



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP 20050-901 – Brasil – Tel: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/SP – CEP 01333-010 – Brasil – Tel: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP 70712-900 – Brasil – Tel: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº 19957.008378/2023-85

Reg. Col. 3039/24

Acusados: Antônio Carlos Romanoski
Eduardo Larangeira Jácome
Leo Julian Simpson
Thomas Cornelius Azevedo Reichenheim
Nelson Sequeiros Rodriguez Tanure
Roberto Luz Portella

Assunto: Possível infração ao disposto no art. 170, §§1º e 7º, da Lei 6.404, em aumento de capital da Gafisa S.A.

Relator: Presidente João Pedro Nascimento

COMPLEMENTAÇÃO DE VOTO - DJA

I – INTRODUÇÃO

1. Complemento meu voto do dia 29.10.2024 para duas finalidades: **(i)** corrigir uma citação que fiz equivocadamente do il. voto do Relator; e **(ii)** incluir uma ilustração que, por falha na conversão do arquivo do voto que proferi para o formato PDF, apareceu como uma tarja.

II – ERRATA

2. Iniciei meu voto-vista pela reprodução de trechos que afirmei serem do il. voto do Relator, para dizer que concordava com o que chamei de pilar teleológico do seu texto (§2 do meu voto), e em seguida contestar parte das afirmações. Reproduzi estes dois parágrafos:

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

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



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

3. Errei. E não foi pouco. Em termos práticos o que houve foi que comecei a redigir minha manifestação e aprofundar as reflexões sobre o processo ainda sobre uma minuta não definitiva do voto do Relator, e em grave lapso não promovi os ajustes diante da versão final, que suprimiu os trechos que citei no §2 de meu voto-vista, substituindo-os por um desenvolvimento mais longo sobre o tema, e modificou os §§52-53 que citei no §3.
4. De um lado, os §§12-21 da versão correta do voto do Relator a meu ver são consistentes com os parágrafos que reproduzi acima, ao discorrerem sobre o direito de preferência – com conteúdo de que não discordo em qualquer aspecto. Por outro, nos §§52-53 houve mudanças mais substanciais, pelo que faço a retificação com maior atenção.
5. A falácia do espantalho consiste em distorcer o argumento da parte com quem se debate, dizendo que ela afirmou B quando afirmou A, a fim de desmontar o argumento B, mais fácil de ser contestado. Trata-se de um questionável recurso de erística, talvez admissível no debate parcial entre contendores numa disputa contenciosa, talvez até mesmo no exercício do direito de defesa, em que as partes têm o objetivo do convencimento puro e simples. Não deveria ter lugar num julgamento entre pares, em que se deveria buscar apenas chegar-se o mais próximo da verdade dos fatos e do melhor direito aplicável, com a boa-fé interpretativa de extrair o melhor do argumento alheio.
6. Apesar de ter incorrido nesse lapso de maneira não intencional, o efeito prático foi similar ao de cometer essa modalidade de falácia, pois reproduzi um texto distinto do que foi utilizado e cheguei a contestar um argumento que, embora inserido na tese da acusação, nem mais estava presente no voto.
7. Fosse um erro de tipografia, uma nota de rodapé incompleta, ou algo similar, teria sido minha opção substituir o arquivo. Porém, diante da materialidade do erro, entendo mais adequado e honesto deixá-lo nos autos como ocorreu, e tratá-lo por meio deste expresso reconhecimento do erro, que além de minha inteira responsabilidade, foi também de minha autoria¹.
8. Na tabela a seguir, reproduzo os trechos como os transcrevi em meu voto-vista e como constaram da versão definitiva, com negritos acrescentados às diferenças e sublinhados onde houve apenas uma mudança de local e preservação de conteúdo:

¹ A responsabilidade seria minha em qualquer hipótese, mas na organização das atividades de minha equipe, em certos votos, por afinidade temática, conto com a colaboração apenas pontual para pesquisas, como foi o caso neste, e seus integrantes não tiveram nem tempo hábil de me apontar o erro antes do julgamento, por não terem tido acesso ao texto com antecedência.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Trechos como apresentei no voto-vista:	Trechos voto de relatoria (versão correta):
<p>52. <i>In casu</i>, ao oferecer apenas para os acionistas que exercessem o direito de preferência o direito subscrever as sobras por valor mais vantajoso (R\$ 4,96), a Companhia gerou um tratamento diferenciado em relação aos demais acionistas e promoveu a diluição injustificada dos acionistas que optaram por não subscrever as sobras.</p> <p>No caso concreto, os diferentes preços de emissão fazem com que o valor por ação pago pelos acionistas com menor potencial de investimento seja maior do que o valor por ação aplicável aos subscritores com maior potencial de investimento. <u>Há aqui um tratamento que gera distorções adversas aos acionistas que tenham capacidade limitada de investimento, mesmo que no caso concreto tais acionistas venham a exercer os seus respectivos direitos de preferência, caso estes não tenham recursos adicionais para os aportes nas rodadas subsequentes.</u></p> <p>53. O modelo proposto subverte o sistema de proteção às minorias no contexto do aumento de capital. O acionista que exerça a preferência e subscreva a sua exata proporção de ações, mas não participe da rodada de sobras, será diluído em relação àquele que subscreva as sobras, uma vez que ele terá pago um valor maior pelas mesmas ações. Sendo assim, ainda que exerça o seu direito de preferência, o acionista que não subscreve as sobras será economicamente prejudicado na Companhia. Portanto, <u>o sistema de bônus escalonado previsto no Aumento de Capital tende a prejudicar os acionistas que não acompanhassem todas as rodadas de subscrição.</u> [obs.: negrito do §52 da coluna da direita].</p>	<p>52. <i>In casu</i>, ao oferecer apenas para os acionistas que exercessem o direito de preferência o direito subscrever as sobras por valor mais vantajoso (R\$ 4,96), a Companhia gerou um tratamento diferenciado em relação aos demais acionistas e prejudicou os acionistas que optaram por não subscrever as sobras [obs.: ver parte final do §53 na coluna à esquerda, 2º trecho sublinhado].</p> <p>53. No caso concreto, os diferentes preços de emissão fazem com que o <u>preço médio por ação pago pelos acionistas que subscreveram ações somente no exercício do seu direito de preferência seja maior do que aquele pago aos acionistas subscritores das sobras.</u> Este é um fato matematicamente incontroverso.</p> <p>54. A Companhia não apresentou nenhuma justificativa econômica que fundamentasse os diferentes preços de emissão adotados no Aumento de Capital, ao contrário, ela foi clara no sentido de que o escalonamento de preços simplesmente objetivou fomentar a subscrição do Aumento de Capital pelos seus acionistas.</p> <p>55. Nota-se, portanto, que a estrutura desenhada para o Aumento de Capital <u>gera distorções adversas entre acionistas da mesma classe e espécie, sem que haja fundamento econômico para diferenciação entre os preços de emissão. Tal cenário tende a prejudicar os acionistas que tenham capacidade limitada de investimento, mesmo que no caso concreto tais acionistas venham a exercer os seus respectivos direitos de preferência, caso estes não tenham recursos adicionais para os aportes nas rodadas subsequentes.</u></p>

9. Pois bem. Como se vê, o texto que reproduzi equivocadamente tinha a afirmação de que o tratamento diferenciado “*promoveu a diluição injustificada dos acionistas que optaram por não subscrever as sobras*”, que foi suprimida. Assim, inadvertidamente acabei incluindo como palavras do Relator que os acionistas teriam sido *diluídos* por não subscreverem as sobras, quando a versão definitiva aprimorou o argumento para sustentar que tais acionistas teriam sido apenas *prejudicados economicamente*, ao subscreverem ações a preço superior que outros acionistas.

10. Daí, quando tratei do argumento de que *a diluição seria injustificada ao não permitir ao investidor programar-se com segurança e previsibilidade*, como se estivesse contido no voto de relatoria, cometi – mesmo que por culpa e não dolo – a falácia do espantalho. Essa afirmação **não constou** da versão final do voto do Relator. Objetivamente, é uma desonestidade intelectual e por óbvio, em respeito ao Relator e ao próprio debate público, não posso tolerar que permaneça nos autos. Trata-se de um erro de que busco me retratar com este esclarecimento.

11. De todo modo, mantenho a argumentação desenvolvida para demonstrar que a subscrição das sobras não causou diluição injustificada, pois se trata de tese central à acusação.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

12. Em relação às demais considerações, a partir do §32 de meu voto-vista passo a tratar do argumento de que o acionista que não participa das sobras seria prejudicado por pagar preço médio superior ao de quem participa – argumento efetivamente presente no il. voto de relatoria – e demais fundamentos da proposta de condenação.

13. Em suma, a visão do Relator é a de que pagar preços diferentes por ações idênticas num mesmo aumento de capital configuraria “prejuízo econômico”, fora das situações mencionadas pelo Parecer de Orientação nº 5/79. Em meu voto-vista já expus as razões pelas quais aquele parecer é apenas um adorno argumentativo. Se a lei proibisse preços diferentes num mesmo aumento, o parecer seria ilegal. Como ela não proíbe, ele pode dar apenas alguns exemplos.

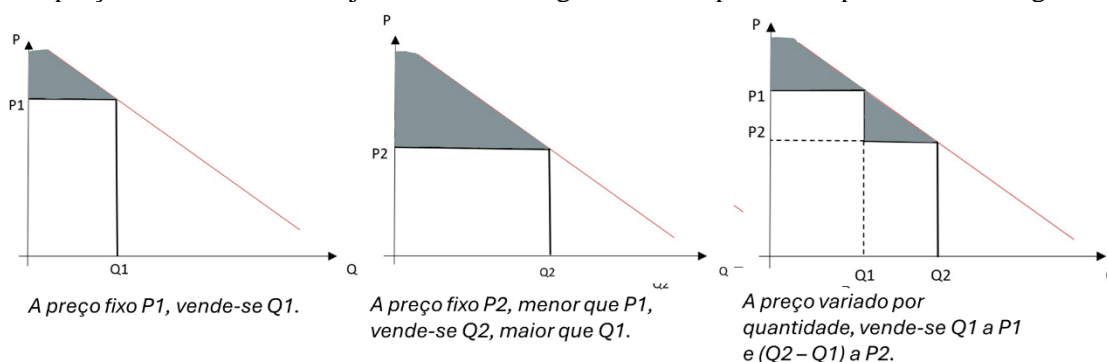
14. A leitura que o Relator faz do conceito de “prejuízo econômico” é muito ampliativa, a ponto de abarcar consequências patrimoniais inteiramente previsíveis aos acionistas. Ao subscreverem ações no aumento, têm plena noção sobre as consequências patrimoniais de sua decisão. Considerar como prejuízo uma alteração voluntária do patrimônio pessoal não me parece nem mesmo compatível com o funcionamento da economia de mercado.

II – GRÁFICOS AUSENTES DO §43 DO VOTO-VISTA

15. Afirmei nos §§42-43 do voto-vista:

42. A situação [*de preços diferentes para quem subscreveu mais ações que seu direito de preferência*] me faz lembrar do conceito de discriminação de preços de segunda ordem, em que se pratica um preço inferior para quantidades maiores adquiridas de um mesmo produto. Quando há um preço fixo, quem vende tem que “acertar” o preço em que aufere a maior demanda possível. Quando o preço pode ser variável, é possível obter preços mutuamente vantajosos (...).

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



Os gráficos ilustram uma curva de demanda genérica, sem significado específico para sua inclinação.

A receita, no caso o volume captado, é superior com a venda a preços diferenciados por quantidade, sendo que todos os adquirentes praticaram preços que julgaram adequados. Aplicando-se ao caso dos autos, todos os que adquiriram por R\$ 5,12 (análogo a $P1$) teriam adquirido pelo preço fixo R\$ 4,96 (análogo a $P2$), mas a companhia teria captado menos recursos. Se as sobras tivessem sido pelo preço fixo R\$ 5,12, espera-se que a quantidade subscrita nas sobras teria sido inferior, já que preços maiores têm quantidade demandada menor.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

16. A figura acima não apareceu no voto que proferi, pelo que a incluo nesta ocasião.
17. Com esses complementos, ratifico a conclusão de meu voto-vista proferido na sessão de 29 de outubro de 2024.

Brasília, 18 de dezembro de 2024

João Accioly

Diretor