



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 N° 19957.008378/2023-85

Reg. Col. n° 3039/24

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

Assunto: Apurar eventual responsabilidade de administradores da Gafisa S.A, por infração ao disposto no art. 170, §§1º e 7º, da Lei n° 6.404/1976 c/c art. 45 da Instrução CVM 480/09.

Relator: Presidente João Pedro Nascimento

MANIFESTAÇÃO COMPLEMENTAR DE VOTO

1. Trata-se de PAS¹ instaurado pela SEP para apurar a responsabilidade de: **(i)** Antônio Romanoski, Eduardo Jácome, Leo Simpson, Thomas Reichenheim, Nelson Tanure e Roberto Portella, na qualidade de membros do Conselho de Administração da Gafisa, por supostamente terem fixado condições de preço de emissão para o aumento de capital em descumprimento ao art. 170, §1º, da LSA; e **(ii)** Roberto Portella, na qualidade de DRI da Gafisa, por supostamente não divulgar os critérios adotados e o embasamento legal para os preços de emissão fixados no aumento de capital, em descumprimento ao art. 170, §7º, da LSA c/c o art. 45 da então vigente ICVM 480.

2. Respeitosamente, divirjo do entendimento proferido pelo Diretor João Accioly em seu voto, que concluiu pela absolvição² de todos os Acusados (“Voto Vista”)³.

3. Uma vez que os fundamentos acolhidos no Voto Vista ainda não constavam nos autos à época da sessão de julgamento do dia 10 de setembro de 2024, notadamente em

¹ Os termos iniciados em letra maiúscula utilizados neste voto, que não estiverem nele definidos, têm o significado que lhes foi atribuído no relatório que o antecede (“Relatório”).

² Lembre-se que este PAS é desdobramento do Processo CVM n° 19957.004478/2019-56, que foi analisado na Reunião de Colegiado de 28/02/2023, ocasião em que o Colegiado deliberou, por unanimidade, pelo reconhecimento de vícios no Aumento de Capital da Gafisa, de modo consistente com a minha posição tanto no Voto Original quanto nesta manifestação de voto complementar. Naquela ocasião, a Diretora Flavia Perlingeiro foi a relatora e todos os demais membros do Colegiado à época acompanharam a Diretora Relatora (i.e., o Presidente João Pedro Nascimento e os Diretores Otto Lobo, João Accioly e Alexandre Rangel), conforme Ata da Reunião do Colegiado de 28/02/2023 (Doc. 1728912).

³ O Voto Vista foi acompanhado pelo Diretor Otto Lobo na retomada da Sessão de Julgamento hoje (18/12/2024).



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

relação aos modelos matemáticos citados, entendo que a presente manifestação se faz pertinente para a melhor compreensão da minha interpretação sobre o caso.

4. Em linha com precedentes deste Colegiado⁴, apresento esta manifestação complementar, na condição de Relator deste PAS, trazendo considerações adicionais ao voto que proferi na Sessão de Julgamento iniciada em 10/09/2024 (o “Voto Original”), com atenção especial aos argumentos novos e modelos matemáticos constantes do Voto Vista.

Das Irregularidades no Aumento de Capital da Gafisa

5. Inicialmente, reafirmo as conclusões do Voto Original acerca da existência de irregularidades na estrutura de preços do Aumento de Capital aprovado pelo Conselho de Administração da Gafisa em reunião realizada em 15/04/2019.

6. No caso dos autos, a Companhia utilizou Laudo de Avaliação elaborado por empresa especializada⁵ como referência para a fixação do preço de emissão das novas ações, o qual estimou um intervalo de preço entre R\$ 6,31 e R\$ 5,73 por ação.

7. Com base em tal Laudo de Avaliação, o preço de emissão foi fixado em **R\$6,02** (seis reais e dois centavos) por ação⁶, sendo aplicado um bônus escalonado de acordo com o momento de subscrição: (i) 15% (quinze por cento) aplicado sobre o preço base da emissão no exercício do direito de preferência, a um preço de **R\$ 5,12** (cinco reais e doze centavos) por ação ON; e (ii) adicional de 3% (três por cento), no valor de **R\$ 4,96** (quatro reais e noventa e seis centavos) por ação ON, na subscrição das sobras.

8. Como expus nas razões do Voto Original, em tese, desde que respeitados os parâmetros previstos na LSA, não há vedação para (i) a fixação de preços de emissão distintos, seguindo os parâmetros do Parecer de Orientação CVM nº 5/79⁷; ou (ii) que o

⁴ Cita-se, por exemplo: (i) manifestação complementar do Dir. Rel. Gustavo Borba no PAS CVM nº RJ2013/11703, j. em 31/07/2018; (ii) manifestação complementar do Dir. Rel. Alexandre Rangel no PAS CVM nº 19957.003175/2020-50, j. em 08/11/2022; e (iii) manifestação complementar do Dir. Rel. João Accioly no PAS CVM nº 19957.007626/2019-94, j. em 3/12/2024.

⁵ A Eleven Financial Research (Doc. 1827073, p. 85).

⁶ Valor médio do intervalo apurado no Laudo de Avaliação.

⁷ Repito aqui os §§44 até 48 do Voto Original: “44. Há aproximadamente 45 (quarenta e cinco) anos, o Parecer de Orientação CVM nº 5/79 fornece diretrizes sobre o tema da diversidade de preços de emissão em função da diversidade de tipos (espécies, classes ou forma) das ações a serem emitidas por uma companhia aberta em um mesmo aumento de capital. As suas orientações permanecem válidas e precisas até os dias de hoje. 45. O Parecer de Orientação CVM nº 5/79 prevê como regra geral o estabelecimento de um único preço para todas as ações, mas excepcionalmente admite a fixação de preços de emissão distintos em um mesmo aumento de capital. Esta faculdade é restrita aos casos em que diferentes



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

preço de emissão seja fixado fora do intervalo de valores de referência apurados em laudo de avaliação contratado.

9. No entanto, no caso concreto, o Aumento de Capital foi irregular, pois **(i)** violou o princípio do tratamento igualitário entre os acionistas, previsto no art. 109, §1º, da LSA; **(ii)** fixou preços de emissão em violação ao art. 170, §1º da LSA; e **(iii)** resultou na diluição injustificada de acionistas da Companhia.

10. Em relação ao primeiro ponto, há um tratamento desigual entre acionistas titulares de ações de mesma classe, na medida em que o direito de subscrição das sobras, com preço de emissão inferior ao inicialmente oferecido à generalidade dos acionistas⁸, é limitado àqueles que para além de exercerem todo o direito de preferência também chegaram até as sobras. Esse tratamento diferenciado (que não é baseado em qualquer fundamento econômico⁹) é oferecido exclusivamente aos acionistas que, além de exercerem integralmente o seu direito de preferência, também subscreveram sobras.

11. Em relação ao segundo ponto, a estrutura de preços de emissão do Aumento de Capital não guarda relação com o valor econômico das ações¹⁰, conforme §1º do art. 170 da LSA. Como restou declarado no Aviso Republicado, o propósito dos descontos escalonados era simplesmente gerar atratividade do preço e incentivar a participação de acionistas na subscrição das ações no Aumento de Capital.

12. Em relação ao terceiro ponto, o Aumento de Capital resultou na diluição injustificada dos acionistas que não subscreveram ações no âmbito do aumento. Esses

tipos de ações a serem emitidas: (i) apresentem cotações no mercado significativamente díspares; e (ii) possuam significativos índices de negociabilidade. 46. Nota-se que a adoção de diferentes preços em um mesmo aumento de capital é excepcional e tem como pressuposto, de forma geral, corrigir a disparidade nos valores econômicos de ações de tipos distintos. 47. No caso concreto, as excepcionalidades que fundamentam a adoção de preços de emissão distintos não se aplicam. As ações emitidas eram da mesma classe e espécie (i.e., ações ordinárias) e possuíam valor econômico idêntico, de forma que não se enquadram nas situações previstas no referido Parecer de Orientação, nem mesmo em precedentes ou em regras da CVM.”

⁸ A concessão de vantagens aos subscritores de ações é prática legítima, todavia, ela deve ser feita observando a sistemática e contornos da LSA. Nesse sentido, a título de exemplo, cito a possibilidade de atribuição de bônus de subscrição, como vantagem adicional, aos subscritores de ações e debêntures, nos termos do art. 77 da LSA.

⁹ Como destaquei no Voto Original, em determinadas situações, é possível que sejam adotados preços de emissão distintos entre acionistas. Nesse sentido, cita-se, por exemplo, o Parecer de Orientação nº 5/79 e o Parecer CVM/SJU/Nº 068/80.

¹⁰ Aqui cabe uma reflexão no sentido de que, tal como exposto no §21 do Voto Original, “a emissão de ações pelo valor econômico é a solução que melhor protege os interesses de todos os acionistas, inclusive daqueles que não subscrevem o aumento, como se extrai da Exposição de Motivos da Lei nº 6.440/1976.” Todavia, a adoção do parâmetro do valor econômico nem sempre é possível, nos casos em que não há atratividade para aporte de capital por tal critério. Em tal contexto, por exemplo, autoriza-se que a administração da Companhia possa flexibilizar o modelo aplicável para gerar atratividade aos aportes, sendo que no contexto de tal decisão incidem os deveres fiduciários dos administradores que adotarão tal flexibilidade em nome 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
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

acionistas terão seus direitos patrimoniais diluídos injustificadamente, uma vez que em favor dos subscritores das sobras os valores foram inferiores àquele aplicável no direito de preferência, sem fundamento econômico, resultando em uma transferência de riqueza de acionistas não subscritores em favor daqueles subscritores das sobras.

Das premissas e argumentos do Voto Vista

13. Em seu Voto Vista, o Diretor João Accioly defende que a estrutura de preços do Aumento da Gafisa seria regular, por entender, essencialmente, que: (i) não houve diluição injustificada; (ii) não houve prejuízo aos demais acionistas; e (iii) a estrutura de preços promove maior eficiência e atende o interesse social.

14. Respeitosamente, dirirjo das premissas adotadas no Voto Vista, pelas razões que exponho a seguir.

I. Da (suposta) ausência de diluição injustificada.

15. Em seu voto, o Diretor João Accioly afirma que “[s]egundo o Relator, a diluição que ocorreria em tal situação, **na medida em que não permitiria ao investidor programar-se com segurança e previsibilidade contra sua redução percentual, poderia ser classificada como ‘injustificada’**”¹¹.

16. Primeiramente, esclareça-se que tal afirmativa não consta no Voto Original. Com a devida vênia, o Voto Vista desvia as razões pelas quais entendo que o Aumento de Capital gerava diluição injustificada dos acionistas da Companhia. Por esta razão, reforço aqui alguns conceitos e análises que realizei no Voto Original.

17. Conforme expus ao longo dos §§9-21 do Voto Original, a capitalização de companhias mediante o aporte de recursos dos acionistas é prática legítima e reconhecida pela LSA. A lei societária não impõe uma vedação absoluta à diluição das participações dos sócios. Sobre esse ponto, Erasmo Valladão de Azevedo Novaes e França e Marcelo von Adamek esclarecem:¹²

¹¹ Veja-se, especialmente, o §5 do Voto Vista.

¹² A esse respeito, Nelson Eizirik assevera que: “A outorga do direito de preferência permite aos antigos acionistas manter as suas respectivas participações no capital da sociedade na mesma proporção anterior ao aumento. Contudo, se, por algum motivo o acionista não acompanhar o aumento de capital e o preço de emissão da ação tiver sido fixado sem relação com seu valor econômico, o acionista terá sua participação diluída injustificadamente”. EIZIRIK, Nelson. “Notas sobre aumento



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

[N]ão há uma vedação in genere à diluição das participações dos sócios: o que a lei assegura apenas é o direito essencial (logo, inderrogável) de preferência (opção) do sócio na participação do aumento de capital (LSA, art. 109, IV); se, apesar disso, o sócio optar por não exercer e, por efeito disso, tiver suas participações diluídas em aumento de capital necessário, no qual o valor de emissão restou fixado de acordo com os critérios legais, não há aí nenhuma mácula. O que a lei veda é apenas a diluição injustificada das participações dos sócios, o que pode se verificar no aumento mediante subscrição de ações, quando o preço destas for fixado de forma dissociada dos critérios legais (LSA, art. 170, §1º).¹³

18. Todavia, diante dos impactos que tais operações podem gerar nos direitos dos acionistas, a lei confere aos acionistas **(i)** o direito de preservarem suas respectivas participações societárias ao outorgar o direito de preferência na subscrição de novas ações; e **(ii)** proteções contra a diluição injustificada de suas participações acionárias.

19. Especificamente em relação às proteções contra a diluição injustificada¹⁴, a LSA prevê que o aumento de capital **(i)** deve ser *necessário*; e **(ii)** o *preço de emissão* das novas ações deve ser *fixado com base nos parâmetros do art. 170, §1º, da LSA*.

20. Portanto, haverá diluição injustificada dos acionistas quando o aumento de capital for desnecessário ou quando o preço de emissão das ações não for fixado com base nos parâmetros do art. 170, §1º, da LSA.

21. Uma leitura cuidadosa do meu Voto Original não deixa dúvidas de que a suposta incapacidade de “programar-se com segurança e previsibilidade contra sua redução percentual” não é causa para que um aumento de capital provoque uma diluição injustificada dos acionistas.

de capital, direito de preferência e preço de emissão de ações”. In: CANTIDIANO, Maria Lúcia. CANTIDIANO, Isabel. MUNIZ, Igor. (coords.). **Sociedades Anônimas, Mercado de Capitais e Outros Estudos** – Homenagem à Luiz Leonardo Cantidiano. Vol. II. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 228-229.

¹³ FRANÇA, Erasmo Valladão de Azevedo e Novaes; ADAMEK, Marcelo Vieira von. Da invalidade da deliberação assemblear contrastante com as regras de fixação de preço de emissão de ações (LSA, art. 170, §1º). **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, v. 51, janeiro-agosto. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 2012. p. 23.

¹⁴ A esse respeito, Nelson Eizirik assevera que: “A outorga do direito de preferência permite aos antigos acionistas manter as suas respectivas participações no capital da sociedade na mesma proporção anterior ao aumento. Contudo, se, por algum motivo o acionista não acompanhar o aumento de capital e o preço de emissão da ação tiver sido fixado sem relação com seu valor econômico, o acionista terá sua participação diluída injustificadamente”. EIZIRIK, Nelson. “Notas sobre aumento de capital, direito de preferência e preço de emissão de ações”. In: CANTIDIANO, Maria Lúcia. CANTIDIANO, Isabel. MUNIZ, Igor. (coords.). **Sociedades Anônimas, Mercado de Capitais e Outros Estudos** – Homenagem à Luiz Leonardo Cantidiano. Vol. II. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 228-229.



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

22. A LSA e a regulação da CVM buscam assegurar condições para que os acionistas, na medida do possível: (i) se organizem para a subscrição de ações, caso assim decidam¹⁵; e (ii) entendam a potencial diluição de suas participações societárias caso não exerçam o direito de preferência¹⁶.

23. Todavia, o atendimento (ou não) de tais condições não determinam se o aumento de capital gera ou não uma diluição injustificada dos acionistas.

24. Mais uma vez (e com vênias pela repetição para que não restem dúvidas), a diluição será injustificada se o aumento de capital for *desnecessário ou se o preço de emissão não for fixado com base nos parâmetros do art. 170, §1º, da LSA*.

25. Como destacado no Voto Original, o Aumento de Capital resultou em uma diluição injustificada dos acionistas na medida em que os preços de emissão das ações não foram fixados com base nos parâmetros legais, resultando em prejuízos aos acionistas que não subscreveram as novas ações.

26. Na sequência, o Voto Vista sustenta que não houve diluição (justificada ou não) na medida em que:

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

*Assim, parece-me que a situação em que os acionistas que exercessem por inteiro seu direito de preferência seriam diluídos quando da subscrição das sobras por outros acionistas, no aumento de capital aqui examinado, não poderia acontecer. Lembro, novamente, que o aumento só poderia acontecer se nas sobras todas as ações fossem inscritas.*¹⁷ (grifei)

27. Não há menção no meu Voto Original (e tampouco no Termo de Acusação) a uma diluição da participação dos antigos acionistas em termos *percentuais*.

¹⁵ Nesse sentido, veja, por exemplo: Art. 171, § 4º O estatuto ou a assembléia-geral fixará prazo de decadência, não inferior a 30 (trinta) dias, para o exercício do direito de preferência.

¹⁶ Art. 2º Em caso de aumento de capital mediante subscrição de ações, o emissor deve: (...) XIII – apresentar o percentual de diluição potencial resultante da emissão; XIV – informar os prazos, condições e forma de subscrição e integralização das ações emitidas; XV – informar se os acionistas terão direito de preferência para subscrever as novas ações emitidas e detalhar os termos e condições a que está sujeito esse direito; (...).

¹⁷ Doc. 2219710, §30.



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

28. É incontroverso que os acionistas que não exercem a preferência terão suas participações societárias reduzidas, aqueles que exercem a integralidade do seu direito de preferência manterão (em percentuais) as suas respectivas participações societárias e, por fim, aqueles que subscrevem sobras aumentarão seus percentuais de participação. O número total de ações emitidas (e conseqüentemente o número total de ações que os acionistas poderão subscrever no âmbito do exercício do direito de preferência) será igual, independentemente do preço de emissão das ações. Esta análise é óbvia. Esse não é o ponto central do caso em análise.

29. O aspecto central desse caso refere-se ao preço fixado e à suposta diluição dos direitos econômicos dos acionistas da Companhia. Nesse sentido, o Voto Original faz referência, ao longo de diversos trechos, ao “prejuízo econômico” que os acionistas teriam suportado, em função do aumento escalonado¹⁸.

30. Passemos, então, para o segundo aspecto do Voto Vista, qual seja, o argumento de que o acionista que não subscreveu o Aumento de Capital não sofreu prejuízo, uma vez que não houve uma “redução de riqueza”¹⁹.

II. Da (suposta) ausência de prejuízos aos demais acionistas.

31. Do ponto de vista matemático, uma análise responsável da dinâmica do Aumento de Capital aprovado pela Gafisa deixa claro que a estrutura de preços foi fixada em desacordo com os requisitos legais (art. 170, §1º, LSA). Nesse sentido, passo a examinar os cenários hipotéticos descritos no modelo matemático que consta no Voto Vista²⁰.

32. Inicialmente, destaca-se que a análise realizada no Voto Vista tratou exclusivamente do número de ações e os percentuais que os acionistas da Companhia detinham antes e depois do Aumento de Capital.

33. Nesse contexto, está correta a ideia de que o acréscimo na participação societária daqueles que subscreveram as sobras advém do decréscimo da participação daqueles que não exercem o direito de preferência²¹.

¹⁸ Nesse sentido, faço referência aos §§55-57 do meu Voto Original.

¹⁹ Doc. 2219710.

²⁰ Doc. 2219710.

²¹ Doc. 2219710, §27.



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

34. Todavia, tal análise é incompleta e pode levar a conclusões precipitadas, pois não analisa um dos principais aspectos do caso em questão, qual seja: a potencial diluição econômica em R\$ (Reais) dos acionistas que não subscrevem o Aumento de Capital.

35. Nesse contexto, buscando complementar e esclarecer a análise realizada, seguindo os mesmos parâmetros apresentados no Voto Vista, trazemos abaixo os efeitos deletérios aos acionistas não subscritores da estrutura de preços constante do Aumento de Capital:

Casos Voto Vista	Participação no capital social após o aumento de capital em % do número de ações emitidas	Participação no capital social após o aumento de capital em % investido em relação ao valor econômico	Preço Médio de Subscrição (R\$)
Caso 1 (Abel): exerce integralmente o direito de preferência	28,00%	28,00%	5,00
Caso 2 (Bela): Exerce integralmente o direito de preferência e reserva uma quantidade determinada de ações, se houver sobras	28,33%	28,23%	4,96
Caso 3 (Caleb): Exerce integralmente a preferência e uma quantidade indeterminada de sobras, até o limite do aumento de capital	24,00%	23,88%	4,94
Caso 4 (Delca): Exerce parcialmente o direito de preferência (1/3)	11,67%	11,67%	5,00
Caso 5 (Elda): Não subscreve nenhuma ação do aumento	8,00%	8,00%	N/A
TOTAL	100%	99,78%	N/A

36. Como mencionado acima, a segunda coluna da tabela, que já havia sido trazida no Voto Vista, reflete o entendimento de que, em termos de percentuais de ações do capital social, os acionistas que não exercem (ou exercem parcialmente) seu direito de preferência tem suas participações societárias reduzidas na mesma proporção em que os acionistas que exercem as sobras aumentam.

37. Por sua vez, a terceira coluna da tabela traz os valores aportados pelos acionistas em relação ao valor econômico da Companhia. A partir dela é possível notar que aqueles que subscreveram as sobras aportaram menos recursos em R\$ (Reais) do que os demais acionistas, proporcionalmente ao percentual detido no capital social. Por exemplo, Caleb contribuiu somente com 23,88% do valor econômico da Companhia, porém ele detém 24% do capital social da Companhia. Similarmente, Bela aportou somente 28,23%, mas possui 28,33% do capital social total 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
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

38. O percentual de diluição no cenário proposto no Voto Vista é de 0,22% do valor econômico da Companhia — *i.e.*, R\$1.650,00, dos quais R\$750,00 (45%) advém de uma diluição da Delca, enquanto R\$900,00 (55%) advém de uma diluição de Elda —. Tais valores decorrem da diferença entre o valor econômico que as sobras deveriam ter sido subscritas (R\$ 5,00 por ação) e o valor com desconto pelo qual as sobras foram efetivamente subscritas por Bela e Caleb (R\$ 4,85 por ação), multiplicado pelas quantidades de sobras de ações de Delca (5.000 ações) ou Elda (6.000 ações), respectivamente.

39. Como consequência desta diluição de 0,22%, o valor econômico (em Reais) da participação das acionistas que não subscreveram as sobras é reduzido injustificadamente, passando de R\$ 87.500,00 para R\$ 86.750,00, no caso de Delca, e de R\$ 60.000,00 para R\$ 59.100,00, no caso de Elda²².

40. Portanto, diferente do apresentado no Voto Vista, há uma diluição injustificada, com a transferência de riqueza em R\$ (reais) entre os acionistas em favor daqueles que subscreveram as sobras.

41. Com a devida vênia, o ponto crucial da análise matemática da diluição é que ela não deve se basear exclusivamente no número de ações.

42. Para uma análise completa e fidedigna da diluição, também é essencial avaliar seu impacto econômico em unidades monetárias (R\$ Reais), de forma a considerar as diferenças de preços que cada acionista subscreveu em relação às suas ações ao longo do processo de Aumento de Capital.

43. A quarta coluna da tabela ilustra outro aspecto irregular da estrutura de capital proposta: o tratamento desigual entre os acionistas de mesma espécie e classe. O preço médio pago para subscrição de ações de mesma espécie e classe é diferente entre os acionistas que subscreveram sobras daqueles que não subscreveram.

²² A variação do valor econômico em reais da participação de Delca foi calculado da seguinte forma: 15.000 ações originalmente detidas mais 2.500 ações subscritas pelo exercício do direito de preferência perfazem 17.500 ações, que multiplicado pelo valor econômico da ação (R\$ 5,00) totaliza R\$ 87.500,00. Com a dedução da diluição (R\$ 750), o valor econômico após o término do aumento de capital passa a ser de R\$ 86.750,00. No caso de Elda: 12.000 ações originalmente detidas multiplicado pelo valor econômico da ação (R\$ 5,00) perfazem R\$ 60.000,00. Após o término do aumento de capital, o valor econômico original é deduzido em R\$ 900 devido a diluição.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

44. A questão do tratamento diferenciado entre acionistas de mesma espécie e classe é ainda mais fácil de se observar matematicamente no seguinte cenário do Aumento de Capital:

- (i) O **Acionista A**, que previamente ao Aumento de Capital era titular de 1% (um por cento) do capital social da Gafisa, subscreve novas ações dentro do limite do direito de preferência e aporta **R\$1.000.000,00 (um milhão de reais)** no Aumento de Capital, e – como resultado final – recebe **195.313 (cento e noventa e cinco mil, trezentas e treze)** ações ordinárias de emissão da Gafisa, ao **preço médio de R\$5,12 (cinco reais e doze centavos) por ação**; e
- (j) O **Acionista B**, que previamente ao Aumento de Capital era titular de 0,1% (zero vírgula um por cento) do capital social da Gafisa, subscreve novas ações no Aumento de Capital, das quais: (i) 26.274 (vinte e seis mil, duzentas e setenta e quatro) ações foram subscritas dentro do limite do direito de preferência; e (ii) 174.491 (cento e setenta e quatro mil, quatrocentas e noventa e uma) ações foram subscritas no contexto das sobras. Como consequência final, com o mesmo valor de **R\$1.000.000,00 (um milhão de reais)**, o Acionista B recebe **200.765 (duzentas mil, setecentas e sessenta e cinco)** ações ordinárias de emissão da Gafisa, ao **preço médio de R\$4,98 (quatro reais e noventa e oito centavos) por ação**.

45. Veja-se, então, que no mesmo aumento de capital, acionistas de mesma espécie e mesma classe, em contexto que não envolve as excepcionalidades do Parecer de Orientação CVM nº 5/79 ou outro fundamento econômico válido, pagam preços diferentes pelas mesmas ações e têm tratamento diverso um do outro.

46. Outra reflexão intuitiva é notar que a estrutura desenhada para o Aumento de Capital gera distorções adversas entre acionistas da mesma classe e espécie, sem que haja fundamento econômico para tal diferenciação.

47. Portanto, a estrutura de preços escalonados proposta no Aumento de Capital, com a imposição de deságios sem fundamento econômico, gera diluição dos acionistas da Companhia, em violação ao disposto no art. 170, §1º, da LSA.

III. A estrutura de preços promove maior eficiência e atende o interesse 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
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

48. Por fim, passo a abordar o contraponto feito no Voto Vista referente à maximização da eficiência por meio da estrutura de preços propostas pela Administração da Companhia, o que alegadamente seria consistente com o interesse social de promover um aumento de capital atrativo.

49. Em alusão ao conceito de discriminação de preços de segunda ordem, o Diretor argumenta que os descontos no preço de emissão poderiam gerar “*um aumento de eficiência (no sentido de ganhos econômicos para alguém sem perdas econômicas para terceiros)*”. Isso porque o aumento de capital escalonado possibilitaria que mais transações pudessem ser realizadas a preços mutuamente vantajosos, maximizando a captação de recursos pela Companhia²³.

50. Reconheço, em linha com as considerações do Diretor João Accioly, ser legítima e louvável a preocupação com a eficiência e a atratividade do aumento de capital, tendo em vista o interesse social na captação de recursos para viabilizar o desenvolvimento das atividades sociais. Todavia, o objetivo de conferir atratividade e eficiência econômica para o aumento de capital não pode ser implementado às custas da lei.

51. Nesse sentido, divirjo do entendimento do Il. Diretor em seu Voto Vista.

52. Como explorei no Voto Original, os administradores possuem certa discricionariedade para, ponderando diversos fatores²⁴, fixar o preço de emissão das novas

²³ É importante notar, ainda, que na discriminação de preços de segunda ordem, existe um aumento de eficiência alocativa no Aumento de Capital, mas com perda de excedente (“*benefício econômico*”) para os investidores. A discriminação de preços de segunda ordem está associada a *trade-offs* entre eficiência e equidade. Isto é: quanto maior a eficiência alocativa promovida pela discriminação de preços, maior o excedente (“*benefício econômico*”) da companhia emissora e menor o excedente (“*benefício econômico*”) dos investidores no mercado (em especial, dos minoritários). Não é necessariamente um “*ganha-ganha*” para emissores e investidores, e tampouco traz, necessariamente, mais eficiência alocativa que um mercado competitivo. Apenas a título de ilustração: na hipótese extrema de discriminação total de preços, a eficiência alocativa é máxima no Aumento de Capital (tal como ocorre em mercados perfeitamente competitivos, sem discriminação), mas todo o excedente gerado pelo mercado é vertido para a companhia emissora, em detrimento dos acionistas, que passam a ter um excedente (“*benefício econômico*”) nulo. Por conta disto, no longo prazo, a discriminação extremada de preços poderia promover uma redução significativa do número de investidores e na liquidez dos mercados, consequências inexistentes em mercados cuja eficiência máxima é alcançada por meio da competição. Do ponto de vista microeconômico, esse parece ser um dos fundamentos pelos quais o art. 170, §1º da LSA veda a discriminação de preços, sem justificativa econômica, tutelando a equidade por meio da definição de valor único para subscrição em Aumento de Capital. Na ponderação entre os princípios de equidade e eficiência, a lei parece ter dado prevalência à equidade.

²⁴ Nesse ponto, faço novamente referência ao voto da então Diretora Relatora Flávia Perlingeiro no PAS CVM nº 19957.008086/2019-66, j. em 27.09.2022: “*Dito isso, é pertinente realçar que a potencial demanda pelas ações é um dos fatores de relevo nas considerações feitas para fins de fixação do preço de emissão de novas ações, mas não o único, cabendo também a ponderação de outros fatores endógenos e exógenos à companhia, sempre tendo por base as diretrizes constantes da LSA.*”



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

ações em atendimento ao interesse social da companhia²⁵. Todavia, tal discricionariedade não é absoluta, devendo ser exercida dentro de moldura de possibilidades, observada – em qualquer hipótese – a proibição à diluição injustificada, que é norma cogente.

53. Dessa forma, não podem os administradores, sob o pretexto de viabilizar uma maior captação de recursos – ainda que no interesse social – fixar o preço de emissão que gere diluição injustificada dos acionistas.

54. Nesse sentido, destaco o trecho do voto da Diretora Relatora Flávia Perlingeiro:

Entendo que essa [as diretrizes constantes da LSA] é uma ressalva importante para delimitar a discricionariedade dos administradores na precificação do aumento, tendo em vista que o atendimento ao interesse social não se perfaz com o ingresso de recursos a qualquer preço, sob o pretexto genérico de uma maior atratividade ou aceitação do mercado. Do contrário, se estaria abrindo margem para abusos, uma vez que a captação será naturalmente facilitada quanto menor for o preço de emissão, e a diluição injustificada pode ocorrer não apenas com captações desnecessárias, mas também com captações necessárias que não tenham sido adequadamente precificadas.²⁶

55. Não se trata de “leituras restritivas da criatividade negocial” como afirma o Voto Vista, mas de uma proteção legítima conferida aos acionistas da companhia, em especial aos acionistas minoritários, contra potenciais prejuízos aos seus interesses²⁷.

56. Diante de todo o exposto, ratificando as conclusões do Voto que proferi em 10/09/2024, voto:

(i) pela **condenação** de:

(a) Eduardo Jácome, Leo Simpson, Thomas Reichenheim e Roberto Portella, na qualidade de membros do Conselho de Administração da Gafisa, à penalidade de **multa pecuniária** de

²⁵ Processo Administrativo CVM nº RJ2010/16884, Dir. Rel. Otavio Yazbek, j. 17.12.2013.

²⁶ Processo Administrativo Sancionador CVM nº 19957.008086/2019-66, Dir. Rel. Flávia Perlingeiro, j. em 27.09.2022.

²⁷ Nesse sentido, a Exposição de Motivos da LSA assim dispõe: “(...) b) para proteção dos acionistas minoritários, o § 1º estabelece que as novas ações devem ser emitidas por preço compatível com o valor econômico da ação (de troca, de patrimônio líquido ou de rentabilidade), e não pelo valor nominal. A emissão de ações pelo valor nominal, quando a companhia pode colocá-las por preço superior, conduz à diluição desnecessária e injustificada dos acionistas que não têm condições de acompanhar o aumento, ou simplesmente desatentos à publicação de atos societários. A existência do direito de preferência nem sempre oferece proteção adequada a todos os acionistas. A emissão de ações pelo valor econômico é a solução que melhor protege os interesses de todos os acionistas, inclusive daqueles que não subscrevem o aumento, e por isso deve ser adotada pelo órgãos competentes para deliberar sobre o aumento de capital.”



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

R\$425.000,00 (quatrocentos e vinte e cinco mil reais), cada um, pelo descumprimento ao disposto no art. 170, §1º da Lei nº 6.404/1976; e

(b) Antônio Romanoski, e Nelson Tanure, na qualidade de membros do Conselho de Administração da Gafisa, à penalidade de **multa pecuniária** de **R\$500.000,00** (quinhentos mil reais), cada um, pelo descumprimento ao disposto no art. 170, §1º da Lei nº 6.404/1976;

(ii) pela **absolvição** de Roberto Portella, na qualidade de Diretor de Relações com Investidores da Gafisa, da imputação de infração ao art. 170, §7º da Lei nº 6.404/1976.

Rio de Janeiro, 18 de dezembro de 2024

João Pedro Nascimento
Presidente Relator