conta que a CEEE-GT estava ameaçada pela ruína da CEEE-D e que o empréstimo tinha o objetivo de retirar ou ao menos mitigar esse evento risco que afetava a própria CEEE-GT. A aprovação da ANEEL, portanto, pode ser lida no sentido de atestar que o Aditivo não sacrificava a CEEE-GT para beneficiar o grupo.
29. Ademais, mesmo que a análise da ANEEL não tenha se aprofundado na medida necessária para atestar o cumprimento do dever de lealdade dos Defendentes, seu aprofundamento neste processo a meus olhos o atesta.
30. Observe-se que para a consecução do objetivo principal da Companhia, de gerar e transmitir energia elétrica, o objeto social prevê em sua alínea (d) a realização de atividades relacionadas direta ou indiretamente com seu objeto social, estando, certamente, entre essas atividades, o mútuo entre partes relacionadas desde que comutativo, conforme previsto no art. 6º da então vigente Resolução Normativa ANEEL nº 699/2016<sup>4</sup>.
31. A regulamentação do setor da economia em que a empresa opera compõe as regras do jogo. A acusação tem uma visão reducionista do que é o objeto de uma empresa. O objeto social é parte do que é o contrato constituinte da empresa. Se os administradores saem do objeto, podem vir a responder por prejuízos causados aos investidores. O objeto social diz o setor que a empresa atua. Não as modalidades de negócio jurídico que ela pode ou não fazer. Não se diz: “compra e venda, locação, mútuos, derivativos, alienação fiduciária, financiamento a fornecedores, financiamento junto a fornecedores, negócios a prazo, operações de tesouraria”. Isso deveria ser óbvio para o regulador do mercado de capitais.
32. Não dá para dizer que não faz parte do objeto social algo que a regulamentação do setor prevê desde antes e como pressuposto da criação da própria empresa. Seria de um formalismo excessivo. Nisso, concordo com a Relatora.
33. Também concordo com o que o voto de relatoria afirma sobre não poder o controlador, num grupo, sacrificar interesses de um para beneficiar os outros. Neste caso, o controlador tinha exatamente o mesmo percentual em ambas as companhias, o que já fragiliza a tese de que poderia querer sacrificar a empresa em que tem menos participação para beneficiar aquela em que tem maior participação, mesmo tendo a Companhia cerca de 700 outros acionistas, que, não obstante, possuíam somente cerca de 1,49% de seu capital social. O percentual

---

<sup>4</sup> Art. 6º. Os **contratos entre Agentes do Setor Elétrico e suas Partes Relacionadas** cujo objeto compreenda fornecimento de tecnologia, prestação de serviços, **mútuo pecuniário** e compartilhamento de infraestrutura ou de recursos humanos devem observar, em complemento às Regras Gerais, as Regras previstas neste Capítulo.

Na hipótese de o delegatário de serviço público de energia elétrica figurar na **condição de mutuante**, deverão ser observadas as seguintes regras: (...)IV – o mutuário deverá investir a totalidade dos recursos captados em serviços públicos de energia elétrica.





### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

idêntico não afasta por si só a possibilidade de abuso, pois se pode ser financeiramente indiferente o resultado que se compensa, qualquer outro motivo não financeiro pode ser o critério de desempate – e nisso, não poderia sacrificar minoritários de uma delas. Mas qual teria sido esse outro interesse? A acusação não faz essa demonstração. E mais que isso, não me parece ter demonstrado em que o negócio teria prejudicado a CEEE-GT.

34. Pelo contrário. Pelo que observo nos autos, a empresa recebeu a mesma remuneração que receberia se não tivesse aprovado o aditamento. Concordo com a Relatora que há mais variáveis a serem consideradas, como risco e liquidez. Mas até uma taxa de remuneração inferior poderia ter sido compensada pela expectativa, satisfatoriamente fundamentada, de que a CEEE-D poderia ter problemas que lhe empurrasse para problemas de insolvência. Assim, um maior risco e uma menor liquidez do empréstimo me parecem muito razoavelmente compensados pela redução esperada no risco dos problemas aparentemente mais graves que decorreriam da contaminação que a crise da CEEE-D traria para a CEEE-GT.

35. Em seu voto, a Relatora entende que apenas o interesse da CEEE-D teria sido perseguido, ou “do grupo” indistintamente. Tenho uma percepção diferente dos fatos. No Ofício que a CEEE-GT enviar para a ANEEL (0889359, fls. 330-336), a demonstração da comutatividade inclui expressamente algumas vantagens financeiras para a CEEE-GT (mutuante):

"...o aditivo em questão não versa tão somente sobre a ampliação do empréstimo, mas inova, alocando obrigações mensais à mutuária, com amortizações mínimas dos encargos remuneratórios que serão gerados na CEEE-GT, sob pena de aplicação de multa. Em linha com a comutatividade da operação, essa trava é bastante relevante, na medida em que protege financeiramente a mutuante dos desembolsos fiscais de PIS/COFINS sobre a receita gerada no mês.

"Ainda estão previstas amortizações coercitivas de no mínimo 20% do saldo devedor, a cada início de semestre (...) também sob pena de aplicação de multa moratória".

36. No próprio instrumento contratual do termo aditivo, não vejo espaço para dúvida sobre a solidariedade que a CEEE-GT tem sobre os passivos da CEEE-D foi considerada como razão determinante do negócio, pois é o primeiro considerando mencionado:

Pelo presente instrumento particular de um lado, **COMPANHIA ESTADUAL DE DISTRIBUIÇÃO DE ENERGIA ELÉTRICA – CEEE-D**, inscrita no CNPJ/MF sob o n.º 08.467.115/0001-00 e com sede na Av. Joaquim Porto Vilanova, n.º 201, Prédio A1, Bairro Jardim Carvalho - Porto Alegre/RS, CEP 91410-400, doravante denominada **CEEE-D**,

e de outro lado,

**COMPANHIA ESTADUAL DE GERAÇÃO E TRANSMISSÃO DE ENERGIA ELÉTRICA – CEEE-GT**, inscrita no CNPJ/MF sob o n.º 92.715.812/0001-31 e com sede na Av. Joaquim Porto Vilanova, n.º 201, Prédio A1, Bairro Jardim Carvalho - Porto Alegre/RS, CEP 91410-400, doravante denominada **CEEE-GT**,

Tem entre si, como justo e contratado, o que se contém nas seguintes cláusulas, considerando:

- a) A solidariedade entre as empresas CEEE-D e CEEE-GT nos termos da Lei Estadual nº 12.593, de 13 de setembro de 2006, que aprovou a reestruturação societária e patrimonial da CEEE;



#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

37. A ANEEL inclusive se manifesta expressamente sobre os impactos negativos que os problemas da CEEE-D trariam para a CEEE-GT, ao analisar o negócio submetido a sua prévia aprovação (0889359, fls. 311-317):

24. Evidentemente, há preocupação da ANEEL em evitar que a CEEE-GT seja indevidamente contaminada com os problemas estruturais que afligem a CEEE-D. Por esse motivo, entende-se razoável limitar o escopo da proposta de deliberação que apresentamos neste Voto ao pedido inicial, de novação da dívida relativa ao saldo devedor do Contrato de Mútuo anterior, no valor estimado de cerca de R\$ 72 milhões.

38. Dessa maneira, entendo que os Defendentes demonstraram satisfatoriamente terem agido em atendimento aos deveres impostos pelo art. 154 da LSA.

- *Interesse do grupo não necessariamente contraria o de suas partes*

39. A noção de que o negócio teria sido no interesse “do grupo”, conforme determinado pela esfera decisória detentora do controle, não necessariamente pressupõe que o interesse foi apenas do controlador. O interesse da companhia é, por definição legal, o que sua administração ou a maioria do seu capital, conforme o caso, decidem, sujeitos aos deveres previstos na lei. Se o controlador decidiu, isso não é em si um problema. Há problema quando essa decisão se dá **em detrimento** de uma das integrantes do grupo.

40. A Acusação parece-me subverter o princípio majoritário e a governança da companhia ao tratar a manifestação dos conselheiros que votaram em minoria como se fosse mais legítima. Não é. Ela foi uma posição que não prevaleceu. Até é compreensível e correto que mereça uma atenção especial, por ter vindo dos conselheiros independentes numa operação entre partes relacionadas. Mas, dada a merecida atenção, a meu ver a conclusão é a de que nada foi identificado que mostre qualquer tipo de prejuízo ou atuação descuidada com os interesses específicos da companhia, ou ainda pior, contrária a esses interesses para privilegiar outros do mesmo grupo.

41. O ônus da acusação é o de mostrar a violação ao interesse da companhia. Dizer que uma decisão trouxe alguma vantagem para outra empresa do grupo nada importa no exame sobre eventual desvio de finalidade ou qualquer outra forma de deslealdade. Afinal, qualquer negócio só é realizado se ambas as partes esperam obter vantagens. Não há por que ser diferente se ambas forem do mesmo grupo. O que é delicado é encontrar, em operações entre partes relacionadas, regiões em que as vantagens são recíprocas, como ocorre naturalmente nas negociações comerciais em que cada parte age independentemente (sendo justamente por isso que cabe o escrutínio adicional nesses casos).



#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

42. A acusação parece questionar a circunstância de que há referência a que a decisão teria sido tomada “na administração do grupo” ou esferas acima da companhia. Seguem alguns trechos nesse sentido:

26. Ainda que a Companhia afirme indiretamente que não houve alteração em seu programa de investimentos, não foi possível identificar, nas informações acostadas ao presente processo, as razões pelas quais a celebração do contrato de mútuo atende aos interesses da Companhia (...).

27. Pelo contrário, a Companhia afirma que “o contrato de mútuo foi uma opção adotada dentro do grupo empresarial”, **colocando o interesse do grupo empresarial acima do interesse da Companhia**, que tem seus próprios acionistas e deveria ter independência para decidir como melhor alocar seus recursos (...).

43. No caso concreto, verifica-se que, ao aprovar a celebração do aditivo ao contrato de mútuo de forma a disponibilizar caixa da Companhia à sociedade coligada (CEEE-D), **os Conselheiros (...) aprovaram operação decidida no âmbito do grupo econômico controlador da Companhia**, sem levar em conta a individualidade da Companhia (...).

43. De certa maneira, vejo aí uma certa imprecisão na compreensão da realidade de governança que marcou algumas acusações que o Colegiado acertadamente reconheceu infundadas, de abuso do poder de controle pela adoção das cláusulas nos acordos de acionista que vinculam a manifestação de conselheiros às decisões tomadas nas reuniões prévias, como nos casos 19957.011341/2018-77 e 19957.004415/2016-57, de que transcrevo as seguintes passagens de minhas manifestações:

18. (...) A vontade da companhia é *definida* pela sua estrutura de controle. Assim, enquanto a Acusação em seu item 62 afirma que a Eldorado “*subordinou os interesses da Companhia aos desejos do acionista controlador*”, são sim as decisões do controlador que constituem os interesses da companhia. Elas decorrem dos julgamentos e, caso se queira usar a palavra, “*desejos*” dos acionistas com maioria do capital social. Apenas ocorre que esses desejos não podem ser arbitrários e possuem limites – aqueles expressamente previstos, seja em disposições legais diretas, seja em disposições contratuais como os direitos de veto que havia no caso dos autos. Onde não haja limites expressos, eles advêm dos deveres fiduciários, especialmente o de lealdade, devendo o controlador definir o interesse da companhia naquilo que seja vantajosa para a coletividade dos acionistas.

44. Assim, parece-me perigosa a mensagem que este caso transmitirá para os regulados, ao condenar conselheiros por aprovarem uma operação benéfica a uma das empresas do grupo, sem que demonstração de qualquer prejuízo à outra empresa do grupo que integrou o contrato – apenas porque na descrição de como foi o processo decisório consta que a decisão teria sido voltada a buscar o interesse do grupo como um todo. Se todas as empresas de um grupo tiverem seus interesses atendidos, é óbvio que também o grupo será beneficiado.

45. Aplicando-se o mesmo raciocínio a uma companhia, dizer que o interesse “da companhia” foi atendido poderia dar margem a uma interpretação de que houve desvio de finalidade, apenas porque um conselheiro teria tomado uma decisão que atendeu a um interesse do grupo de acionistas que o elegeu.



#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

46. O problema não é beneficiar esta ou aquela parte. Beneficiar é o objetivo: obter vantagens a todos os interessados. O problema é faltar com os deveres que delimitam a discricionariedade, e a meu ver os autos revelam suficientemente não apenas a comutatividade como também a inteira compatibilidade com o objeto e as finalidades da companhia.

#### IV – CONCLUSÃO

47. Por todo o exposto, voto pela **absolvição** de todos os Defendentes da acusação de violação ao dever de diligência, acompanhando a Diretora Relatora. Divirjo para votar também pela **absolvição** de todos os Defendentes da acusação de desvio de finalidade.

Brasília, 29 de outubro de 2024.

**João Accioly**

Diretor