

PARA: GEA-3
DE: RAPHAEL SOUZA

RA/CVM/SEP/GEA-3/Nº 102/14
DATA: 20.10.14

ASSUNTO: Companhia Energética de Brasília – CEB
Pedido de interrupção de assembleia
Processo CVM RJ-2014-11888

Senhor Gerente,

I. Introdução

1. Trata-se de pedido interrupção de assembleia geral extraordinária da Companhia Energética de Brasília ("CEB").
2. A CEB é uma sociedade de economia mista de capital aberto, cujo capital social é representado por 9.183.458 ações, distribuídas entre ordinárias (50%), preferenciais classe A (14%) e preferenciais classe B (36%).
3. O Distrito Federal, acionista controlador da CEB, detém 89% das ações ordinárias e 49% das ações preferenciais classe B. O restante das ações é detido por acionistas minoritários, nenhum deles isoladamente detentor de mais de 5% das ações ordinárias ou preferenciais.
4. Em 09.10.2014, o conselho de administração da CEB convocou os acionistas a se reunir no dia 24.10.2014, em assembleia geral extraordinária ("AGE") para deliberar sobre um aumento de capital mediante a subscrição particular de ações.
5. François Moreau, um dos acionistas minoritários, requer que a CVM interrompa o curso do prazo de antecedência dessa assembleia, com base no art. 124, §5º, da Lei 6.404/76. O presente relatório sintetiza o contexto e as razões do pedido, a contestação da CEB e a posição da Superintendência de Relações com Empresas ("SEP").

II. Aumento de capital

6. O aumento de capital que os acionistas estão sendo chamados a avaliar tem, em síntese, as seguintes características:
 - a) seu valor é de R\$223.969 mil, dos quais R\$180.823 mil serão subscritos pelo Distrito Federal; [1]
 - b) serão emitidas 2.607.746 ações ordinárias e 2.625.179 preferenciais classe B, das quais 89% e 72%, respectivamente, serão subscritas pelo Distrito Federal;
 - c) as ações serão emitidas ao preço de R\$42,80 por ação;
 - d) no tocante ao Distrito Federal, as ações serão subscritas por meio da capitalização de valores já aportados previamente na CEB; e
 - e) os titulares de ações preferenciais classe A não participarão do direito de preferência para subscrição de novas ações, em vista do que dispõe o §4º do art. 5º do estatuto social da CEB: "quaisquer bonificações e emissão de novas ações para subscrição serão efetuadas apenas em ações ordinárias e preferenciais classe B".
7. O aumento de capital ensejou diversas opiniões divergentes tanto no conselho de administração quanto no conselho fiscal. Em ambos os órgãos, os favoráveis a esse aumento foram as pessoas eleitas pelo acionista controlador, restando vencidos os indicados por acionistas minoritários ou por empregados.
8. O ponto central da discórdia foi a fixação do preço de emissão das ações.
9. Chegou-se ao valor de R\$42,80 por ação após um raciocínio que passou pelas seguintes etapas, conforme esclarecido na proposta da administração à AGE:
 - a) a cotação das ações em bolsa de valores – que resultaria em preços de R\$16,11 e R\$19,09 – não é adequada em vista da baixa liquidez das ações e por isso foi descartada;
 - b) o valor econômico, apurado pela metodologia do fluxo de caixa descontado, é um parâmetro adequado para companhias em funcionamento e o estudo que foi feito nesse sentido indica um valor de R\$53,34; porém
 - c) incertezas atualmente relacionadas ao setor elétrico, sobretudo quanto a questões hidrológicas e regulatórias, recomendam que o critério do fluxo de caixa descontado seja contrabalançado com o critério do valor de patrimônio líquido da ação, que considera uma visão estática da companhia; e
 - d) apurando-se a média simples entre o valor econômico e o valor contábil da ação em 31.12.2013 (R\$32,27), chega-se aos R\$42,80 adotados.

10. A proposta da administração também contém os votos vencidos dos membros do conselho de administração. Nesses votos, leem-se os seguintes principais argumentos contra o aumento de capital aprovado:

- a) não foram consideradas avaliações por outros métodos, como múltiplos, cotações históricas e preços de mercado e tampouco foram levados em conta, no fluxo de caixa projetado, cenários alternativos, tais quais a não renovação das concessões de distribuição;
- b) o fluxo de caixa descontado deveria ser feito por consultoria externa especializada, e não por empregados da própria CEB;
- c) o fluxo de caixa descontado assumiu como premissa a renovação do contrato da controlada CEB Distribuição S.A. ("CEB-D") pelo prazo de 30 anos, mas os fluxos efetivamente considerados eram relativos a um período divergente;
- d) o fluxo de caixa descontado assumiu como premissa que o Distrito Federal efetuará pagamentos de R\$106.700 mil devidos à CEB, embora grande parte desse valor seja devido há mais de 5 anos, sem medidas judiciais ajuizadas para cobrança desse valor;
- e) a CEB atualmente arca com o custeio de plano assistencial a seus ex-empregados e dependentes, mas já ajuizou ação contra o Distrito Federal para reaver valores pagos e para não ser onerada com pagamentos futuros a esse título – tais circunstâncias foram ignoradas nos fluxos de caixa projetados;
- f) o valor econômico apurado desconsiderou determinados terrenos a serem alienados pela CEB ou subavaliou a quantia a ser recebida por outros terrenos;
- g) o conselho de administração deveria ter tido oportunidade de deliberar sobre as premissas a serem utilizadas na projeção dos fluxos de caixa, e não ser limitado a meramente homologar resultados das premissas levantadas pela diretoria;
- h) nos 3 meses que precederam a aprovação da questão, foram apresentadas 4 avaliações da companhia pelo fluxo de caixa descontado, com valores divergentes entre si, sobretudo no que tange ao fluxo de caixa da CEB-D; [2]
- i) a 3ª das 4 avaliações acima referidas foi apresentada ainda no mês de setembro de 2014, apontando um valor de R\$34,83 por ação – somente após a 4ª avaliação e seu correspondente valor de R\$53,34 por ação decidiu-se seguir a lógica de apurar uma média entre o valor econômico e o contábil, levando o preço de volta a patamares inferiores, numa "conta de chegada" para atender interesses do acionista controlador; e
- j) a cláusula estatutária que veda emissão de ações preferenciais classe A precisa ser analisada com mais cuidado, em vista da diluição acarretada aos detentores dessas ações.

11. É oportuno salientar que, embora a proposta se refira a laudos e estudos entre seus anexos, o laudo de avaliação em questão não consta nem na proposta em si nem em outras categorias do sistema de informações periódicas e eventuais ("Sistema IPE").

12. Cabe destacar ainda que esse aumento de capital, em razão de suas características, ensejou a instauração de processo para sua análise pela SEP no âmbito de sua supervisão baseada em risco. Trata-se do processo nº CVM RJ-2014-11155.

III. Pedido de interrupção

13. Em 15.10.2014, o acionista François Moreau apresentou o pedido de interrupção da AGE da CEB.

14. François Moreau aponta, inicialmente, a ausência do laudo de perspectiva de rentabilidade futura da CEB e de outros documentos referidos na ata da reunião de 30.09.2014, quando o aumento de capital foi aprovado pelo conselho de administração.

15. Na opinião do requerente, apenas a partir das informações constantes na proposta aos acionistas, não seria possível inferir como a perspectiva de rentabilidade da CEB teria conduzido ao valor de R\$53,34 por ação.

16. Além disso, o requerente reitera preocupações expressas nos votos vencidos proferidos nos conselhos de administração e fiscal, destacando, em especial, que:

- a) a média aritmética entre preços apurados por critérios distintos equipara coisas inconciliáveis entre si; e
- b) os valores a receber do Distrito Federal e a questão do custeio do plano assistencial a ex-empregados não teriam sido considerados nas projeções.

17. Segundo o requerente, não seria possível em 15 dias avaliar todas essas questões, ainda que o laudo tivesse sido disponibilizado a tempo.

18. Um último ponto destacado no pedido é que, apesar de a ata da reunião do conselho de administração de 30.09.2014 referir-se a uma alteração do estatuto social em consequência do aumento de capital, o edital e a proposta não fazem menção a esse tema.

19. Por todos esses motivos, "além de outros que a [CVM] venha a identificar", François Moreau pede que a CVM interrompa por 15 dias o prazo de antecedência de convocação da AGE, com base no art. 124, §5º, II, da Lei 6.404/76.

IV. Resposta da CEB

20. Instada a se manifestar, a CEB apresentou sua resposta em 17.10.2014, contestando o pedido de François Moreau com base, em síntese, nos seguintes argumentos.

21. Em primeiro lugar, a CEB reitera a lógica que presidiu a fixação do preço de emissão das ações, conforme descrita na proposta da administração aos acionistas: as cotações de mercado foram descartadas pela baixa liquidez e os critérios econômico e contábil foram conjuntamente adotados por se tratar de uma empresa em funcionamento, porém com futuro incerto devido a questões hidrológicas e regulatórias.

22. Para a CEB, a escolha dos parâmetros utilizados na determinação do valor econômico de uma empresa é uma decisão discricionária de seus administradores e quando o requerente os questiona, atribuindo-os a um "extremado conservadorismo", está precipitadamente tentando fazer prevalecer uma posição que deve ser analisada e discutida entre todos os acionistas, na AGE.

23. Além disso, a CEB ressalta que o processo de definição desse preço foi transparente e diligente, com amplo debate no âmbito do conselho de administração e do conselho fiscal, desde julho de 2014. A respeito desse processo, a CEB destaca que:

- a) como se lê nas respectivas atas, nas várias reuniões realizadas sobre o tema, os conselheiros de administração fizeram questionamentos e obtiveram as respostas demandadas;
- b) quando, no final de agosto de 2014, o tema precisou ser retirado de pauta, os dois conselheiros de administração eleitos pelos minoritários se opuseram a tal medida, levando-se a supor que, naquela data, já se considerassem prontos para deliberar sobre o tema;
- c) membros do conselho fiscal eleitos por acionistas minoritários sugeriram mudanças nas premissas utilizadas e foram atendidos em suas solicitações;
- d) durante as discussões, a conselheira de administração Maria Lucia Lins, eleita pelos minoritários, defendeu que o aumento de capital considerasse o valor do patrimônio líquido da CEB quando o Distrito Federal efetuou os respectivos aportes de recursos; e
- e) já os membros do conselho fiscal eleitos pelos minoritários restaram vencidos por considerarem que a avaliação deveria seguir o critério econômico.

24. A CEB extrai desses fatos a conclusão de que a divergência observada ao final é fruto das diferenças de opinião que naturalmente existem em órgãos colegiados e apenas ratificam a lisura dos debates havidos.

25. Não haveria, portanto, nenhuma ilegalidade no procedimento seguido pela administração, muito menos ilegalidades observáveis de plano, que são aquelas que a CVM entende necessárias para ensejar a interrupção do prazo de convocação de assembleias gerais.

26. Em relação à disponibilização da documentação relativa às matérias deliberadas, a CEB considera que atendeu todas as normas aplicáveis, com seu envio pelo Sistema IPE.

27. O único documento não enviado por esse sistema teria sido o laudo de avaliação, porque o arquivo correspondente possui extensão e formato incompatíveis – o arquivo encontra-se sob o formato "WinRAR zip" e não haveria alternativas para assegurar a nitidez e qualidade das informações no formato do anexo 14 da Instrução CVM nº 481/09. [3]

28. Apesar disso, os documentos sempre teriam estado à disposição na sede social e sido enviados por meio eletrônico a todos aqueles que o solicitaram, inclusive o próprio François Moreau, que inclusive teve oportunidade de participar de reunião sobre o tema com diretores e funcionários da CEB.

29. Finalmente, quanto ao fato de a deliberação do conselho de administração fazer referência a uma reforma estatutária não prevista na ordem do dia da AGE convocada, a CEB argumenta que, caso o aumento de capital seja aprovado, a reforma do estatuto social será formalizada em uma segunda assembleia, convocada especialmente para homologar esse aumento. Segundo a CEB, tal procedimento está em linha com precedentes da CVM.

V. Análise

Conformação do Pedido ao Rito do art. 124, §5º, da Lei 6.404/76

30. A CVM possui reiteradas decisões nas quais afirma que o rito previsto no art. 124, §5º, da Lei

6.404/76 é de cognição sumária, devendo as alegadas irregularidades serem verificáveis de plano e sem dilação probatória. [4]

31. Discussões sobre premissas fáticas específicas adotadas ou rejeitadas na projeção de fluxos de caixa, ainda que se enquadrem na competência legal da CVM, [5] não satisfazem esse requisito. A mera leitura do laudo não soluciona essas questões e compreendê-las pode demandar análises de demonstrações contábeis, questionamentos a administradores e outras providências que, à medida que se mostrem necessárias, serão adotadas no processo CVM RJ-2014-11155, cujo rito é próprio para esse fim.

32. Descartadas controvérsias de tal natureza, as questões a serem enfrentadas no processo reduzem-se basicamente às seguintes:

- a) a ausência do laudo de avaliação a valor econômico no Sistema IPE quando a AGE foi convocada;
- b) o uso da média simples entre o valor contábil e o valor econômico para fins de determinação do preço de emissão das ações;
- c) o não reconhecimento do direito de preferência aos titulares de ações preferenciais classe A; e
- d) a ausência de menção a eventual reforma estatutária na pauta da AGE.

Ausência do Laudo no Sistema IPE

33. A proposta da administração aos acionistas deve incluir cópia de todos os laudos e estudos que tenham subsidiado a fixação do preço de emissão de ações em aumentos de capital. Essa é uma exigência do item 5(k) do anexo 14 à Instrução CVM nº 481/09.

34. É incontroverso que havia um laudo do valor econômico das ações e que ele não foi disponibilizado em conjunto com a proposta por meio do Sistema IPE. E as justificativas da CEB para esse fato são insuficientes.

35. Em primeiro lugar, sob o ponto de vista tecnológico, é possível e habitual inserir no Sistema IPE um documento de 47 páginas, sem prejuízo de sua legibilidade. Documentos muito maiores – às vezes prospectos com mais de mil páginas – estão disponíveis em tal sistema.

36. Ainda que assim não fosse, a CEB poderia ter inserido no Sistema IPE uma remissão à sua página de relações com investidores na rede mundial de computadores, na qual o laudo poderia ser disponibilizado sem com isso incidir nas limitações técnicas que a estariam impedindo de fazê-lo diretamente pelo Sistema IPE. Isso tampouco ocorreu.

37. No mínimo, a CEB poderia ter feito contato com o suporte externo dessa autarquia para tentar viabilizar o envio do arquivo referente ao laudo, o que, novamente, não se tem notícia de ter ocorrido.

38. Em vez disso, a CEB alega ter mantido os documentos em sua sede e os disponibilizado por meio eletrônico aos acionistas que o requereram, incluindo François Moreau. Apesar da boa intenção que possa ter levado a essa iniciativa, não é o bastante para promover a ampla e equitativa divulgação de informações entre todos os acionistas.

39. Ressalte-se que, no caso concreto, o laudo foi objeto de discussões e questionamentos diversos ao longo do processo de aprovação do aumento de capital no âmbito de administração. Isso corrobora sua importância para a tomada de decisão por parte dos acionistas.

40. Conforme decisões da CVM o indicam, a ausência de informações essenciais à avaliação das questões a serem deliberadas por assembleia geral justifica o aumento do prazo de antecedência de convocação dessa assembleia. [6]

41. Em que pese tal medida estar prevista no art. 124, §5º, I da Lei 6.404/76 – ao passo que o requerente se refere especificamente à hipótese do inciso II deste parágrafo –, a CVM também possui precedentes reconhecendo a fungibilidade desses dispositivos, de modo que a simples menção a um ou outro inciso não deve ser determinante para o deferimento do pedido, quando as circunstâncias indiquem que ele deve ser atendido. [7]

42. Desse modo, em razão da ausência do laudo no Sistema IPE, propõe-se o aumento do prazo de antecedência de publicação do primeiro anúncio de convocação, com base no art. 124, §5º, I, da Lei 6.404/76, de modo que a AGE não ocorra com menos de 15 dias contados da disponibilização desse laudo.

Média entre Valores Contábil e Econômico

43. O art. 170, §1º, da Lei 6.404/76 prevê que o preço de emissão de ações seja fixado com base em três critérios por ela elencados, a serem empregados isolada ou conjuntamente, sem, todavia, predeterminar uma forma específica de ponderação entre eles.

44. Além disso, o §7º deste mesmo artigo estabelece que a administração deverá justificar de forma pormenorizada os aspectos econômicos que determinaram a escolha do critério utilizado.

45. Diante do entendimento que a CVM vem adotando quanto a esses dispositivos, inclusive por meio dos pareceres de orientação nºs 1/78 e 5/79, os requisitos legais restarão cumpridos se os administradores expuserem de modo claro qual a decisão que tomaram quanto ao preço de emissão e por que a tomaram. Uma vez que eles o tenham feito, os acionistas terão condições de avaliar aspectos técnicos relacionados a essa decisão, tal qual a que se apresenta nesse caso, ou seja, se e como eles deveriam ter agregados números resultantes da aplicação de critérios diversos.

46. Frise-se que essa discricionariedade reconhecida aos administradores não implica permissão para decisões oportunistas. A CVM deve averiguar, em procedimento próprio, se o uso da média foi um artifício de última hora para justificar um resultado predeterminado, tal medida poderá ensejar apuração de responsabilidades pela CVM.

47. Tais questões, em conjunto com outros pontos específicos e não usuais do laudo, [8] continuarão sendo acompanhados por parte da SEP.

Direito de Preferência dos Titulares de Ações Preferenciais Classe A

48. O aumento de capital prevê uma supressão do direito de preferência dos titulares de ações preferenciais classe A, parecendo haver indícios de não cumprimento do art. 109, IV, e do art. 171, ambos da Lei 6.404/76.

49. Ao que a leitura da proposta da administração indica, isso ocorreu porque os administradores parecem ter interpretado o dispositivo estatutário segundo o qual novas emissões de ações serão feitas apenas em ações ordinárias e preferenciais classe B.

50. Na verdade, deixar de emitir ações de uma determinada classe, a princípio, não implica subtrair o direito de preferência dos titulares dessas ações; este entendimento significaria somente que esses acionistas detentores da classe de ações não objeto de aumento teriam preferência para subscrever as classes de ações objeto do aumento, de modo a manter sua participação no capital total, conforme previsto no art. 171, §1º, b, da Lei 6.404/76.

51. Assim, nesse ponto, a deliberação proposta parece violar dispositivos legais. Essa questão, assim como a citada no §31, retro, será endereçada no processo CVM RJ-2014-11155.

Ausência de Menção à Reforma Estatutária

52. A ausência de qualquer menção à reforma estatutária na pauta da AGE foi explicada pela CEB dado o procedimento que pretende seguir, a saber: aprovar o aumento de capital em uma primeira assembleia geral e, depois das subscrições, realizar uma segunda assembleia para homologar o aumento e reformar o estatuto social.

53. Esse é um procedimento usual, não parecendo ser fundamento para a CVM influir no prazo de realização da AGE da CEB.

VI. Conclusão

54. Por todo o exposto, propõe-se aumentar do prazo de antecedência do anúncio de convocação da AGE, com base no art. 124, §5º, I, da Lei 6.404/76, em 15 dias a contar da disponibilização do laudo do valor econômico da CEB no Sistema IPE.

55. Propõe-se, ainda, o envio do presente processo à SGE para submeter a questão ao Colegiado para deliberação.

Atenciosamente,

RAPHAEL SOUZA
Inspetor

De acordo,
À SEP,

MARCO ANTONIO PAPER A MONTEIRO
Gerente de Acompanhamentos de Empresas 3

De acordo,
À SGE,

FERNANDO SOARES VIEIRA
Superintendente de Relações com Empresas

[1] Companhia Imobiliária de Brasília, empresa pública do Distrito Federal, subscreverá outros R\$871 mil, em ações preferenciais classe B.

[2] Os valores apurados para a CEB oscilavam entre R\$319.860 mil e R\$489.846 mil; os da CEB-D oscilavam de R\$150.398 mil negativos a R\$374.186 mil.

[3] O laudo foi juntado pela CEB ao processo, como anexo à resposta apresentada.

[4] Neste sentido, por exemplo, decisão do processo RJ-2007-3453, de 18.04.2007.

[5] O parecer de orientação CVM nº 1/78 dispõe sobre a competência legal da CVM com relação à fixação do preço de emissão das ações em aumentos de capital.

[6] Nesse sentido, v. processo CVM RJ-2012-3718, de 09.04.2012.

[7] Neste sentido, v. processo CVM RJ-2012-14312, de 30.11.2012.

[8] Por exemplo: (i) o laudo não contém estimativa do custo de capital da CEB e declara utilizar, para desconto dos fluxos de caixa ao longo dos 30 anos contidos na análise, a taxa Selic estimada para 2017, ou seja, 11% ao ano; e (ii) os fluxos de caixa anuais para os acionistas encontram-se deduzidos dos montantes pagos aos acionistas a título de proventos.