



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

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

I. INTRODUÇÃO

1. Como descrito no relatório¹, trata-se de PAS instaurado pela SEP para apurar a responsabilidade de Ademir Baretta, Daniel Vargas de Farias, Everton Santos Oltramari, Urbano Schmitt, Vera Inês Salgueiro Lermen, presidente do órgão, e Vicente Paulo Mattos de Brito Pereira, na qualidade de membros do conselho de administração da CEEE-GT, por supostas irregularidades na aprovação do Aditivo, em reunião realizada em 18/06/2018.
2. Para a Acusação, ao deliberarem nesse sentido, os acusados teriam atuado com desvio de finalidade, em violação ao art. 154 da Lei nº 6.404/1976, pois teriam agido em benefício do grupo econômico controlador da Companhia, sem considerar os interesses individuais da CEEE-GT ou o seu objeto social. A SEP assim entendeu porque a transferência de recursos para a CEEE-D decorrente da celebração do Aditivo seria uma opção adotada no âmbito do grupo CEEE, no qual a composição das diretorias colegiadas e dos conselhos de administração

¹ Os termos iniciados em letras maiúsculas que não estiverem aqui definidos têm o significado que lhes é atribuído no relatório deste PAS.



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

www.cvm.gov.br

da CEEE-Par e de suas controladas era praticamente idêntica, exceto pelos dois conselheiros da Companhia que votaram contra a operação.

3. Além disso, a área técnica entende que os acusados teriam descumprido seu dever de diligência, em violação ao art. 153 da Lei nº 6.404/1976, pois não teriam analisado alternativas para a alocação dos recursos disponibilizados à CEEE-D em decorrência da celebração do Aditivo no âmbito dos negócios da Companhia, tampouco quais seriam as razões negociais que justificariam essa operação.

II. PRELIMINARES

4. Antes de analisar o mérito deste PAS, trato das três questões preliminares suscitadas pelos acusados: (i) a inépcia da acusação; (ii) a ausência de análise de argumentos trazidos aos autos no âmbito do processo de origem e a falta de motivação do Termo de Acusação; e (iii) a ausência de manifestação prévia.

Inépcia da acusação

5. Os acusados arguíram a inépcia da acusação, afirmando que não teriam como saber seguramente do que seriam acusados e do que deveriam se defender.

6. Não vislumbro hipótese de inépcia.

7. Embora a defesa tenha apontado supostas confusões no Termo de Acusação, esse incômodo reflete, a meu ver, apenas a sua discordância quanto ao conteúdo das imputações e à conclusão das apurações no processo de origem, o que não caracteriza qualquer irregularidade.

8. Ao questionar o fato de a Acusação ter relatado a celebração do Aditivo com o mesmo grau de detalhamento das operações de crédito anteriores entre CEEE-D e CEEE-GT, a defesa desconsidera que tal descrição serve para contextualizar as imputações apresentadas em face dos acusados, que se limitam à aprovação do Aditivo, conforme claramente indicado na seção IV do Termo de Acusação.

9. A referência a outros dispositivos da Lei nº 6.404/1976, além daqueles cuja violação foi atribuída aos acusados, também não afeta as imputações objeto deste PAS, que, reitera-se,



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

www.cvm.gov.br

estão adequadamente indicadas na referida seção IV da peça acusatória. Trata-se, quando muito, de uma descrição mais ampla do regime jurídico aplicável às companhias abertas, que não compromete a clareza da Acusação.

10. A defesa também questionou a discrepância entre, de um lado, as imputações apresentadas no Termo de Acusação e, de outro, o objeto da reclamação que levou à instauração do processo de origem e as irregularidades apontadas no Relatório nº 103/2019-CVM/SEP/GEA-3.

11. Não há nada que justifique tal estranhamento. No âmbito desta autarquia, é comum que a área técnica inicie sua atividade investigatória com base em reclamações e denúncias, contexto em que frequentemente surgem novos elementos. A incorporação desses fatos ao conjunto fático-probatório de que a área técnica dispõe para formular uma tese acusatória não é apenas legítima, mas uma decorrência natural de sua atuação.

12. Da mesma forma, é perfeitamente legítimo que, ao lavrar o termo de acusação, a área técnica conclua pela caracterização de infrações distintas daquelas perseguidas na fase de investigação. É somente após a conclusão desta, quando o processo administrativo sancionador é instaurado, que a tese acusatória se consolida com base em todas as evidências coletadas.

13. Também considero que não assiste razão à defesa ao arguir que os incisos II, III e V do art. 6º da Instrução CVM nº 607/2019 não teriam sido observados.

14. Como tratei acima, a narrativa dos fatos e os dispositivos legais infringidos estão suficientemente descritos no Termo de Acusação, como exigido pelos referidos incisos II e V.

15. Além disso, não verifico qualquer vício em relação à individualização das condutas que pudesse resultar em violação do inciso III.

16. A Acusação foi claramente direcionada aos membros do conselho de administração da CEEE-GT que, de forma colegiada, deliberaram pela aprovação do Aditivo na reunião de 18/06/2018.



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

www.cvm.gov.br

17. Concordo que, mesmo se tratando de uma deliberação colegiada, eventuais diferenças na conduta dos membros do conselho de administração devem ser levadas em consideração na individualização da responsabilidade de cada um².

18. E foi exatamente isso que fez a SEP, ao não apresentar acusação em face dos dois conselheiros que se manifestaram em oposição à deliberação questionada. No entanto, entre os acusados, não há elementos que justifiquem qualquer diferenciação de sua conduta.

19. Ainda, entendo não assistir razão ao argumento da defesa de que a infração ao art. 154 não teria sido corretamente explicada pela Acusação ou de que não estaria claro se essa violação abrangeria todo o artigo, seu *caput* ou também seus parágrafos.

20. A Acusação apresentou os fundamentos que a levaram a entender pela caracterização da irregularidade em questão em termos que se amoldam ao *caput* e ao §1º do referido artigo, que dispõem que o administrador deve exercer suas atribuições “para lograr os fins e no interesse da companhia” e que o indivíduo “eleito por grupo ou classe de acionistas tem, para com a companhia, os mesmos deveres que os demais, não podendo, ainda que para defesa do interesse dos que o elegeram, faltar a esses deveres”.

21. Em síntese, a SEP alegou que os acusados teriam agido em benefício do grupo econômico controlador da Companhia e, dessa forma, teriam deixado de considerar os interesses da CEEE-GT ou o seu objeto social.

22. Considerando que as razões de defesa foram apresentadas com base no *caput* do art. 154 e que o seu §1º, assim como os demais parágrafos, no que diz respeito a decisões negociais, são desdobramentos do que dispõe o *caput* desse artigo³, não há que se falar em qualquer prejuízo aos acusados ou às suas garantias processuais.

² Cf. voto do Diretor Otavio Yazbek no PAS CVM nº 2008/18, Dir. Rel. Aleksandro Broedel Lopes, j. em 14/12/2010: “[...] o órgão pode ser colegiado, mas isso não significa que as responsabilidades, quando existentes, não devam ser individualizadas, havendo elementos que justifiquem as diferenciações. Aponto que é justamente essa necessária individualização que o voto do Diretor Relator procurou fazer, após identificar a responsabilidade geral do Conselho de Administração no presente caso”.

³ Cf., nesse sentido: “Os parágrafos do artigo [154] constituem desdobramentos do comando do *caput*. [...] a tomada de decisões negociais não encontra tratamento específico no âmbito do art. 154, sujeitando-se ao padrão genérico de conduta previsto em seu *caput*.” (Marília Lopes e Pedro Brigagão, O Mérito de Decisões Negociais como Prova de Violação do art. 154, *caput*, da Lei das S.A., Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários, Edição Comemorativa dos 45 Anos das Leis nº 6.385 e 6.404, v. II, pp. 303-304); e “[o] artigo [154]



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

www.cvm.gov.br

23. Ante o exposto, voto pela **rejeição** da preliminar de inépcia da acusação.

Ausência de análise de argumentos apresentados no processo de origem e falta de motivação

24. A defesa alega que o Termo de Acusação não analisou todos os fatos e os argumentos apresentados no processo de origem. Entretanto, o simples não acolhimento de certos argumentos pela SEP não significa que houve prejuízo à defesa, tampouco que o Termo de Acusação seja inválido.

25. De todo modo, ainda que não fosse esse o caso, é prerrogativa da área técnica, durante a construção da tese acusatória, analisar as informações disponíveis e acatar aqueles elementos que lhe parecerem mais verossímeis. A adequada motivação desse ato administrativo não exige, como sugere a defesa, o esgotamento de todo e qualquer fato ou argumento verificado no processo de origem, mas tão somente a apresentação daqueles elementos que fundamentarem a acusação de acordo com o juízo da área técnica, o que foi feito.

26. É somente com o início do processo administrativo sancionador, marcado pela lavratura do termo de acusação, que aos acusados é dado exercer seu direito à ampla defesa e ao contraditório. Antes disso, são realizadas apurações pelas superintendências da CVM com o objetivo de concluir ou não pela formulação de uma acusação⁴ – uma conclusão que pode ser livremente rebatida em sede de defesa, mas que, antes disso, corresponde a uma prerrogativa a ser exercida com a mesma liberdade pela SEP, diante do que a área técnica entenda sejam indícios de autoria e materialidade.

27. Os acusados tiveram, no âmbito deste processo sancionador, plena oportunidade de retomar os fatos e argumentos que consideravam relevantes e de confrontar a tese acusatória. Dessa forma, a ampla defesa e o contraditório foram integralmente respeitados.

trata de diversos deveres fundamentais do administrador, além de estabelecer alguns postulados básicos que devem pautar a sua atuação. Encerra um dos princípios fundamentais em matéria societária - o da prevalência do interesse social. Tal princípio justifica-se na medida em que o interesse social constitui o meio ou pressuposto para a realização dos fins da companhia. Ainda que o caput estabeleça um *standard* geral de conduta, e o §1º um princípio essencial, os demais parágrafos preveem proibições razoavelmente detalhadas” (Nelson Eizirik, A Lei das S/A comentada, v. III, 3ª ed., São Paulo: Quartier Latin, 2021, pp. 138-139).

⁴ Cf., nesse sentido: PAS CVM nº 30/2005, Dir. Rel. Roberto Tadeu, j. em 11/12/2012; e PAS CVM nº 13/2005, Dir. Rel. Otavio Yazbek, j. em 25/06/2012.



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

www.cvm.gov.br

28. Além disso, a defesa sustenta que o Termo de Acusação carece de motivação, alegando falta de individualização das condutas e de demonstração do nexo causal entre estas e as infrações imputadas aos acusados, pontos que já foram enfrentados neste voto.

29. Ante o exposto, por não reconhecer qualquer prejuízo aos princípios da ampla defesa, da legalidade, do devido processo legal ou do contraditório, tampouco a ausência de motivação do Termo de Acusação, voto pela **rejeição** dessa preliminar.

Ausência de manifestação prévia

30. Por último, ao contrário do que alega a defesa, não há que se falar em suposto descumprimento ao art. 11 da então vigente Deliberação CVM nº 538/2008. O Ofício nº 173/2019/CVM/SEP/GEA-3 e a resposta conjunta apresentada pelos acusados confirmam que a área técnica diligenciou junto à Companhia para obter manifestação dos membros do conselho de administração que participaram da aprovação do Aditivo.

31. De todo modo, lembro que a ausência de manifestação prévia no âmbito do processo de origem, por si só, não invalidaria este PAS. Como reiteradamente reconhecido pelo Colegiado, as diligências promovidas nessa fase processual visam a subsidiar a formulação de acusações mais bem fundamentadas pela área técnica, não se confundindo com um direito subjetivo do investigado ou com um direito de defesa prévia⁵.

32. Ante o exposto, voto por **rejeitar** a preliminar de ausência de manifestação prévia.

III. MÉRITO

33. Superadas as preliminares suscitadas pelos acusados, passo a tratar do mérito deste PAS. Tratarei separadamente das duas imputações formuladas pela Acusação. Primeiro

⁵ Cf., nesse sentido, ainda em relação ao art. 11 da Deliberação CVM nº 538/2008, substancialmente refletido no art. 5º, par. único, da Resolução CVM nº 45/2021: “[N]em sequer a completa falta de manifestação prévia do investigado macularia o processo, uma vez que o art. 11, da Deliberação CVM nº 538/2008, não confere direito subjetivo aos investigados nem pode ser confundido com previsão de uma defesa prévia” (PAS CVM nº 19957.006019/2018-26 (RJ2018/4165), Rel. Pres. Marcelo Barbosa, j. em 01/10/2019). No mesmo sentido, cf.: PAS CVM nº 19957.001231/2021-01, de minha relatoria, j. em 20/06/2024; PAS CVM nº 19957.006644/2020-92, Dir. Rel. Daniel Maeda, j. em 30/04/2024; e PAS CVM nº 19957.006032/2021-81, Rel. Pres. João Pedro Nascimento, j. em 11/07/2023.



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

www.cvm.gov.br

analisarei a suposta violação ao art. 153 da Lei nº 6.404/1976 e, em seguida, a suposta violação ao art. 154 da mesma lei.

34. Em ambos os casos, antes de examinar propriamente as acusações, teço algumas considerações sobre os deveres a que dizem respeito, e os padrões de revisão aplicáveis.

III.A. Violação do dever de diligência

35. O art. 153 da Lei nº 6.404/1976 determina que os administradores devem “empregar, no exercício de suas funções, o cuidado e diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração dos seus próprios negócios”. Trata-se de um conceito aberto que impõe aos administradores o dever de atuar de forma cuidadosa no exercício de suas atividades, na persecução dos interesses da companhia e de seus fins sociais.

36. De modo geral, o padrão de comportamento esperado de um administrador diligente deve ser referenciado, de acordo com a doutrina, no “homem medianamente diligente, sem excesso de escrúpulos, nem excesso de zelo”⁶. Com efeito, uma conduta cautelosa, dentro de balizas razoáveis é, verdadeiramente, o mínimo que se pode esperar de qualquer indivíduo que aceite um cargo como administrador de companhia aberta. Não por acaso, o dever de diligência consta do primeiro artigo da seção IV da lei societária, que versa sobre os deveres e responsabilidades dos administradores.

37. A opção legislativa por uma formulação abrangente, baseada em conceitos abertos, não é acidental: com essa técnica, também adotada em outros países com mercados mais desenvolvidos⁷, busca-se conferir maior adaptabilidade à aplicação de um padrão de atuação que deve evoluir ao mesmo passo das mudanças observadas no ambiente de negócios.

38. Por outro lado, precisamente por conta da linguagem ampla da regra, não é possível deduzir um único comportamento esperado dos administradores – é necessário que o exame

⁶ Luiz Antonio de Sampaio Campos, “Deveres e Responsabilidades”, in Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira (orgs.), *Direito das Companhias*, Forense: Rio de Janeiro, 2017, p. 801.

⁷ Cf., nesse sentido: “*all of our core jurisdictions* [Alemanha, Brasil, EUA, França, Itália, Japão e Reino Unido] *impose a very broad duty on corporate directors and officers to take reasonable care in the exercise of their offices—the duty of care.*” (John Armour, Luca Enriques et. al., *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, 3ª ed., Oxford University Press, 2017, item 3.4.1).



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

www.cvm.gov.br

de diligência se dê caso a caso⁸. Daí porque o Colegiado da CVM já consagrou o entendimento de que “não há que se falar em um comportamento diligente genérico para todos os casos. Apesar de existirem diversos procedimentos comuns e boas práticas, empresas distintas demandam soluções diferentes”⁹.

As duas vertentes da diligência e os diferentes parâmetros para sua aferição

39. Como também ocorre em outros sistemas, o dever de diligência dos administradores das sociedades anônimas brasileiras abrange tanto as atividades de gestão propriamente ditas, quanto as atividades de monitoramento ou de supervisão¹⁰.

40. Para simplificar, vale assumir que, no primeiro caso, se está lidando com efetivos processos de tomada de decisão na condução mais direta dos negócios da companhia. Não por outro motivo, diz-se que, nestes casos, o dever de diligência é dotado de um conteúdo mais “gerencial”. No segundo caso, que vem sendo cada vez mais posto à prova na atualidade, o que com frequência se discute é uma conduta omissiva – um comportamento que não ocorreu, ou que ficou aquém do esperado¹¹.

41. Dada a amplitude com que aquela expectativa de cuidado foi vazada no art. 153 da Lei nº 6.404/1976, consolidou-se ao longo do tempo que a análise de conformidade da conduta

⁸ Esse exame deve levar em conta diversos fatores, a exemplo de “estruturas e fluxos internos das companhias, bem como a cultura, desenvolvimento tecnológico, tamanho, estrutura, entre outros.” (PAS CVM nº 19957.007916/2019-38, Dir. Rel. Daniel Maeda, j. iniciado em 01/10/2024).

⁹ PAS CVM nº 18/2008, Rel. Dir. Alexsandro Broedel Lopes, j. em 14/12/2010.

¹⁰ “Essa opção da Lei n. 6.404, de 15-12-1976, encontra suas raízes em uma outra, relacionada à própria organização dos órgãos de gestão e de controle na sociedade e à distribuição interna de competências. Essa outra opção, de fundo, fica evidenciada no art. 142 da lei, que, ao relacionar as competências do conselho de administração, traz tanto matérias de natureza estratégica ou negocial, sobre as quais aquele órgão deve deliberar, quanto algumas atividades de fiscalização e controle.” (Otavio Yazbek, “Representações do dever de diligência na doutrina jurídica brasileira: um exercício e alguns desafios”, in Luiz Fernando Martins Kuyven (org.), *Temas Essenciais de Direito Empresarial: Estudos em Homenagem a Modesto Carvalhosa*, São Paulo: Saraiva, 2012, p. 940).

¹¹ Cf. *In re Caremark International Inc. Derivative Litigation* – 698 A.2d 959 (Del. Ch. 1996), o precedente norte-americano que inaugurou formalmente esta discussão. Em *Caremark*, a *Delaware Chancery Court* traça uma distinção semelhante: “*Director liability for a breach of the duty to exercise appropriate attention may, in theory, arise in two distinct contexts. First, such liability may be said to follow from a board decision that results in a loss because that decision was ill advised or ‘negligent’. Second, liability to the corporation for a loss may be said to arise from an unconsidered failure of the board to act in circumstances in which due attention would, arguably, have prevented the loss. See generally Veasey & Seitz, The Business Judgment Rule in the Revised Model Act ... 63 TEXAS L.REV. 1483 (1985).*”



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

www.cvm.gov.br

tem caráter eminentemente procedimental, recaindo sobre o processo adotado para a tomada de decisão, e não sobre o resultado obtido.

42. Embora em ambos os casos se esteja invariavelmente olhando para questões procedimentais, há diferenças importantes quando se está avaliando a diligência no contexto de uma operação societária em contraposição ao contexto da supervisão dos negócios sociais.

43. A vertente gerencial do dever de diligência é, de longe, a mais conhecida e a mais comentada. A doutrina e a jurisprudência reconhecem amplamente que, caso se constate que a decisão negocial do administrador foi informada, refletida e desinteressada, aplica-se a *business judgment rule* (entre nós chamada de “regra da decisão negocial”).

44. Embora tal regra não tenha sido positivada no direito brasileiro – e, por isso, a rigor, sua aplicação nos exatos termos pacificados por Delaware não seja um imperativo para o julgador –, a *business judgment rule* é o método que melhor articula os parâmetros de avaliação de comportamentos à luz do art. 153 da lei societária. Por esse motivo, ela vem sendo aplicada de modo reiterado pela autarquia, sempre com a cautela exigida quando se está tratando de um instituto estrangeiro. Além disso, a proteção da regra foi expressamente invocada pela defesa – a regra será, portanto, explorada em maior detalhe a seguir.

45. Em resumo, a *business judgment rule* é uma construção do direito norte-americano, que corresponde a um padrão de revisão das decisões dos administradores. Tal padrão de revisão preconiza que, desde que observadas determinadas condições – isto é, se demonstrado que a decisão se deu de maneira informada, refletida e desinteressada – o julgador deve se ater exclusivamente à análise do procedimento decisório, sem adentrar o mérito ou os resultados da decisão. Assim, mesmo que, posteriormente, a decisão não se revele a melhor para a companhia, o administrador que agiu com o cuidado que lhe é exigido não deveria ser punido.

46. Não interessa, para os fins desta avaliação, se o resultado da conduta do indivíduo se mostrou incorreto ou inadequado, desde que ele tenha sido alcançado a partir do emprego de um juízo racional fruto de um processo decisório adequado. Nesse sentido, o dever de diligência é uma típica obrigação de meio, e não de resultado¹².

¹² Cf. Giuseppe Ferri: “[l]a responsabilità dell’amministratore sorge in funzione della violazione da parte sua



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

www.cvm.gov.br

47. Busca-se, com isso, preservar a discricionariedade do administrador no exercício de suas funções, inclusive no que tange a assunção de riscos característica da atividade empresarial, a partir do reconhecimento de que, ausente essa postura mais empreendedora, por assim dizer, a própria consecução do objeto social da companhia pode restar prejudicada¹³.

48. Vale destacar, adicionalmente, que, entre nós, a atuação diligente tampouco afasta a violação de outros deveres legais. Cf., nesse sentido, a manifestação de voto do Presidente Marcelo Barbosa no PAS CVM nº SP2017/500, de relatoria do Dir. Gustavo Gonzalez, j. em 27/04/2021:

“[...] determinada conduta do administrador poderá superar o teste de diligência, e ainda assim não atender a algum outro dever fiduciário previsto na lei. Com efeito, o administrador poderá tomar uma decisão de posse de informações suficientes, registrar suas razões de forma clara e ainda assim ter sua conduta configurada como abusiva ou desleal. Assim é porque, conforme observado, a diligência se refere mais a procedimento e menos a conteúdo, diferentemente do que ocorre com os demais deveres fiduciários”.

49. Ao lado das atividades de gestão, as atividades de monitoramento ou de supervisão também são analisadas sob o art. 153. Embora ainda relativamente incipiente na doutrina e jurisprudência nacionais, a discussão sobre a diligência na supervisão dos negócios sociais vem ganhando cada vez mais espaço por razões que incluem a mudança no perfil dos riscos assumidos e no porte das companhias abertas, além da ascensão da figura dos conselheiros independentes como importantes expedientes de aprimoramento dos padrões de governança

di un obbligo, del venir meno da parte sua ad un suo dovere. Non è sufficiente a determinare la responsabilità dell'administratore il risultato negativo dell'attività sociale o dei singoli atti.” (Le Società, Torino: UTET, 1971, p. 525).

¹³ “*In practice, the business judgment rule means that judicial review following a challenge by shareholders is based on an examination of the process that led to the decision rather than the substance or the outcome. We do not want directors to become so worried about liability that they are too risk-averse.*” (Robert A. G. Monks e Nell Minow, *Corporate Governance*, 5ª ed., Chichester: John Wiley & Sons, 2011, p. 268). Cf., no mesmo sentido, o voto do diretor relator Pablo Renteria, no PAS CVM nº RJ2011/11073, j. em 15/12/2015: “Em casos como o presente, este Colegiado tem se baseado, reiteradamente, na *business judgment rule*. Tal orientação, recepcionada do direito norte-americano, visa a evitar que o administrador seja indevidamente responsabilizado em razão de decisão negocial tomada de forma diligente, de boa-fé e no interesse da companhia”.



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

www.cvm.gov.br

das sociedades¹⁴. No entanto, como esta vertente do dever de diligência não é objeto de exame no presente processo, deixo para tratar dela com mais profundidade em outra ocasião¹⁵.

50. Neste PAS, é indiscutível que a aprovação do Aditivo configura uma decisão de natureza negocial, uma vez que dizia respeito à aplicação dos recursos em caixa da Companhia em uma operação de crédito, cuja análise competia ao conselho de administração por força do que dispunha o art. 13, alínea “I”, de seu estatuto social¹⁶, levando em conta o envolvimento de uma parte relacionada – a CEEE-D, que estava sob controle comum da CEEE-Par.

Análise do processo decisório dos acusados

51. Dessa forma, passo à análise do processo decisório adotado em relação à deliberação dessa matéria. Como disse, usarei a *business judgment rule* apenas como roteiro para esta análise, mas destaco novamente que, por se tratar de um instituto estrangeiro, sua aplicação deve ser feita com discernimento, isto é, sem transgredir a lei brasileira.

¹⁴ O ponto é bem resumido por Lisa M. Fairfax em artigo sobre o tema: “*Directors’ oversight duty has received renewed attention precisely because it best captures the nature of directors’ role in the modern corporation. [...] On the other hand, as corporations have become larger and more complex, directors’ monitoring roles have eclipsed their managerial roles. This is because directors delegate the active management to officers, but retain the responsibility to monitor and oversee those officers to ensure that their management is consistent with the corporation’s best interests. The increased emphasis on director independence has encouraged and facilitated the shift towards monitoring because the vast majority of public company directors do not hold employment positions within the corporation. As a result, they are less likely to be engaged with the day-to-day operations of the corporation. This shift towards boards-as-monitors not only means that modern directors have primarily taken on the role of monitors, but also means that the oversight doctrine is increasingly more relevant to directors’ roles within the corporation. Consequently, in many cases when corporate decisions result in loss, directors are not likely to be involved in such decisions. To the extent directors conduct can be deemed blameworthy, that conduct centers around their failure to properly monitor. Thus, assessments regarding the contours of the oversight role-and when liability attaches in that role-have grown in significance for modern corporations*”. (Lisa M. Fairfax, “Managing Expectations: does the directors’ duty to monitor promise more than it can deliver?”, in *University of St. Thomas Law Journal*, v. 10.2, 2012, p. 420.)

¹⁵ Destaco, todavia, que um dos aspectos mais interessantes desta discussão está relacionado ao parâmetro que deve ser adotado na averiguação do cumprimento do dever de diligência em seu aspecto fiscalizatório, na medida em que não se está tratando verdadeiramente de um julgamento negocial, mas, sim, da tradução de um dever de cuidado em sua forma mais pura. A doutrina e os precedentes da CVM vêm entendendo que, embora dotado de alguns elementos comuns à *business judgment rule*, esse julgamento não se confunde com o tipo de exame que é exigido sob ela. Com efeito, sobretudo porque é bastante árdua a constatação dos efeitos gerados por uma conduta omissiva, em se tratando de atividades de supervisão e monitoramento, ao lado dos aspectos procedimentais impõe-se também a verificação de alguns elementos “de substância” da conduta.

¹⁶ Art. 13: O Conselho de Administração é um órgão de deliberação colegiada, ao qual compete: 1) Discutir, aprovar e monitorar decisões envolvendo práticas de governança corporativa, relacionamento com partes interessadas, política de gestão de pessoas e Código de Ética e Conduta dos agentes [...].



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

www.cvm.gov.br

52. Aliás, é importante destacar que, em razão da situação dos acusados na qualidade de administradores tanto da CEEE-GT quanto da CEEE-D, se aplicados os parâmetros norte-americanos, a *business judgment rule* talvez nem fosse admitida – é possível que estivéssemos falando, aqui, de outro padrão de revisão, referido como *entire fairness*.

53. Explico mais adiante que, exclusivamente por conta das características do caso concreto, a discussão sobre o interesse dos acusados e o mérito da operação está mais bem colocada no capítulo seguinte, que trata do art. 154, e é por isso que deixo de explorar o tema aqui e me atenho aos aspectos procedimentais, tomando de empréstimo, quando aplicável, alguns parâmetros da *business judgment rule*.

54. Em primeiro lugar, considero que os acusados, assim como os outros dois membros do conselho de administração que se manifestaram em sentido contrário à aprovação do Aditivo, tiveram acesso a documentos e informações suficientes para subsidiar uma decisão informada a esse respeito.

55. Entre esses documentos e informações¹⁷, destaco dois.

56. Primeiro, a Nota Técnica nº 3/2018 elaborada pela diretoria financeira da CEEE-GT para a deliberação de 18/06/2018¹⁸, que apresentava tanto o histórico dos mútuos celebrados

¹⁷ Notadamente, (i) a Nota Técnica; (ii) o relato do diretor-presidente ao conselho de administração datado de 17/04/2017; (iii) Projeções dos Indicadores Econômicos e Financeiros da CEEE-D; e (iv) o Terceiro Contrato de Mútuo. Além disso, segundo a defesa, o então Diretor Financeiro e de Relações com Investidores prestou informações a respeito da matéria durante a reunião do conselho em que ela foi deliberada.

¹⁸ Doc. nº 1176455.



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

www.cvm.gov.br

com a CEEE-D¹⁹, quanto analisava os termos do Aditivo²⁰ e a capacidade de pagamento da CEEE-D²¹.

57. Em segundo lugar, o relato do diretor-presidente da Companhia (e da CEEE-D) apresentado na reunião do conselho de administração de 17/04/2017²², em que foi deliberada a quitação parcial do Segundo Contrato de Mútuo mediante a dação em pagamento de fração de bem imóvel, o qual, além de lidar com o histórico da operação de crédito, aborda as dificuldades financeiras enfrentadas pela CEEE-D e a solidariedade entre a Companhia e a CEEE-D. Na mesma linha, segundo a defesa, o então Diretor Financeiro e de Relações com Investidores prestou informações a respeito do Terceiro Contrato de Mútuo durante a reunião do conselho em que ela foi deliberada.

¹⁹ Cf. seção “2 – Dos Fatos”.

²⁰ Cf. subseção “3.1 Das Características Contratuais e Comutatividade: [...] As demais características do contrato se mantêm híidas, quais sejam, custo da operação de 100% da Taxa CDI e encargos de mora de 2% do saldo devedor, acrescido da variação da CDI. Note-se que o aditivo em questão aloca obrigações mensais a 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 mensais de PIS/COFINS sobre a receita financeira gerada no mês. Ainda estão previstas amortizações coercitivas de no mínimo 20% do saldo devedor, a cada início de semestre, com início no 1º semestre de 2019, também sob pena de aplicação de multa moratória. A taxa de remuneração empregada (100% CDI) está relacionada com a taxa média de remuneração do excedente de caixa da CEEE-GT, que necessariamente é aplicado nessas condições, nos termos do Sistema Integrado de Administração da Caixa/SIAC/Banrisul, conforme Decreto Estadual nº 33.959/91.” (com grifos no original).

²¹ Cf. subseção “3.2 Da Capacidade de Adimplemento da Mutuária CEEE-D: A Companhia Estadual de Distribuição de Energia Elétrica - CEEE-D estruturou um planejamento econômico e financeiro de curto, médio e longo prazo, o qual vem sendo rigorosamente acompanhado pela ANEEL, especialmente à luz dos condicionantes econômicos e financeiros descritos no 4º aditivo ao Contrato de Concessão nº 081/99. A CEEE-D deverá necessariamente ao final do exercício de 2019 e 2020 (período de vigência do aditivo ao Contrato de Mútuo com sua parte relacionada) atingir índices de endividamento líquido por geração de caixa operacional aceitáveis, em linha com os indicadores de sustentabilidade regulatórios, que comportam a solvência da Companhia para as obrigações de dívidas, contemplando passivos fiscais, regulatórios, empréstimos/financiamentos e obrigações junto às partes relacionadas, conforme descrito no anexo III ao seu Contrato de Concessão. [...] A reformulação da estrutura de capital da CEEE-D irá ocorrer a partir da consecução de ações no sentido de aumento do capital social, redução do atual nível de dívida líquida da CEEE-D e melhora de sua geração de caixa operacional, contemplando três fases: ajustes pontuais; ajustes estruturais; e eventual reorganização societária do Grupo CEEE, conforme os termos do Plano de Ação CEEE-D (em anexo a essa NT). As projeções do fluxo de caixa operacional da Concessionária CEEE-D, que estão sendo monitoradas pela ANEEL, indicam uma geração positiva de R\$ 91,77 mm no final do exercício de 2018 e de R\$ 172,52 mm no final do exercício de 2019. Essa geração de caixa operacional positiva, combinadas com as demais ações de redução do endividamento líquido, em especial os aportes de capital do Controlador (a Holding CEEE-PAR), dá a robustez financeira para a CEEE-D no médio prazo”.

²² Doc. nº 1176456.



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

www.cvm.gov.br

58. Não deixa de chamar a atenção que tanto a Nota Técnica nº 3/2018 quanto o registro do relato de 17/04/2017 não possuem o timbre da CEEE-GT, mas sim do grupo CEEE e da CEEE-D, respectivamente, “detalhe” sobre o qual discorro mais adiante.

59. Além disso, consta dos autos uma manifestação da CEEE-D em resposta a ofício da ANEEL, datada de 08/05/2018²³, na qual há referência aos dois problemas estruturais enfrentados por essa companhia (alto índice de endividamento e custos e despesas operacionais incompatíveis com as receitas), assim como: **(i)** ao plano de ajuste estrutural elaborado pela administração, que contempla ajustes pontuais, estruturais e eventual reorganização societária do grupo CEEE; **(ii)** ao aporte de recursos realizado pela CEEE-Par na CEEE-D; **(iii)** a medidas de redução ou alongamento de sua dívida; e **(iv)** a medidas de aumento da geração de caixa operacional.

60. Embora não se possa afirmar com certeza que, com exceção da nota técnica elaborada pela diretoria financeira da CEEE-GT, os demais documentos tenham sido analisados especificamente no contexto da deliberação de 18/06/2018, entendo não haver razões para duvidar que os membros do conselho de administração da Companhia receberam informações aptas a embasar a referida deliberação²⁴.

61. Nesse sentido, restou, a meu ver, suficientemente evidenciado que os conselheiros da CEEE-GT tinham conhecimento acerca dos termos do Aditivo, das dificuldades financeiras enfrentadas pela CEEE-D, que poderiam comprometer o seu adimplemento, bem como do histórico de operações de crédito entre ambas.

62. A conclusão de que a decisão foi refletida é menos óbvia, mas também não parece controversa.

²³ Doc. nº 1176457.

²⁴ De um lado, porque quatro dos seis acusados estavam presentes à reunião do conselho de administração de 17/04/2017, em que referido relato do diretor-presidente da Companhia foi apresentado. Todos estavam presentes quando o Diretor Financeiro e de Relações com Investidores prestou informações a respeito do Terceiro Contrato de Mútuo. De outro, embora a defesa não tenha chamado atenção para isto, compulsando os autos, é plausível que a resposta da CEEE-D ao ofício da ANEEL tenha sido anexada à Nota Técnica nº 3/2018, que se refere a um plano de ação da CEEE-D anexo que é compatível com seu conteúdo. De todo modo, é crível que esse documento fosse de conhecimento daqueles administradores, uma vez que todos os acusados eram membros do conselho de administração dessa companhia.



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

www.cvm.gov.br

63. A existência de documentos e informações suficientes à disposição dos administradores não autoriza, por si só, a conclusão de que eles tomaram sua decisão após apreciá-los. No caso concreto, destaco, em especial, o risco de inadimplência da CEEE-D devido às dificuldades financeiras que esta enfrentava, mesmo após o Segundo Contrato de Mútuo ter sido parcialmente quitado por meio da dação em pagamento de fração de bem imóvel – o que reputo um claro sinal de alerta.

64. Entretanto, esse sinal de alerta não apenas estava explicitado na referida documentação, como foi considerado na análise empreendida na referida Nota Técnica nº 3/2018 sobre a capacidade de pagamento da CEEE-D. Destaco também a própria alegação feita à autarquia por um dos conselheiros que se opuseram à transação, de que votou nesse sentido por não ter sido convencido de que haveria evidências de que essa seria a melhor aplicação do caixa da CEEE-GT.

65. Com isso em mente, não vejo como afastar a presunção de que os conselheiros, ao aprovarem o Aditivo, interagiram e assumiram conscientemente os riscos envolvidos com base em tais subsídios.

66. Por último, passo a analisar se a decisão tomada pelos acusados foi tomada de maneira “desinteressada”. A rigor, este é um elemento que extrapola a leitura fria do art. 153 da Lei nº 6.404/1976, que não trata deste aspecto – o qual, por esse motivo, deve ser trazido com bastante cuidado. Mas ele é, ao mesmo tempo, um dado importante a se considerar, não apenas para fins da plena aplicação da *business judgment rule*, de uso consagrado pela CVM, mas sobretudo para corroborar que o elemento intelectual do processo decisório não restou prejudicado.

67. No caso concreto, este ponto se mostra mais delicado, tendo em vista a posição ocupada pelos acusados como membros do conselho de administração tanto da CEEE-GT quanto da CEEE-D.

68. Dadas as razões por trás da aprovação do Aditivo, este desconforto persiste mesmo se considerarmos, como este Colegiado já decidiu no passado, que, ausentes elementos convergentes adicionais, o administrador não pode ser tratado como mero mandatário de quem



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

www.cvm.gov.br

o indicou. Como bem ponderou o Diretor Marcos Pinto no âmbito do Processo CVM nº RJ2007/3453:

“[A] ocupação de cargos na contraparte da companhia não é suficiente, por si só, para gerar um conflito de interesses, mas esse conflito pode surgir de outras circunstâncias fáticas, como a promessa, pelo controlador, de um bônus extraordinário pela conclusão do negócio. [...]

[...] o risco de que os administradores venham a perder seus cargos ou empregos na sociedade controladora não é suficiente para caracterizar o conflito de interesses. Afinal, o administrador que não trabalha diretamente para o controlador também corre esse risco em relação ao cargo que ocupa na sociedade controlada, já que o controlador pode demiti-lo a qualquer tempo.

[...] não se pode presumir que o administrador é a *longa manus* do controlador, nem mesmo quando o administrador é empregado do controlador”²⁵⁻²⁶.

69. Assim, entendo que, ao menos do ponto de vista formal, os administradores da CEEE-GT adotaram cautelas de cunho procedimental. O cerne da Acusação, entretanto, não reside neste aspecto, mas sim na conduta de tais administradores que, ao aprovarem o Aditivo, supostamente agiram privilegiando os interesses de outra entidade do grupo CEEE, na qual também atuavam como administradores.

70. Reputo que o exame do interesse prevalecente na aprovação do Aditivo está mais bem posicionado sob o art. 154 da lei societária. Dessa forma, concluo que, ante o suporte fático apresentado, não houve propriamente falta de diligência, e voto pela absolvição dos acusados em relação à acusação de violação ao art. 153 da Lei nº 6.404/1976.

²⁵ Processo CVM nº RJ2007/3453, Dir. Rel. Sergio Weguelin, d. em 04/03/2008. Cf., no mesmo sentido, o voto do diretor relator Wladimir Castelo Branco no âmbito do Processo CVM nº RJ2004/5494, d. em 16/12/2004: “não há que se confundir a figura do administrador com a do acionista ou grupo de acionistas que o elege, na medida em que o membro do conselho de administração tem deveres e responsabilidades para com a companhia (cf. art. 153 e ss. da Lei n.º 6.404/76) que os acionistas não têm”.

²⁶ Cf., ainda, no mesmo sentido: “Desta forma, verifica-se que os administradores não podem ser considerados mandatários de seus eleitores, visto que eles corporificam os órgãos da sociedade e, uma vez legitimamente eleitos, devem passar a agir no interesse da sociedade e não no do grupo de acionistas que os elegeu.” (Nelson Eizirik, “Independência dos administradores em relação ao acionista controlador. Relações entre companhias integrantes de grupo de fato”, in Modesto Carvalhosa e Nelson Eizirik, Estudos de direito empresarial, São Paulo: Saraiva, 2010, p. 368).



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

www.cvm.gov.br

III.B. Desvio de poder

71. O art. 154 da Lei nº 6.404/1976, em seu *caput*, determina que o administrador “deve exercer as atribuições que a lei e o estatuto lhe conferem para lograr os fins e no interesse da companhia, satisfeitas as exigências do bem público e da função social da empresa”.

72. Trata-se de um comando complementar ao do art. 153²⁷. Enquanto este impõe um padrão de comportamento diligente, a ser analisado de uma perspectiva procedimental, o artigo seguinte, a partir de um enfoque finalístico, orienta e delimita a discricionariedade dos administradores com base no interesse da companhia e nos preceitos legais do bem público e da função social da empresa.

73. Por se tratar de normas de natureza fiduciária imbuídas de objetivos diversos, já se concluiu que:

“Justamente em razão da diferença entre esses dois padrões de conduta, é inclusive possível que determinada decisão se revele adequada do ponto de vista do dever de diligência, mas seja reprovável sob a ótica da sua finalidade, por exemplo, por não se amoldar ao interesse social. Do mesmo modo, nem sempre que o administrador tiver atuado sem observar o padrão de diligência previsto em lei o resultado de sua ação será apto a ensejar sua responsabilização [pelo art. 154]”²⁸.

74. A análise do desvio de poder (ou de finalidade) deve ser feita sob um padrão de revisão distinto do que é aplicado para analisar a diligência da conduta dos administradores, cujo enfoque é exclusivamente procedimental. Como bem ponderado pelo Diretor Gustavo Gonzalez:

“[O] exame de desvio de poder não se esgota em uma análise acerca da independência e do interesse do administrador. Com efeito, para que o artigo 154 cumpra com a sua finalidade, a revisão em casos de suspeita de desvio requer um olhar diferente e uma consulta mais abrangente, que busque apurar se atos

²⁷ Flávia Parente, *O Dever de Diligência dos Administradores de Sociedade Anônimas*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, p. 148.

²⁸ Marcelo Barbosa e Julia Carmagnani, “O padrão de revisão das condutas dos administradores à luz do artigo 154, *caput*, da Lei nº 6.404/1976”, in Gustavo Machado Gonzalez (coord.), *Processo Sancionador nos Mercados Financeiros e de Capitais*, São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2023, p. 504.



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

www.cvm.gov.br

praticados pelos administradores, ainda que formalmente corretos, buscavam de fato atingir fins ilegais, contrários à ordem pública ou aos interesses da companhia.”²⁹⁻³⁰.

75. E, nesses termos, a fim de verificar o atendimento do interesse social, duas dimensões devem ser consideradas, como esclarecido pelo Diretor Otavio Yazbek:

“A primeira delas diz respeito à obrigatoriedade, para os administradores, de não desviarem a companhia da persecução de seu objeto social. A segunda dimensão está mais relacionada à necessidade de atuar no interesse da companhia, sendo vedada, aos administradores, porquanto investidos de poder de vinculação da sociedade e de disposição de seus bens, a persecução de interesses próprios ou de terceiros”³¹.

76. Em resumo, diferentemente do tipo de exame requerido pelo art. 153, o comando constante do art. 154, que possui um conteúdo nitidamente finalístico³², impõe que a análise ultrapasse o procedimento adotado e avance sobre o intuito do administrador, bem como sobre a própria congruência das medidas adotadas na consecução dos fins preceituados na norma³³.

²⁹ Voto do Diretor Gustavo Gonzalez no PAS CVM nº RJ2013/11703, Dir. Rel. Gustavo Borba, j. em 31/07/2018.

³⁰ Cf., no mesmo sentido: “[a decisão poderá] se revestir de aparente formalidade, mediante o cumprimento de procedimentos de governança, mas, no mérito, carecer manifestamente de lógica econômica” (Marília Lopes e Pedro Brigagão, O Mérito de Decisões Negociais como Prova de Violação do art. 154, *caput*, da Lei das S.A., Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários, Edição Comemorativa dos 45 Anos das Leis nº 6.385 e 6.404, v. II, p. 313); e “Não se exige do administrador [no art. 154], então, apenas uma conduta formalmente de acordo com os preceitos da LSA, mas, sim, materialmente em linha com os seus preceitos. Da mesma forma que os conceitos de discricionariedade próprios do direito administrativo têm aplicação aos administradores, permitindo a LSA larga margem de ação. Essa faixa de atuação é conferida apenas para que o administrador possa realizar o objeto social e atender ao interesse social, à medida que o poder e a liberdade dos administradores é eminentemente funcional como órgão da companhia.” (Luiz Antonio de Sampaio Campos, “Deveres e Responsabilidades”, in Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira (org.), Direito das Companhias, Forense: Rio de Janeiro, 2017, p. 801, p. 817).

³¹ PAS CVM nº RJ2008/4857, Dir. Rel. Otavio Yazbek, j. em 23/08/2011.

³² “A imposição de tais deveres, pela lei, apresenta conteúdo nitidamente finalístico, como se infere do art. 154, uma vez que a atividade dos administradores só se legitima na medida em que se dirige à consecução dos fins sociais, no interesse da companhia, satisfeitas, ainda, as exigências do bem público e da função social da empresa.” (José Alexandre Tavares Guerreiro, Responsabilidade dos Administradores de sociedades anônimas, Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, São Paulo: Revista dos Tribunais, v. 42, 1981, pp. 74-75).

³³ Consequentemente, não se está tratando, aqui, de uma simples obrigação de meio. A aplicação de um juízo meramente de “racionalidade” também não é, a rigor, suficiente. É comum que se busque restringir a análise do comportamento do administrador a tais critérios quando se está tratando da proteção assegurada pela *business*



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

www.cvm.gov.br

77. O art. 154 compele o administrador a atuar movido por um intuito de “lograr os fins e no interesse da companhia”. Ele se aproxima, portanto, muito mais do tipo de escrutínio esperado sob o art. 155 da Lei nº 6.404/1976 (que trata do dever de lealdade), do que sob o art. 153 (dever de diligência). Nesses termos, ganha especial relevância o elemento subjetivo da conduta.

78. Vale dizer: a infração restará caracterizada sempre que “o administrador intencionalmente desvirtuar o exercício de suas funções para atender a interesses outros que não os sociais”³⁴. Esse exame deve naturalmente ser ponderado, de modo a não ir tão longe a ponto de estipular padrões de conduta inalcançáveis para o administrador, tendo em vista o risco de o julgador incorrer em viés retrospectivo e se substituir ao administrador.

79. De outro lado, perde importância o resultado obtido. A ausência de comutatividade é um sinal forte de que os interesses da sociedade anônima foram desprezados, mas ela não é uma condição para a configuração do descumprimento normativo. O contrário também vale, quer dizer, a operação pode até ser tida como comutativa, mas, ao cabo, violar o art. 154. Em termos práticos, o ato será viciado sempre que houver indícios convergentes de que a lealdade do administrador esteve dividida – e que, ante essa divisão, o administrador não privilegiou os interesses da companhia.

80. Feitas essas considerações, volto-me ao exame do caso concreto.

81. Inicialmente, concordo com a defesa que a ausência de previsão expressa da concessão de mútuo no objeto social de uma companhia não se traduz, necessariamente, em um descumprimento deste³⁵. Lembro que esta autarquia vem entendendo que a violação do objeto

judgment rule. Este raciocínio faz sentido em se tratando da natureza do dever de diligência, e da preocupação em não se coibir indevidamente a tomada de riscos pelos administradores. Todavia, ela não tem lugar nas discussões pertinentes ao art. 154.

³⁴ Marília Lopes e Pedro Brigagão, O Mérito de Decisões Negociais como Prova de Violação do art. 154, *caput*, da Lei das S.A., Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários, Edição Comemorativa dos 45 Anos das Leis nº 6.385 e 6.404, v. II, p. 304.

³⁵ Cf. também o voto da diretora relatora Norma Parente no âmbito do PAS CVM nº 02/2004, j. em 07/12/2005, ao tratar da caracterização da infração ao art. 117, §1º, alíneas “a”, “c” e “f”, da Lei nº 6.404/1976: “Não restou caracterizado, a meu juízo, o descumprimento quanto ao objeto social, pois o fato de ser voltada à construção de prédios, por si só, não impede a sociedade de celebrar contratos de mútuo, que podem servir até mesmo como um meio de preservar o capital e, em última análise, contribuir para a satisfação do objeto social.”.



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

www.cvm.gov.br

social diz respeito ao impacto gerado na atividade realizada pela companhia, e não a atos isolados³⁶.

82. Em segundo lugar, antes de tratar das justificativas apresentadas pela defesa para tentar explicar por que a aprovação do Aditivo seria do interesse da CEEE-GT, reconheço que o Aditivo foi celebrado em termos considerados comutativos pela ANEEL, conforme a então vigente Resolução Normativa ANEEL nº 699/2016, a qual, em linhas gerais, exigia que os contratos entre agentes do setor elétrico com suas partes relacionadas fossem estabelecidos em condições comutativas, e sujeitava a sua validade ao crivo dessa agência regulatória.

83. Ao contrário do quanto se alegou neste processo, penso que tal aprovação deve ser tomada com um grão de sal. O art. 3º da referida Resolução Normativa dispunha que: “[o]s 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.” No caso de mútuos pecuniários, outras exigências são feitas às partes contratantes³⁷⁻³⁸.

³⁶ Cf., nesse sentido: “O objeto social tem, ainda, a função de circunscrever a liberdade dos administradores e da própria assembleia, no sentido de que limita as atividades que a companhia pode exercer. Nesse ponto, é importante destacar o conceito de atividade, que é muito diferente de ato isolado e aqui a distinção é fundamental, porque o objeto social descreve as atividades a que a companhia deve perseguir, mas certamente não os atos que ela pode praticar” (voto do diretor relator Luiz Antonio de Sampaio Campos no âmbito do Proc. CVM nº RJ2003/5457, d. em 05/08/2004).

³⁷ 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.

Art. 10. Na hipótese de Agente do Setor Elétrico que seja delegatário de serviço público figurar na condição de mutuário, deverão ser observadas as seguintes regras: I - os recursos captados deverão ser investidos no serviço público de energia elétrica; e II - o prazo do contrato não poderá ultrapassar 48 (quarenta e oito) meses. Parágrafo único. O prazo previsto no inciso II não se aplica aos contratos de mútuo celebrados com instituições financeiras de fomento.

³⁸ Especificamente quanto às operações de mútuo pecuniário, o art. 28 da Resolução Normativa estabelece que: Art. 28. A comprovação das regras específicas relativas aos contratos de mútuo pecuniário deve compreender, ao menos, os seguintes documentos e informações: I - relatório descrevendo a destinação dos recursos, acompanhado de declaração da mutuária de que aplicará os recursos captados no serviço público de energia elétrica; II - no caso de o Agente do Setor Elétrico que seja delegatário de serviço público figurar como mutuante: a) demonstrativo de fluxo de caixa projetado, em bases anuais, baseado em estudo devidamente fundamentado, que comprove o superávit financeiro no momento do pedido bem como a cada exercício, com objetivo de constituir prova inequívoca do não comprometimento dos investimentos durante toda a vigência da contratação;



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

www.cvm.gov.br

84. A noção de comutatividade é fundamental aqui. Como explicam Gustavo Tepedino e Carlos Nelson Konder:

“Os contratos onerosos costumam ser subdivididos em comutativos e aleatórios. A comutatividade se caracteriza pela equivalência entre prestação e contraprestação, ambas definidas quanto à sua existência e extensão, de modo proporcional e de prévio conhecimento das partes. Já na aleatoriedade uma das prestações é incerta quanto à sua existência ou extensão, de maneira que o resultado econômico do contrato torna-se incerto e não sujeito a prévia determinação pelas partes, já que condicionado a evento incerto (obrigação aleatória).”³⁹.

85. Tanto da leitura da Resolução Normativa ANEEL nº 699/2016, quanto da doutrina que trata do assunto, fica claro que a análise empreendida pela agência reguladora, embora meticulosa para os fins delimitados a que se destina – isto é, a determinação de que existe proporcionalidade nas prestações e não há álea indevida de uma parte a outra –, não adentra na espécie de juízo exigido pelo art. 154 da Lei nº 6.404/1976. Este crivo compete a esta CVM, não à ANEEL, uma vez que esses reguladores possuem escopos de atuação distintos, compatíveis com os diferentes bens jurídicos que tutelam. Deste modo, a comutatividade, considerada isoladamente, não é suficiente para comprovar o interesse da Companhia na aprovação do Aditivo.

86. Aliás, qualquer argumento no sentido de que a avaliação da ANEEL teve algum peso na formação da convicção do conselho de administração não deve prosperar, na medida em que o Aditivo foi celebrado sob condição suspensiva de aprovação da agência reguladora. Vou além: não fosse o desejo de preservação dos interesses do grupo CEEE, é bem possível que a operação sequer teria sido aprovada pela ANEEL⁴⁰.

b) certidões específicas com efeitos negativos de débitos relativas às obrigações tributárias, previdenciárias, trabalhistas e setoriais, válidas até ao menos a data do protocolo do pedido; e c) comprovação da adimplência dos mútuos ativos celebrados anteriormente com a mesma mutuária, se aplicável.

³⁹ Gustavo Tepedino, Carlos Nelson Konder e Paula Greco Bandeira, Fundamentos do direito civil, v. 3, 4ª ed., Rio de Janeiro: Forense, 2023, p. 77.

⁴⁰ Isso se verifica de maneira mais explícita por ocasião da análise da celebração do Terceiro Contrato de Mútuo pela ANEEL, que é posterior à deliberação de 18/06/2018. Cf., a esse respeito, os §§10 e ss. da Nota Técnica nº 106/2018-SFF/ANEEL, de 26/06/2018 (doc. nº 0884796, p. 1.123): “**Porém, apesar da CEEE salientar** que a repactuação do mútuo possui precedentes na ANEEL, o artigo 9º da REN 699/2016, dispõe que, na hipótese



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

www.cvm.gov.br

87. Retomarei esse ponto sobre a aprovação pela ANEEL mais adiante. Antes disso, trato de algumas características do Aditivo que chamam a atenção, e compõem o conjunto de indícios que apontam para um descumprimento do art. 154.

88. Entre as razões alegadas pela defesa, afasto, de pronto, a de que o Aditivo seria apenas uma rolagem da dívida anteriormente assumida. Esse claramente não era o caso.

89. Após a quitação parcial do Segundo Contrato de Mútuo mediante a dação em pagamento de fração do bem imóvel em que se situava o centro administrativo de ambas as empresas, o saldo devedor da operação de crédito, que antes passava dos R\$350 milhões, foi consideravelmente reduzido, o que se verifica no valor inicialmente previsto no Terceiro Contrato de Mútuo, de cerca de R\$72 milhões.

90. A própria ANEEL reconheceu que, naquele momento, a CEEE-D encontrava-se inadimplente quanto às suas obrigações pecuniárias⁴¹. Com a aprovação do Aditivo,

do delegatário de serviço público de energia elétrica figurar na condição de mutuante, como é o caso da CEEE GT, o prazo máximo do contrato, incluindo seus aditivos, não poderá ultrapassar 24 meses, sendo este o posicionamento corrente da [Superintendência de Fiscalização Econômica e Financeira da ANEEL], além do mutuante não poder ter outros contratos de mútuo ativos em situação de inadimplência por parte do mesmo mutuário, não permitindo, portanto, a celebração do contrato pleiteado pela CEEE. Contudo, algumas ponderações devem ser feitas sobre o pacto que se pretende firmar. A Interessada afirma que tem convivido com problemas estruturais: alto índice de endividamento, além de custos e despesas incompatíveis com as receitas correspondentes, gerando um problema fiscal de déficits de caixa operacional (EBITDA) nos últimos períodos. Assim, para reverter essa situação, a Administração concebeu um Plano de Ajuste Estrutural que contempla três fases: ajustes pontuais; ajustes estruturais; e eventual **reorganização societária do Grupo CEEE**. Em paralelo às ações de redução dos custos operacionais, a CEEE-D pretende reestruturar e/ou alongar suas dívidas contratuais, buscando-se carências, prazos mais longos de amortização e medidas adicionais para adimplência, como a utilização de ativos disponíveis, além dos recursos inerentes a sua geração operacional de caixa, que hoje ainda é negativa. Nessa seara, em 23 de outubro de 2017, houve a formalização do Termo de Dação de Imóvel em Pagamento e Quitação Parcial de Contrato de Mútuo, entre mutuária e mutuante, onde restou amortizada tal dívida na importância R\$293.869.778,00. A anuência da ANEEL deu-se pelo Despacho nº 3.331, de 28 de setembro de 2017, porém, a referida operação não foi suficiente para a quitação total do débito, sendo aferido saldo devedor de R\$ 72.282.103,32, com atualização até 16/04/2018. **Assim, a CEEE afirma que é imprescindível** o refinanciamento do saldo devedor do respectivo contrato de mútuo, visando estabelecer o prazo para adimplemento de tal operação em 24 (vinte quatro) meses, preservando-se as demais condições entabuladas no contrato original, considerando que a geração de caixa da mutuária foi insuficiente para liquidar o contrato de mútuo” (grifou-se).

⁴¹ Cf.: (i) §10 da Nota Técnica nº 106/2018-SFF/ANEEL (doc. nº 0884796, p. 1.119): “[...] o artigo 9º da REN 699/2016, dispõe que, na hipótese do delegatário de serviço público de energia elétrica figurar na condição de mutuante, como é o caso da CEEE GT, o prazo máximo do contrato, incluindo seus aditivos, não poderá ultrapassar 24 meses, sendo este o posicionamento corrente da [Superintendência de Fiscalização Econômica e Financeira da ANEEL], além do mutuante **não poder ter outros contratos de mútuo ativos em situação de inadimplência por parte do mesmo mutuário, não permitindo, portanto, a celebração do contrato pleiteado** pela CEEE.”; e (ii) §8 da Nota Técnica nº 128/2018-SFF/ANEEL (doc. nº 0884796, p. 1.123): “Embora o Grupo CEEE tenha formulado o pedido sob a forma de termo aditivo, em termos formais a atual



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

www.cvm.gov.br

entretanto, foi possibilitada a transferência, da CEEE-GT à CEEE-D, de outros R\$300 milhões.

91. Também reputo improcedente o argumento de que a aprovação do Aditivo seria financeiramente vantajosa para a CEEE-GT sob a alegação de que os recursos emprestados, se não fossem alocados na operação de mútuo, seriam necessariamente destinados a aplicação com condições semelhantes de remuneração, em linha com a sistemática integrada de administração de disponibilidades financeiras adotada no âmbito da administração pública direta e indireta do Estado do Rio Grande do Sul – o chamado SIAC.

92. A meu ver, a comparação dessas aplicações apenas com base em sua remuneração pode até satisfazer o teste de comutatividade econômica e financeira para os fins da ANEEL (que, como visto, tem escopo bastante delimitado), mas ignora dois elementos fundamentais para a análise de investimentos à luz dos interesses da CEEE-GT: a avaliação do risco e da liquidez.

93. Sem considerar o risco da operação, não é possível mensurar ou comparar adequadamente a rentabilidade esperada de diferentes aplicações, já que esse último fator se baseia na relação entre risco e retorno. Por sua vez, a liquidez da aplicação também deve ser levada em conta, especialmente em cenários de incerteza, já que determina a rapidez com que um investimento pode ser convertido em caixa sem perda significativa de valor.

94. Sob esse prisma, é evidente que a transação em comento não apenas era menos líquida que a alternativa, mas também de maior risco, dado o histórico persistente de dificuldades financeiras da CEEE-D. Não por outra razão, a análise da capacidade de pagamento do Aditivo levou em consideração informações sobre as medidas que estavam sendo adotadas para sanar o desequilíbrio entre sua geração de caixa e seu endividamento.

95. E faz sentido que tenha sido esse o caso, tendo em vista que em 2017, como já mencionado, o Segundo Contrato de Mútuo foi quitado parcialmente por meio da entrega de

análise pode ser considerada como sendo um novo mútuo, tendo em vista que, com a deliberação da Diretoria da ANEEL por meio do Despacho nº 1.716/2018, a CEEE D **passa a ficar adimplente junto à CEEE GT ao refinancear o saldo devedor existente no mútuo anterior.**” (grifou-se).



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

www.cvm.gov.br

fração de bem imóvel, mesmo após o prazo de pagamento da dívida, inicialmente de 24 meses, ter sido prorrogado para o dobro do tempo – um claro indicativo do risco de inadimplência.

96. Tais considerações também parecem ter embasado a decisão tomada pelos dois conselheiros que se manifestaram em sentido contrário à aprovação do Aditivo. Ambos alegaram a esta autarquia que votaram contrariamente com a intenção de, em um caso, evitar a contaminação da Companhia pela condição econômico-financeira adversa da CEEE-D e, no outro, por não ter sido convencido de que essa seria a melhor aplicação do caixa da CEEE-GT.

97. Assim, dentre as justificativas apresentadas pela defesa na tentativa de demonstrar o interesse da Companhia na aprovação do Aditivo, a única que, a meu ver, se mostra relevante, é aquela que diz respeito às repercussões negativas que a CEEE-GT potencialmente poderia enfrentar em caso de insolvência da CEEE-D.

98. Reconheço que a CEEE-GT e a CEEE-D possuíam solidariedade em matérias trabalhista e previdenciária, tendo em vista que a primeira é fruto da transformação da antiga CEEE, e a última absorveu parte do patrimônio cindido desta sociedade, como resultado de operação que ocorreu em 2006 em atendimento à Lei nº 10.848/2004, que proibiu que as distribuidoras cumulassem atividades de geração ou transmissão. Essa solidariedade decorre tanto do art. 233 da Lei nº 6.404/1976, quanto da Lei Estadual nº 12.593/2006 do Rio Grande do Sul, que autorizou a reorganização da antiga CEEE em novas sociedades de economia mista estaduais.

99. No entanto, por mais que o risco de insolvência da CEEE-D seja apresentado como um fator crucial para a aprovação do Aditivo, não há qualquer indicativo de análise concreta: (i) da probabilidade e dos impactos desse evento, e, em particular, da inadimplência das obrigações trabalhistas e previdenciárias pelas quais a CEEE-GT era solidariamente responsável; e (ii) do efeito que o repasse de recursos (ou a sua ausência) teria sobre a situação financeira da CEEE-D, e seus reflexos para a CEEE-GT.

100. Por outro lado, não vejo sentido na justificativa de que a CEEE-GT não deveria deixar a CEEE-D à própria sorte porque esta seria um importante cliente, nem correr o risco de deixar os seus clientes desassistidos, sob o risco de que a Companhia poderia ser responsabilizada



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

www.cvm.gov.br

na esfera consumerista. Em relação ao primeiro desses pontos, é nítido que esse argumento só subsiste porque o “cliente” era do mesmo grupo econômico da Companhia. O segundo, por sua vez, exige um salto lógico considerável.

101. Diante disso, a única explicação que considero plausível para a celebração do Aditivo é aquela apresentada pela Acusação: o atendimento dos interesses da CEEE-D e, em última medida, da CEEE-Par, em detrimento daqueles da CEEE-GT.

102. São diversos os indícios constantes dos autos que suportam o entendimento de que o Aditivo foi tratado como uma opção adotada em favor do grupo CEEE como um todo, e não em benefício da CEEE-GT. Chamo atenção, nesse sentido, para a conclusão da Nota Técnica nº 3/2018, elaborada pela diretoria financeira da CEEE-GT, segundo a qual a transação estaria:

“alinhada com o Planejamento Econômico e Financeiro das Empresas do Grupo CEEE, considerando as ações de curto, médio e longo prazo, oferecendo a prerrogativa da CEEE-GT, na medida em que eventualmente possuir excedente de caixa de repassar a CEEE-D o volume máximo de R\$ 300 mm, com uma remuneração mínima adequada ao seu padrão institucional, com prazos de amortização coercitivos que não comprometem sua liquidez econômica e financeira” (grifou-se).

103. Em menor medida, mas no mesmo sentido, vale frisar que tanto o timbre de tal nota técnica quanto a identificação de seus signatários fazem referência apenas ao grupo, mas não à CEEE-GT, o que é indicativo de qual era o interesse preponderante nessa transação.

104. A mesma lógica se verifica nas Notas Técnicas nº 106/2018-SFF/ANEEL e nº 128/2018-SFF/ANEEL, que analisaram a aprovação do Terceiro Contrato de Mútuo e do Aditivo, respectivamente. Em ambas, reconhece-se que a aprovação das matérias em questão justificava-se por conta dos problemas estruturais enfrentados pela CEEE-D⁴².

105. Especificamente no primeiro desses documentos, reconhece-se que, se não fosse por isso, a celebração do Terceiro Contrato de Mútuo nem teria sido autorizada. E isso porque, nos termos do art. 9º da Resolução Normativa ANEEL nº 699/2016, “na hipótese do

⁴² Cf. os §§10 e ss. da Nota Técnica nº 106/2018-SFF/ANEEL (doc. nº 0884796, p. 1.119) e o §10 da Nota Técnica nº 128/2018-SFF/ANEEL (docs. nº 0884796, p. 1.119 e 1.123).



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

www.cvm.gov.br

delegatário de serviço público de energia elétrica figurar na condição de mutuante, como é o caso da CEEE GT, o prazo máximo do contrato, incluindo seus aditivos, não poder[ia] ultrapassar 24 meses”, além do que o mutuante não poderia “ter outros contratos de mútuo ativos em situação de inadimplência por parte do mesmo mutuário”, o que “não permiti[ria], portanto, a celebração do contrato pleiteado pela CEEE”.

106. Em concreto, a agência reguladora do setor elétrico ponderou tais restrições regulatórias, que me parecem voltadas à proteção dos interesses de mutuantes, à luz da situação da mutuária, tendo levado em conta, inclusive, a afirmação do grupo CEEE de que o refinanciamento do saldo devedor em questão seria imprescindível⁴³.

107. Como bem sintetizado por Nelson Eizirik, nos grupos de fato⁴⁴ – e era esse o caso do grupo CEEE –, “as relações jurídicas mantidas entre as sociedades que os integram devem observar os princípios e regras que regem as relações entre companhias isoladas”, não podendo “o acionista controlador utilizar o seu poder em detrimento de alguma companhia controlada, sob o pretexto de estar beneficiando o grupo como um todo; cada sociedade deve atuar buscando a consecução de seu próprio interesse e objeto social”⁴⁵.

108. E isso porque, como explica Daniel Vio:

“o domínio exercido [pela sociedade controladora] sobre o grupo permite a busca de benefícios privados da posição de controle, ou seja, ganhos desproporcionalmente elevados em relação ao investimento aportado na companhia e que não são compartilhados com os demais acionistas”⁴⁶.

109. À época dos fatos objeto deste PAS, apesar da concentração da base acionária da Companhia pela CEEE-Par e pela Centrais Elétricas Brasileiras - Eletrobras S.A.

⁴³ §15 da Nota Técnica nº 106/2018-SFF/ANEEL (doc. nº 0884796, p. 1.119).

⁴⁴ Isto é, aquele caracterizado pelo “conjunto de controladora, controladas e coligadas que não esteja sujeito às disposições relativas ao grupo de direito, por não ter seus vínculos formalizados por meio de convenção” (Daniel de Avila Vio, Grupos Societários – Ensaio sobre os Grupos de Subordinação, de Direito e de Fato, no Direito Societário Brasileiro, São Paulo: Quartien Latin, 2016, p. 243).

⁴⁵ “Independência dos administradores em relação ao acionista controlador. Relações entre companhias integrantes de grupo de fato”, in Modesto Carvalhosa e Nelson Eizirik, Estudos de direito empresarial, São Paulo: Saraiva, 2010, p. 372.

⁴⁶ Daniel de Avila Vio, Grupos Societários – Ensaio sobre os Grupos de Subordinação, de Direito e de Fato, no Direito Societário Brasileiro, São Paulo: Quartien Latin, 2016, p. 251.



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

www.cvm.gov.br

(“Eletrobras”), que mantinham participação em igual proporção na CEEE-D, a Companhia chegou a contar com mais de 700 outros acionistas, titulares de participação representativa de cerca de 1,49% de seu capital social⁴⁷. A própria Eletrobras mantinha acordo de acionistas com a CEEE-Par, mas não integrava o controle da CEEE-GT. Na CEEE-D, apesar de as participações observarem os mesmos percentuais, o número de acionistas era mais próximo dos 200⁴⁸.

110. Tal conclusão é apenas corroborada pela posição contrária dos únicos membros do conselho de administração da Companhia que não exerciam a mesma função também na CEEE-D.

111. Tais elementos constituem indícios sérios, consistentes e convergentes aptos a permitir uma conclusão robusta de que a aprovação do Aditivo se deu primordialmente em benefício da CEEE-D e do grupo CEEE, e não em favor da CEEE-GT.

112. Por último, não deixo de reconhecer que o interesse social da Companhia, à época uma sociedade de economia mista, não se limitava à sua finalidade lucrativa, sendo aquela também imbuída de um interesse público⁴⁹, em decorrência do que prevê o art. 238 da Lei nº 6.404/1976, que autoriza o Estado a “orientar as atividades da companhia de modo a atender ao interesse público que justificou a sua criação”⁵⁰.

113. Nesse contexto, as sociedades de economia mista precisam conciliar a finalidade lucrativa, que é característica das sociedades anônimas, com o interesse público que justificou

⁴⁷ Conforme formulários de referência da CEEE-GT arquivados em 21/05/2018 e 08/05/2019.

⁴⁸ Conforme formulários de referência da CEEE-D arquivados em 02/03/2017, 08/05/2018 e 08/05/2019.

⁴⁹ E isso até mesmo em decorrência de sua composição acionária, como observado pelo diretor relator Otto Lobo no âmbito do PAS CVM nº 19957.008704/2017-14, j. em 27/09/2022: “As sociedades de economia mista, constituídas por capital público e privado, têm, por definição, grupos de acionistas com interesses distintos. O ente público, acionista majoritário, tem como objetivo promover o interesse público definido pelo ordenamento jurídico brasileiro, enquanto os acionistas privados, por outro lado, buscam o lucro com a exploração da atividade econômica.”

⁵⁰ Cf.: “A legislação brasileira sobre sociedades anônimas é expressa ao reconhecer na sociedade de economia mista a existência de um interesse público específico. Essa particularidade não decorre automaticamente do controle acionário estatal, mas depende do enquadramento da companhia no modelo diferenciado previsto no capítulo XIX da Lei no 6.404/76. É o que se depreende do artigo 238, quando autoriza o acionista controlador a orientar as atividades da companhia de modo a atender ao interesse público que justificou a sua criação.” (Mario Engler Pinto Junior, Empresa estatal: função econômica e dilemas societários, 2ª ed., São Paulo: Atlas, 2013, p. 311).



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

www.cvm.gov.br

a criação das empresas estatais. Para tanto, a noção do que constitui esse interesse público é essencial.

114. Ressalvo, em primeiro lugar, que tal interesse público não corresponde à função social prevista no art. 154 da lei societária. Como explica Mário Engler Pinto Junior:

“Seria equivocado, porém, confundir o interesse público característico da empresa estatal, com o interesse público que integra o conceito de função social e é comum a todas as companhias, independentemente da origem do capital acionário. Enquanto o primeiro possui foco restrito, está delimitado pelo objeto social e representa a própria razão de ser da companhia sob controle estatal, o segundo está apoiado em norma geral dirigida indistintamente a qualquer sociedade anônima, abrange um universo definido de indivíduos afetados pela atividade empresarial, e não tem por escopo a execução de políticas públicas”⁵¹.

115. Como se vê, a sociedade de economia mista não se sujeita genericamente ao interesse público, ou ainda, ao interesse do ente estatal que a controla⁵², mas somente àquele interesse específico, que está em sua gênese, “previsto na lei autorizativa da constituição da companhia, reproduzido no estatuto social e compatível com seu campo de atuação”⁵³, nos termos do art. 237 da Lei nº 6.404/1976⁵⁴.

116. A mesma lógica parece estar refletida na Lei nº 13.303/2016⁵⁵, mesmo que sob outros termos. O seu art. 27 se refere à “função social de realização do interesse coletivo ou de atendimento a imperativo da segurança nacional expressa no instrumento de autorização legal

⁵¹ Mario Engler Pinto Junior, “Sociedade de economia mista”, in Fábio Ulhoa Coelho (coord.), Tratado de direito comercial, v. 4: relações societárias e mercado de capitais, São Paulo: Saraiva, 2015, p. 439.

⁵² “O interesse público típico da companhia mista não se confunde com o interesse individual do Estado enquanto acionista controlador.” (Mario Engler Pinto Junior, Empresa estatal: função econômica e dilemas societários, 2ª ed., São Paulo: Atlas, 2013, p. 316).

⁵³ Mario Engler Pinto Junior, “Sociedade de economia mista”, in Fábio Ulhoa Coelho (coord.), Tratado de direito comercial, v. 4: relações societárias e mercado de capitais, São Paulo: Saraiva, 2015, p. 437.

⁵⁴ Art. 237. A companhia de economia mista somente poderá explorar os empreendimentos ou exercer as atividades previstas na lei que autorizou a sua constituição.

⁵⁵ Art. 27. A empresa pública e a sociedade de economia mista terão a função social de realização do interesse coletivo ou de atendimento a imperativo da segurança nacional expressa no instrumento de autorização legal para a sua criação.



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

www.cvm.gov.br

para a sua criação”, a qual, em linha com o ensinamento transcrito acima, entendo não se confundir com a função social do art. 154 da lei societária.

117. A esse respeito, se, de um lado, como alegado pela defesa, a Lei Estadual nº 4.136/1961 do Rio Grande do Sul, ao autorizar o governo estadual a criar a antiga CEEE, indicava que esta se destinaria a “projetar, construir e explorar sistemas de produção, transmissão e distribuição de energia elétrica”; de outro, a Lei Estadual nº 12.593/2006, segregou esse sistema, determinando a transformação da CEEE na CEEE-GT, assim como a constituição da CEEE-Par e da CEEE-D, tendo sido atribuída a atividade de distribuição expressamente a esta última⁵⁶.

118. Considerando o conteúdo da lei autorizativa de 1961 e as transformações ocorridas a partir de 2006 também por força de lei, concluo que, desde então, a CEEE-GT passou a se sujeitar a interesses coletivos, sim, mas apenas aqueles circunscritos às atividades que compõem o seu objeto social e que motivaram a criação da sociedade como resultado da reorganização da antiga CEEE, como esclarece Mário Engler Pinto Junior:

“a interpretação da lei autorizativa deve levar em conta que o interesse público societário possui dimensão específica, vale dizer, não se trata de qualquer interesse público (primário ou secundário), mas apenas daquele que justificou a criação da companhia. Havendo ambiguidade, **deve prevalecer o entendimento restritivo, sob pena de desvirtuar os objetivos institucionais da empresa estatal**”⁵⁷ (grifou-se).

119. Consequentemente, não vejo de que maneira a aprovação do Aditivo poderia atender aos interesses coletivos a que a CEEE-GT se sujeitava. Dessa forma, entendo não assistir razão ao argumento da defesa de que os administradores da CEEE-GT, para o atingimento do

⁵⁶ Art. 1º Fica o Poder Executivo autorizado a promover a reestruturação societária e patrimonial da Companhia Estadual de Energia Elétrica - CEEE -, com a finalidade de segregar as atividades de distribuição de energia elétrica das demais atividades por ela exercidas, para ajustá-la ao disposto na Lei Federal nº 10.848, de 15 de março de 2004, mediante alteração de sua denominação e constituição de duas outras sociedades, assim discriminadas: [...] III - constituição de uma sociedade por ações, controlada, de distribuição de energia elétrica, denominada Companhia Estadual de Distribuição de Energia Elétrica - CEEE-D -, a qual será resultante da cisão parcial da atual Companhia Estadual de Energia Elétrica - CEEE.

⁵⁷ Mario Engler Pinto Junior, Empresa estatal: função econômica e dilemas societários, 2ª ed., São Paulo: Atlas, 2013, p. 278.



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

www.cvm.gov.br

interesse coletivo e realização de sua função social, deveriam emprestar recursos excedentes à CEEE-D por força da interdependência entre ambas.

120. Ante o exposto, voto pela condenação dos acusados pela violação do art. 154 da Lei nº 6.404/1976, pela atuação em desvio de poder ao aprovarem o Aditivo.

IV. CONCLUSÃO E PENALIDADES

121. Os fatos objeto deste PAS ocorreram após a entrada em vigor da Lei nº 13.506/2017, que alterou a Lei nº 6.385/1976. Dessa forma, os valores máximos das penas desde então previstos na lei são aplicáveis a este caso, observados os parâmetros introduzidos na regulamentação da CVM pela Instrução CVM nº 607/2019, atualmente refletidos na Resolução CVM nº 45/2021.

122. De todo modo, na fixação de penalidades por esta CVM, o Colegiado deve atentar para os princípios da proporcionalidade e da razoabilidade, assim como os motivos que justifiquem sua imposição. Em cada caso, cabe, portanto, avaliar a gravidade do ilícito e as condutas, observadas eventuais circunstâncias agravantes ou atenuantes, à luz da legislação de regência da matéria.

123. Nos termos do art. 1º, inciso I, do Anexo B à Resolução CVM nº 45/2021, o descumprimento do art. 154, *caput* e §§ 1º e 2º, é considerado grave⁵⁸.

124. Com base nas circunstâncias concretas do caso e em linha com precedentes do Colegiado⁵⁹, fixo a pena-base em R\$400.000,00. Além disso, considero como circunstância atenuante, a incidir sobre a pena-base no percentual de 15%, os bons antecedentes dos acusados.

125. Em síntese, por todo o exposto, voto por:

i) **absolver** Ademir Baretta, Daniel Vargas de Farias, Everton Santos Oltramari, Urbano Schmitt, Vera Inês Salgueiro Lermen e Vicente Paulo Mattos de Brito Pereira, na

⁵⁸ Art. 1º Consideram-se infração grave, ensejando a aplicação das penalidades previstas nos incisos III a VIII do art. 11 da Lei nº 6.385, de 1976, as seguintes hipóteses: I – descumprimento dos arts. 115; 116; 117; 153; 154, *caput* e §§ 1º e 2º; 155, *caput* e §§ 1º, 2º e 4º; 156, *caput* e § 1º; 165, *caput* e §§ 1º e 2º; art. 170, §§ 1º e 7º, 201; 202, *caput* e §§ 5º e 6º; 205, *caput* e § 3º; 245; 254-A, *caput*; e art. 273 da Lei nº 6.404, de 1976; [...].

⁵⁹ Cf. PAS CVM nº 19957.004392/2020-67, Dir. Rel. Alexandre Rangel, j. em 16/08/2022.



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

www.cvm.gov.br

qualidade de membros do conselho de administração da CEEE-GT, da acusação de descumprimento do dever de diligência, em infração ao art. 153 da Lei nº 6.404/1976; e

- ii) com fundamento no art. 11 da Lei nº 6.385/1976, condenar Ademir Baretta, Daniel Vargas de Farias, Everton Santos Oltramari, Urbano Schmitt, Vera Inês Salgueiro Lermen e Vicente Paulo Mattos de Brito Pereira, na qualidade de membros do conselho de administração da CEEE-GT, à **penalidade de multa pecuniária** no valor individual de **R\$340.000,00**, para cada um, por atuarem em infração ao art. 154 da Lei nº 6.404/1976.

É como voto.

Rio de Janeiro, 29 de outubro de 2024.

Marina Copola

Diretora Relatora