



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

### PROCESSO ADMINISTRATIVO CVM Nº RJ-2015-5021

Reg. Col. 9784/2015

**Interessados:** Fundo de Investimento em Ações Dinâmica Energia  
DD Brazil Holdings S.À.R.L.  
Eneva S.A. – Em Recuperação Judicial

**Assunto:** Recurso contra entendimento da Superintendência de Relações com Empresas – SEP a respeito de consulta sobre determinados aspectos de aumento de capital a ser deliberado em assembleia geral de acionistas da Eneva S.A. – Em Recuperação Judicial.

### RELATÓRIO

#### I. Do Objeto

1. O presente processo trata de recursos apresentados em 14.7.2015 por Fundo de Investimento em Ações Dinâmica Energia (“FIA Dinâmica”) e DD Brazil Holdings S.À.R.L. (“E.ON”) contra entendimento manifestado pela Superintendência de Relações com Empresas – SEP em resposta a consulta formulada pelo FIA Dinâmica sobre determinados aspectos envolvendo aumento de capital da Eneva S.A. – Em Recuperação Judicial (“Eneva” ou “Companhia”), a ser deliberado em assembleia geral de acionistas.

#### II. Do Histórico do Processo

2. Em 20.5.2015, o FIA Dinâmica protocolizou na CVM consulta a respeito do entendimento dessa Autarquia no que se refere a suposto impedimento de voto dos acionistas E.ON e Eike Batista quando da deliberação sobre aumento de capital da



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Eneva previsto em seu plano de recuperação judicial. No dia 19.6.2015, em virtude do acontecimento de fatos novos, como as manifestações da Companhia (fls. 362/398) e dos acionistas E.ON (fls. 407/408) e Eike Batista (fl. 410), o FIA Dinâmica apresentou manifestação complementar acostada às fls. 437/461, na qual, além de reiterar suas razões, apresentou reclamação acerca da fixação do preço de emissão da Eneva no âmbito do referido aumento de capital.

3. Após novas manifestações por parte da Companhia (fls. 504/518) e dos acionistas acima mencionados (fls. 634, 635 e 637), a SEP analisou a consulta no âmbito do RA/CVM/SEP/GEA-3/Nº 056/15, de 29.6.2015 (fls. 647/675), tendo o seu entendimento sido contestado pelo FIA Dinâmica e pela E.ON, por meio dos recursos acostados às fls. 701/729 e 736/762, respectivamente. Considerando os recursos e após nova manifestação apresentada pela Eneva (fls. 789/799), a SEP confirmou seus entendimentos por meio do RA/CVM/SEP/GEA-3/Nº 072/15 (fls. 800/833).

4. A seguir, descreverei a operação em questão no contexto em que ela se insere, o entendimento dos Recorrentes e demais interessados na operação e as conclusões da SEP.

### **III. Da Companhia e Seu Plano de Recuperação Judicial**

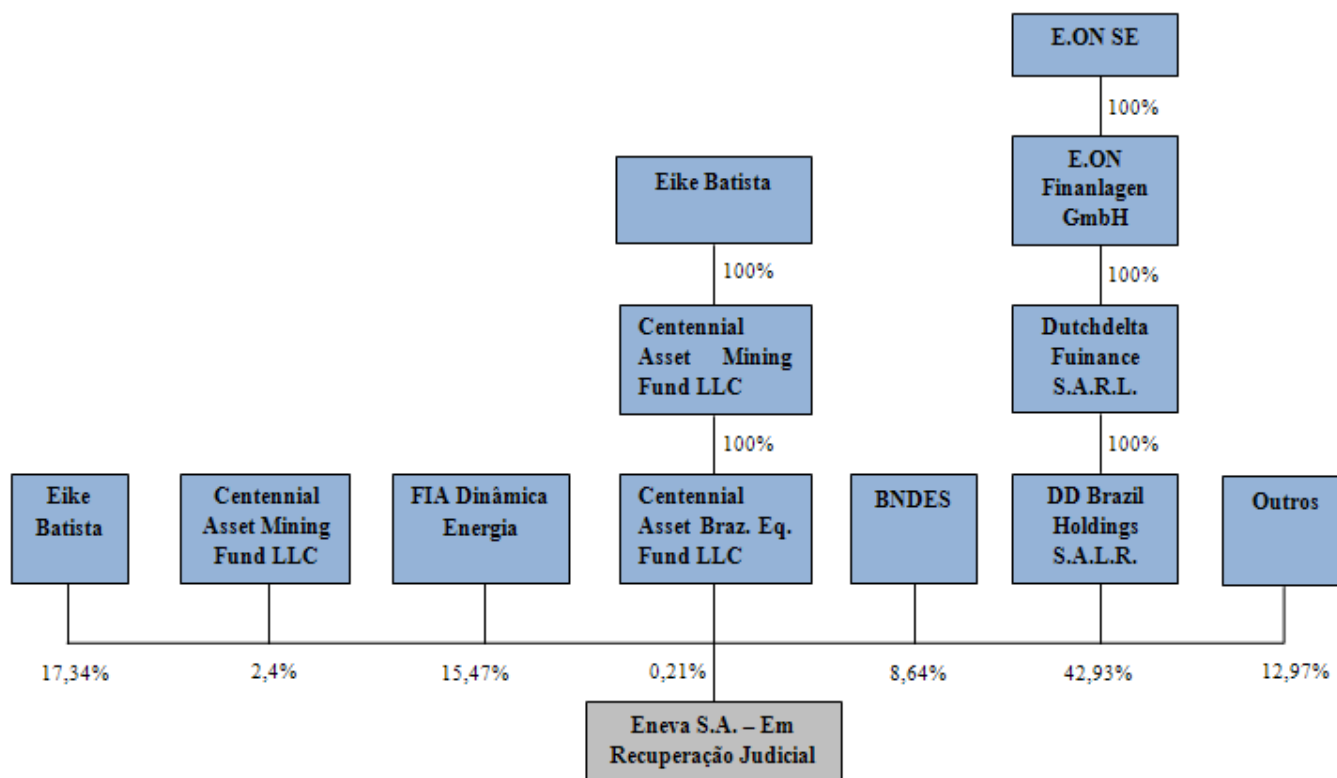
5. A Eneva é companhia aberta e possui registro ativo na CVM desde 7.12.2007. De acordo com o item 15.1/2 da versão do seu formulário de referência apresentada em 21.6.2015, o capital social da Companhia é assim distribuído:<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> Essa versão formulário de referência, apesar de ser a mais recente, não se encontra atualizada. No dia 11.8.2015, de acordo com a proposta da administração relativa ao aumento de capital da Eneva nessa data elaborada, a posição acionária do FIA Dinâmica na Companhia correspondia a 16,04%.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS



6. E.ON e Eike Batista, titulares, direta ou indiretamente, das maiores participações individuais no capital social da Eneva, são signatários de acordo de acionistas que prevê reuniões prévias às assembleias gerais ou reuniões do conselho de administração da Companhia. Nos termos da cláusula 6.4, eles devem votar “*como um único bloco unificado*” e conforme decidido em reunião prévia (fl. 116).

7. Em 9.12.2014, a Eneva ajuizou pedido de recuperação judicial. O respectivo plano de recuperação judicial, aprovado pelos credores em 30.4.2015 e homologado pelo juízo correspondente em 12.5.2015 (“PRJ”), acarretou, dentre outras medidas, (i) a reestruturação dos créditos detidos contra a Companhia; (ii) a aprovação, pelos credores, da alienação da participação detida pela Companhia no capital social da Porto do Pecém Geração de Energia S.A. (“Pecém I”) para a EDP – Energias do Brasil S.A.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

(“EDP”), pelo valor de R\$300.000.000,00;<sup>2</sup> e (iii) o compromisso de realizar aumento de capital, conforme descrição a seguir.

### **IV. Do Aumento de Capital**

8. De acordo com o PRJ, o aumento de capital da Eneva será integralizado com (i) dinheiro; (ii) realização de bens; e (iii) capitalização de créditos detidos por credores da Companhia.

9. Nos termos do PRJ, entre os ativos a serem utilizados, correspondentes a um total de R\$ 1.305.459.220,00, a E.ON subscreverá, com a integralização em bens de sua propriedade, o equivalente a R\$ 240.000.000,00 em ações. Banco BTG Pactual S.A. (“BTG”) e Petra Energia S.A. (“Petra”), por sua vez, integralizarão ações com ativos no montante de R\$ 688.000.000,00 e R\$ 377.459.220,00, respectivamente.

10. Os créditos com os quais o aumento será integralizado, que somam o valor total de aproximadamente R\$ 985.600.000,00, são detidos em sua maior parte por três instituições financeiras: (i) Banco Citibank S.A. (“Citibank”); (ii) BTG; e (iii) Itaú Unibanco S.A. (“Itaú”). A E.ON também integralizará o aumento com créditos, em montante correspondente a, aproximadamente, R\$ 3.000.000,00.

11. Eike Batista, ao seu turno, não participará do aumento de capital.

12. Conforme indicado no PRJ e na proposta da administração apresentada em 10.8.2015, o preço de emissão de cada nova ação será de R\$ 0,15. Resumidamente e de acordo com a proposta, esse valor é fruto de um deságio de 62,4% em relação à média ponderada do preço pelo volume de ações negociadas nos 60 dias anteriores a 12.2.2015, quando foi divulgada a primeira versão do PRJ.

13. Efetuado o aumento de capital e caso, de forma hipotética, os atuais acionistas não exerçam o direito de preferência, o quadro acionário da Eneva passará a ser assim composto:<sup>3</sup>

---

<sup>2</sup> Conforme informado pela Companhia por meio de fato relevante publicado em 15.5.2015, nessa mesma data a alienação da participação societária na Pecém I foi concluída e o correspondente pagamento foi efetuado pela EDP à Eneva.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Acionista	Participação atual	Participação após o aumento
E.ON	42,94%	12,29%
Eike Batista	19,97%	1,04%
FIA Dinâmica	16,04%	0,84%
BNDES	8,65%	0,45%
Citibank	-	6,91%
Itaú	-	11,69%
BTG	-	49,76%
Petra	-	11,70%
Gemlik	-	3,91%
Outros	12,41%	1,41%

### V. Da Consulta

14. O FIA Dinâmica requereu manifestação deste Colegiado a respeito do potencial impedimento de voto da E.ON e de Eike Batista quando da deliberação referente à aprovação do aumento de capital descrito acima, a ocorrer na Assembleia Geral Extraordinária de 26.8.2015.

15. Antes de analisar as razões pelas quais o consulente acredita que os mencionados acionistas devem ser impedidos de votar, vale mencionar que, para o FIA Dinâmica, a venda da participação acionária detida na Pecém I já seria o suficiente para fortalecer a posição de caixa da Eneva e garantir que as atividades da Companhia continuem por, no mínimo 24 meses, “*independentemente de qualquer outra medida prevista no PRJ (...)*” (fl. 05).

#### V.1. Do Impedimento de Voto da E.ON

16. No entendimento do FIA Dinâmica, a E.ON se encontraria em posição “*não equitativa em relação aos demais acionistas da Eneva*” (fl. 21) e poderia se beneficiar do aumento de modo particular uma vez que, diferentemente dos acionistas não controladores, poderá integralizar ações, no aumento de capital da Companhia, mediante o aporte de créditos e ativos. Observou, a esse respeito, que aos demais

---

<sup>3</sup> Informação extraída da proposta da administração da Eneva, de 11.8.2015.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

acionistas “*resta apenas a possibilidade de acompanhar o aumento de capital em dinheiro*” (fl. 21).

17. Para o consultante, o PRJ teria sido arquitetado para evitar que a E.ON sofra, por efeito do ingresso dos credores no capital social da Companhia, a mesma diluição que os acionistas não controladores.

18. Nesse sentido, o consultante destacou a vantagem concedida à E.ON por força da Carta de Confirmação de Apoio ao plano de recuperação judicial da Eneva S.A. e da Eneva Participações S.A. (fls. 257/296), assinada pela própria E.ON e por BTG, Itaú, Petra e Eike Batista e suas sociedades controladas (“Carta de Confirmação de Apoio”).

19. Nos termos da carta, caso não se atinja, na assembleia geral de acionistas da Companhia, o quórum necessário para a aprovação da contribuição dos ativos de propriedade da E.ON no âmbito do aumento de capital, as partes deverão realizar nova assembleia para deliberar a aprovação de outro aumento. De acordo com o consultante, neste segundo aumento, Eike Batista, BTG, Petra e Itaú “*cederão parcialmente à E.ON, proporcionalmente à quantidade de ações que vierem a deter após o aumento de capital previsto no PRJ, seus respectivos direitos de preferência na subscrição das ações emitidas no âmbito desse segundo aumento de capital, de forma a permitir que os Ativos E.ON sejam efetivamente incorporados à Companhia*” (fl. 22).

20. Outro ponto destacado pela consulta é que, se os créditos da E.ON não forem utilizados para integralizar o aumento de capital da Eneva, eles poderiam levar muitos anos até serem quitados. Dessa forma, essa acionista se beneficiaria por conseguir liquidar esses créditos no aumento.

21. Também foi destacado que a avaliação dos créditos, para fins do aumento de capital, foi realizada apenas no âmbito da recuperação judicial, sendo que eles não serão objeto de nova avaliação. “*Nesse sentido*”, conforme a consulta, “*a E.ON deliberou sobre o valor de seus próprios créditos*” (fl. 22).



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

22. Em relação aos ativos de propriedade da E.ON que serão utilizados para integralizar e subscrever novas ações, o FIA Dinâmica alegou que todos eles estão relacionados a negócios nos quais a Eneva possui participação societária ou ligação operacional. Dessa maneira, são ativos que estão sujeitos a desvalorizações caso a Companhia não consiga se recuperar.

23. À semelhança do mencionado em relação aos créditos, argumentou o FIA Dinâmica que a E.ON se beneficiará tanto pela participação no aumento de capital como acionista quanto pela aprovação do aporte de seus ativos sem o risco de perda de valor no cenário de insolvência da Companhia.

24. O consultante também ressaltou que os ativos foram avaliados no âmbito da recuperação judicial e, *“ainda que a assembleia geral de acionistas venha deliberar sobre a avaliação contida nos laudos, fato é que os ativos já integrariam o aumento de capital na forma como a operação foi estruturada. O aumento de capital não ocorrerá se não observar todas as características que lhe foram atribuídas no PRJ e, ao aprova-lo, a E.ON participou da decisão de incluir seus próprios ativos no rol de bens que serão utilizados para integralizar o referido aumento”* (fl. 23).

25. Assim, o FIA Dinâmica requereu que o Colegiado da CVM se manifeste a respeito do entendimento de que *“[a] E.ON e os seus veículos de investimento obterão benefício de modo particular na deliberação de aumento do capital social da Eneva previsto no PRJ, em razão de sua condição de credora da Companhia e de detentora de ativos que nela serão aportados, estando, assim impedidos de exercer seu direito de voto em relação a tal matéria na assembleia geral de acionistas da Companhia, na forma do que prevê o §1º, do artigo 115, da lei 6.404/76”* (fl. 08).

### **V.2. Do Impedimento de Voto de Eike Batista**

26. Para o consultante, ainda que Eike Batista tenha confirmado sua intenção de não subscrever ações no aumento de capital por meio do aporte de recursos, ele *“tem interesse conflitante com o da Companhia para votar na deliberação relativa ao*





## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

*aumento de capital*” (fl. 24). Isso se justifica, na sua visão, pelo fato de o acionista ter fortes vínculos com o BTG e o Itaú, que, além de serem os maiores credores quirografários da Eneva, são também os maiores credores de Eike Batista.

27. O FIA Dinâmica destacou, nessa direção, que as ações emitidas pela Companhia de propriedade de Eike Batista estão empenhadas ou cedidas fiduciariamente em favor do Itaú.<sup>4</sup> Também ressaltou que a Carta de Confirmação de Apoio, em sua cláusula 4.4 (fl. 263), prevê que a cessão do direito de preferência relativo às ações detidas por aquele acionista *“está sujeita ao consentimento de terceiros e/ou a liberação de quaisquer restrições de transferência impostas pelos contratos celebrados junto ao Itaú”* (fl. 25). Desse modo, o direito de voto de Eike Batista seria indissociável dos interesses do Itaú.

28. O consultante alertou, ainda, que a relação mantida entre Eike Batista e o BTG seria ainda mais evidente do que aquela mantida com o Itaú. Com base em notícias veiculadas na mídia e em avisos de fato relevante da Eneva, afirmou que a instituição financeira, *“por diversas vezes, foi responsável por financiar as atividades do Grupo X e por coordenar as várias operações efetuadas pelas sociedades no mercado de capitais”* (fl. 25).<sup>5</sup>

29. Afirmou, além disso, que o aumento de capital teria sido arquitetado para atender também os objetivos de Itaú e BTG em prejuízo dos interesses dos acionistas não controladores. Prova disso seria, segundo o FIA Dinâmica, a possibilidade de essas

---

<sup>4</sup> A consulta fez referência, a esse respeito, aos seguintes contratos: (i) Instrumento Particular de Constituição de Penhor de Primeiro Grau das Ações da Eneva, celebrado em 25.1.2013; (ii) Instrumento Particular de Contrato de Alienação Fiduciária de Ações em Garantia da Eneva, celebrado em 25.1.2013; e (iii) Instrumento Particular de Constituição de Penhor de Segundo Grau das Ações da Eneva, celebrado em 11.10.2013 (fl. 25).

<sup>5</sup> O FIA Dinâmica apresentou dois exemplos de atuação do BTG em linha com o Grupo X: (i) o pagamento realizado pela Eneva no montante de R\$ 50.000.000,00 ao BTG, tendo Eike Batista se comprometido a reembolsar esse valor à Companhia, conforme informou o fato relevante publicado pela Companhia em 18.11.2013; e (ii) a garantia do BTG de atuar como garantidor firme de oferta pública de distribuições de ações da Eneva no âmbito de operação pactuada entre Eike Batista e E.ON que resultaria na aquisição, por esta última, de participação no capital social da Companhia, nos termos do fato relevante publicado em 28.3.2013. Contudo, como informado pelo fato relevante divulgado em 3.7.2013, o aumento de capital previsto em tal operação foi realizado mediante subscrição particular de ações, conforme recomendado pelo próprio BTG.





## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

instituições atingirem, após o aporte de créditos e ativos, participação relevante no capital social da Eneva que lhes garantiria o poder de controle dessa sociedade. Os seguintes fatos sustentariam essa afirmação:

- (i) o PRJ prevê que o aumento de capital somente ocorrerá se ativos integralmente detidos pelo BTG forem aportados na Companhia. *“Ou seja, se o BTG optasse por não aportar [esses ativos], não haveria aumento de capital”* (fl. 27);
- (ii) o PRJ foi ajustado para, entre outras alterações, suprimir a sua antiga cláusula 4.4 na qual constava a vedação à aquisição do poder de controle em razão da subscrição das ações emitidas no âmbito do aumento de capital da Eneva. Esse ajuste, contudo, não foi noticiado no aviso de fato relevante sobre as alterações no PRJ, publicado em 10.4.2015. De acordo com o FIA Dinâmica, a alteração *“deveria ter sido alertada ao mercado, pois modifica de forma relevante as premissas da operação em questão”* (fl. 27); e
- (iii) a Carta de Confirmação de Apoio, em uma de suas cláusulas, dispõe que o BTG concorda em não realizar a aprovação de operações que resultem em novas dívidas da BPMB Parnaíba S.A. (“BPMB”) em até 10 dias úteis após a homologação do aumento de capital ou a conclusão da entrega das ações da Eneva emitidas no âmbito do aumento. Excepcionalmente, tal aprovação pode ser efetuada por meio de contratos de empréstimos entre partes relacionadas, que, nos termos da cláusula 4.3.1 da Carta, *“poderão representar o penhor (ou outras formas de garantias) das ações da BPMB ou dos ativos da BPMB em favor do [BTG] ou de suas afiliadas.”*

30. Assim sendo, Eike Batista estaria em situação de conflito de interesses com a Companhia ao votar em assuntos que envolvem BTG e Itaú. *“Caso Eike Batista vote no sentido de aprovar o aumento de capital, garantirá a tais credores um meio de subscrever novas ações da Eneva, por um preço de emissão extremamente baixo, permitindo-lhes obter um número relevante de ações (...), em troca de créditos que*



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

*certamente já foram baixados em relevante proporção nos respectivos balanços” (fl. 28).*

31. Além desses argumentos, o FIA Dinâmica argumentou que Eike Batista estaria impedido de votar em virtude do acordo de acionistas celebrado entre ele e a E.ON, por força do qual ambos estão obrigados a votarem sempre como um bloco unificado.

32. Dessa maneira, estando a E.ON impedida de votar, e considerando que os signatários do acordo, nos termos de sua cláusula 6.4,<sup>6</sup> devem votar contra as deliberações que não tenham sido aprovadas em reunião prévia, “(...) *Eike Batista estará obrigado a votar contra a deliberação sobre o aumento de capital na assembleia geral da Companhia. Caso contrário, violará regra do acordo de acionistas, que é expressa no sentido de exigir o exercício do direito de voto de forma unificada e mediante consenso unânime” (fls. 28/29).*

---

<sup>6</sup> Assim versa a cláusula:

*“6.4 Reunião Prévia de Acionistas*

*Antes da realização de cada Assembleia de Acionistas, uma reunião (‘Reunião Prévia de Acionistas’) deverá ser realizada entre os Acionistas, a fim de formular e adotar uma posição unificada a ser tomada pelos Acionistas em tal Assembleia de Acionistas. Os membros do Conselho de Administração nomeados pelos Acionistas serão responsáveis pela convocação das Reuniões Prévias de Acionistas e providenciarão para que tais reuniões sejam realizadas com pelo menos 5 (cinco) Dias Úteis de antecedência da Assembleia de Acionistas correspondente.*

*A Reunião Prévia de Acionistas será considerada validamente instalada mediante a presença de ambos os Acionistas e todas as decisões tomadas na Reunião Prévia de Acionistas dependerão de voto unânime.*

*Os Acionistas concordam que exercerão os direitos de voto inerentes às suas Ações nas Assembleias de Acionistas de acordo com a(s) deliberação(ões) que vier(em) a ser tomada(s) em tal Assembleia de Acionistas, como um único bloco unificado. Caso (i) uma deliberação que não tenha sido aprovada em Reunião Prévia de Acionistas seja proposta por qualquer Pessoa e/ou submetida à votação em Assembleia de Acionistas, ou (ii) a Reunião Prévia de Acionistas não tenha sido realizada devido à ausência de um ou ambos os Acionistas, os Acionistas deverão votar contra tal deliberação proposta na referida Assembleia de Acionistas.*

*As atas das Reuniões Prévias de Acionistas serão redigidas e assinadas por todos os representantes presentes e servirão como evidência das decisões lá tomadas. Salvo se de outro modo acordado pelos representantes da E.ON e da EBX, as Reuniões Prévias de Acionistas serão realizadas na sede da Companhia.*

*O presidente da Assembleia de Acionistas deverá desconsiderar o voto de um Acionista na medida em que tal voto seja diferente do voto dos Acionistas na correspondente Reunião Prévia de Acionistas, desde que (i) este Acordo seja arquivado na sede da Companhia; e (ii) uma cópia da ata de Reunião Prévia de Acionistas (salvo se a exigência de realização de reunião prévia for renunciada por escrito por ambos os Acionistas) seja disponibilizada ao presidente da Assembleia de Acionistas ou arquivado na sede da Companhia.”*



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

33. Tendo em vista que o exercício do voto por um dos signatários do acordo é vinculado ao voto do outro signatário, e diante do impedimento da E.ON de votar na assembleia geral em razão de ela poder se beneficiar particularmente da operação, “*Eike Batista estará obrigado a votar contra a deliberação sobre o aumento de capital na assembleia geral da Companhia*” (fl. 29). Ainda a esse respeito, caso esses acionistas contornem a regra – por meio de aditamento ao acordo de acionistas ou da obtenção de autorização da E.ON a Eike Batista para que este exerça seu voto –, isso “*seria um mecanismo indireto para possibilitar que alguém com impedimento de voto use um acordo de acionistas para viabilizar a aprovação da matéria de seu interesse*” (fl. 29).

34. Concluiu o FIA Dinâmica, então, que “[o] Sr. Eike Batista possui interesse conflitante com o da Companhia em relação à deliberação referente ao aumento de capital, mas, independentemente do conflito de interesses existente, o Sr. Eike Batista e os seus veículos de investimento também estão impedidos de exercer seu direito de voto em relação a todos os aspectos referentes à deliberação sobre o aumento de capital previsto no PRJ, nos termos do §1º do artigo 115 da lei 6.404/76 e em razão da regra constante no acordo de acionistas celebrado com a E.ON” (fl. 31).

### **VI. Das Manifestações de Eneva, E.ON e Eike Batista**

35. Em 8.6.2015, a Eneva apresentou manifestação a respeito das alegações formuladas pelo FIA Dinâmica (fls. 362/410). Segundo a Companhia, o PRJ seria resultado de uma negociação entre partes independentes e não fruto de uma imposição unilateral dos acionistas controladores, conforme alegado pelo FIA Dinâmica.

36. Quanto ao impedimento de voto da acionista E.ON, a Eneva asseverou que, sendo o direito de voto elemento essencial para a deliberação assemblear, a norma inscrita no art. 115, §1º, da Lei nº 6.404/1976, que prevê uma restrição ao seu exercício, não pode ser objeto de interpretação ampliativa.

37. Nesse sentido, afirmou que, não obstante a operação de aumento de capital com integralização em créditos e ativos já ter sido realizada inúmeras vezes por companhias



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

abertas brasileiras, não se teria conhecimento de qualquer questionamento quanto à possibilidade do controlador exercer seu direito de voto na deliberação que a discuta.

38. Ademais, a Companhia argumentou que o fato de a E.ON poder integralizar ações com ativos e créditos, enquanto outros acionistas deverão integralizá-las em dinheiro, não configuraria a hipótese de benefício particular, tendo em vista que todos os acionistas poderão exercer seu direito de preferência com base no mesmo preço de emissão, não havendo, portanto, qualquer diferença na avaliação das ações de propriedade dos controladores e dos minoritários.

39. Acrescentou que a Carta de Confirmação de Apoio não poderia levar à conclusão pelo impedimento de voto da E.ON, pois *“tal instrumento apenas formalizaria um compromisso de seus signatários pelo fato de considerarem que a contribuição dos ativos da E.ON possui ‘importância estratégica para estabilização da Eneva’”* (fl. 656).

40. Já no que concerne ao impedimento de voto de Eike Batista, a Eneva argumentou que a previsão legal do art. 115, §1º, limitaria o impedimento de voto às hipóteses em que o interesse em eventual conflito com o da Companhia fosse o do próprio acionista, não sendo admissível, portanto, restringir o direito de voto de Eike Batista sob a alegação de que ele estaria defendendo interesses de terceiros. Diante disso, as operações de Eike Batista com as instituições financeiras não teriam qualquer relação com o aumento de capital da Companhia.

41. Segundo o entendimento da Eneva, mesmo considerando o acordo de acionistas firmado com a E.ON, Eike Batista não poderia ser impedido de votar, seja porque, com base nas razões expostas acima, a E.ON não estaria impedida de votar sobre a operação de aumento de capital ou mesmo porque, ainda que assim o fosse, é *“evidente que a obrigação de voto em conjunto e observância ao deliberado em reunião prévia não se aplicaria às deliberações em relação às quais uma das partes esteja impedida de votar”* (fl.657).



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

42. Por fim, afirmou que o objetivo do FIA Dinâmica, ao buscar o reconhecimento de eventual impedimento de voto por parte dos acionistas controladores, seria ampliar indevidamente o seu papel na aprovação das medidas relacionadas ao PRJ.

43. Em sua manifestação, a E.ON se limitou a informar que, na assembleia que deliberará sobre o aumento de capital da Eneva, exercerá o seu direito de voto em observância às disposições da Lei nº 6.404/1976, com destaque para o art. 115, § 1º, e à regulamentação da CVM.

44. Neste mesmo sentido, Eike Batista apresentou manifestação na qual ressaltou que sendo o direito de voto um direito legítimo, este deve ser respeitado na medida em que não viole a Lei, estatutos e acordos e que interpretações acerca deste direito devem preservar o melhor interesse da Companhia. Ademais, informou que as suas relações com as instituições financeiras seriam relações comerciais absolutamente normais e legais.

### **VII. Da Manifestação Complementar do FIA Dinâmica**

45. Diante das manifestações da Eneva e dos acionistas controladores, bem como da divulgação da proposta da administração para a assembleia geral a ser realizada, o FIA Dinâmica, apresentou, em 19.6.2015, manifestação complementar.

46. Primeiramente, argumentou que, ao afirmar que *“não faz qualquer comentário, expresso ou implícito, a respeito da alegação de potencial conflito de interesse do Sr. Eike Batista ou a respeito de sua capacidade de voto sob o acordo de acionistas da Companhia”* (fls. 407/408), a E.ON estaria se reservando o direito de impedir o voto de Eike Batista caso ele venha a votar contrariamente aos seus interesses.

47. Em seguida, o consultante esclareceu que não seria o fato isolado de o controlador possuir ativos e créditos que configuraria o seu benefício particular, mas sim a combinação dos seguintes fatores: *“(i) o aumento de capital teria sido estruturado sob medida para os controladores e credores a eles aliados, e (ii) existiria uma situação de desigualdade entre os acionistas”* (fl. 658).



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

48. Ressaltou ainda que os acionistas e credores já haviam se comprometido, com base nas Cartas de Confirmação de Apoio, a convocar nova assembleia geral, caso o aporte dos ativos da E.ON não seja aprovado no conclave. Por ocasião dessa nova assembleia, que teria por objetivo deliberar sobre o ingresso desses ativos na Eneva, os atuais credores já teriam participação suficiente para aprovar a matéria, independentemente do voto dos demais acionistas. Segundo entendimento do FIA Dinâmica, a contrapartida desse comprometimento seria o voto da E.ON para aprovar o aumento de capital.

49. Quanto ao acordo de acionistas, o FIA Dinâmica afirmou que a interpretação exposta pela Companhia em sua manifestação não se coadunaria com a redação adotada no item 6.4 do referido acordo, que sugeriria que, em caso de impedimento de voto da E.ON, Eike Batista não poderia votar e vice-versa.

50. No que concerne à proposta da administração apresentada para a assembleia geral, o FIA Dinâmica alegou que existiriam duas irregularidades. Primeiramente, o preço de emissão das ações teria sido fixado em desacordo com o disposto no art. 170, § 1º, da Lei nº 6.404/1976, tendo em vista que o deságio adotado (62,4%) sugeriria a realização de uma conta reversa para fixação de um preço estabelecido por critério distinto daqueles previstos em Lei.

51. Além disso, não teria sido apresentada justificativa para a escolha do preço de emissão adotado, mas tão somente justificativas para a realização da operação, em infração ao § 7º do referido artigo da Lei.

### **VIII. Das Manifestações Complementares de Eneva, E.ON e Eike Batista**

52. Após solicitação de manifestação complementar,<sup>7</sup> em 24.6.2015, a Eneva argumentou que nos casos de companhias em recuperação judicial, a fixação do preço de emissão das ações seria tarefa mais complexa, não especificada na Lei nº 6.404/1976,

---

<sup>7</sup> Ofício nº209/2015/CVM/SEP/GEA-3, de 18.6.2015 (fls.501/502). A manifestação localiza-se às fls. 504/518.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

sendo legítima, nesses casos, a adoção de deságios substancialmente maiores do que aqueles adotados em condições normais.<sup>8</sup>

53. Ainda sobre o aumento de capital, a Companhia informou que, após negociação exaustiva junto aos seus credores, tendo sido apresentadas diversas alternativas para viabilizar a recuperação, a proposta de aumento de capital foi a única em relação a qual foi possível obter a aprovação dos credores e o apoio dos principais acionistas.

54. Quanto ao impedimento de voto de Eike Batista, a Eneva reiterou seu entendimento de que por se tratar da restrição a um direito, as hipóteses previstas no art. 115, § 1º, da Lei nº 6.404/1976 possuem caráter personalíssimo, atingindo apenas o próprio titular do bem capitalizado e não terceiros.

55. A E.ON, por sua vez, em manifestação apresentada em 26.6.2015 (fls. 643/646), limitou-se a afirmar que concorda integralmente com os argumentos apresentados pela Companhia em relação à inexistência de impedimento de seu voto.

56. Em sua manifestação complementar, protocolada no mesmo dia (fl. 642), Eike Batista informou que não participará do aumento de capital, entendendo que a sua participação acionária será justificadamente diluída, a fim de possibilitar a implementação do PRJ da Companhia.

57. No que tange à sua participação na assembleia geral que deliberará sobre o aumento de capital, Eike Batista entende não possuir qualquer impedimento para votar. Ademais, em relação ao acordo de acionistas celebrado com a E.ON, afirmou que, em linha com a primeira manifestação da Eneva, entende que a regra geral de voto em bloco não se aplicaria às deliberações em relação às quais um dos acionistas estiver proibido de votar.

---

<sup>8</sup> A Companhia anexou pareceres jurídicos de Mauro Rodrigues Penteado e Wald Associados Advogados, segundo os quais o aumento de capital da Eneva reveste-se de legalidade, sobretudo a respeito do preço de emissão das ações fixado. Também foi anexado parecer econômico financeiro sobre a definição do preço de emissão emitido por Tendências Consultoria Integrada.





## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

58. Tanto a E.ON quanto Eike Batista informaram não ter havido, até aquele momento, nenhuma reunião prévia para deliberar sobre a avaliação dos ativos da E.ON na AGE a ser realizada.

### **IX. Do Entendimento da SEP**

59. A SEP apresentou resposta à consulta do FIA Dinâmica em 29.6.2015. A análise da área técnica se divide nos seguintes tópicos: (i) questões relacionadas às motivações das partes; (ii) questões relacionadas ao caixa gerado com a venda da Pecém I; (iii) impedimento de voto da E.ON; (iv) impedimento de voto do Sr. Eike Batista; e (v) preço de emissão e justificativa.

#### **IX.1. Das Questões Relacionadas às Motivações das Partes**

60. De acordo com a SEP, as motivações que cada parte imputa à outra em relação ao aumento de capital – a utilização do PRJ para provocar maiores perdas aos acionistas minoritários, no caso da E.ON e de Eike Batista, ou a intenção de obter papel decisivo na aprovação das medidas relacionadas ao PRJ, no caso do FIA Dinâmica – não possuem relevância para a análise das questões levantadas na presente consulta.

61. Para a Superintendência, casos como esse “*são tentativas de conciliação das vontades de diferentes partes interessadas*” (fl. 662). A existência de interesses conflitantes, segundo o Relatório de Análise, não representa, por si só, infração à Lei, que trata justamente de regular os diversos interesses envolvidos nas atividades das sociedades anônimas.

62. A questão que se impõe, para a área técnica, é a verificação da adequação do processo de decisão na assembleia geral de acionistas às regras legais.

#### **IX.2. Das Questões Relacionadas ao Caixa Gerado com a Venda da Pecém I**

63. A SEP também não vê relevância na discussão acerca da suficiência ou não da venda da participação detida pela Eneva na Pecém I, por R\$ 300.000.000,00, para garantir a continuação das atividades da Companhia por pelo menos 24 meses. De acordo com a área técnica, o aumento de capital da Companhia é fruto de discussões



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

travadas pelas partes e se submete a regime jurídico próprio que não pode ser infringido, “*mesmo que isso represente o interesse de muitos dos envolvidos*” (fl. 663).

64. Portanto, o que importa, para o presente caso, é “*a certeza de todos os agentes envolvidos de que a legislação existente deverá ser atendida em todas as etapas (...) para que, desta forma, uma eventual operação aprovada venha a refletir, de fato, um acordo entre todas as partes da forma que a legislação buscou proteger*” (fl. 663).

### **IX.3. Do Impedimento de Voto da E.ON**

65. Sobre o alegado impedimento de voto da E.ON no âmbito da assembleia geral de acionistas, a SEP iniciou sua análise destacando que, no seu entendimento, não deve prosperar o argumento do FIA Dinâmica de que a E.ON seria a única acionista titular de créditos e ativos passíveis de utilização para a subscrição de ações no aumento de capital e que, se não forem utilizados para essa finalidade, perderiam sua atratividade.

66. Isso porque, para a área técnica, essa posição diferenciada da E.ON não resulta em benefício particular caso os créditos e ativos em questão estiverem devidamente avaliados. Nesse sentido, a Lei nº 6.404/1976 já trata dessa questão ao vedar o exercício de voto ao acionista nas deliberações acerca da avaliação dos bens com que concorrer para a formação do capital social.

67. A SEP discordou da alegação de que a operação teria sido estruturada com o fim de favorecer a E.ON. “*A questão só seria realmente relevante se a E.ON tivesse poder decisório sobre a matéria [a avaliação dos bens]. Mas como o eventual favorecimento precisará ser legitimado por partes sem interesse especial na matéria, a discussão sobre esse ponto perde sentido*” (fls. 664/665).

68. O destino dos ativos e créditos da E.ON, caso ela não os utilize para a subscrição do capital social da Eneva, também não convenceu a área técnica de que essa acionista se beneficiaria da operação de modo particular. De acordo com a Superintendência, não importa, para o presente caso, o uso alternativo que os recursos aportados pelos acionistas podem ter. Sobre esse ponto, afirmou a SEP que “[o] fator relevante para



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

*deflagrar o benefício particular previsto no art. 115, §1º, da Lei nº 6.404/76 (...) é a existência de um incentivo próprio para o acionista (possivelmente, por motivos alheios à sua condição de acionista) que o induza a votar de maneira potencialmente lesiva para a coletividade dos acionistas” (fl. 665).*

69. No entanto, a SEP concordou com o argumento do FIA Dinâmica no sentido de que a Carta de Confirmação de Apoio existente entre E.ON, Eike Batista e os principais credores e futuros acionistas BTG, Itaú e Petra acarreta o impedimento do exercício de voto por parte da E.ON no âmbito do aumento de capital em tela.

70. Nesse sentido, o Relatório de Análise destacou os seguintes aspectos da Carta de Confirmação de Apoio:

- (i) referido documento prevê que, caso não haja quorum para aprovação dos ativos da E.ON na assembleia geral, BTG, Itaú e Petra deverão convocar nova assembleia para então aprovar o aporte desses ativos;
- (ii) no âmbito dessa nova assembleia, BTG, Itaú e Petra cederão, sem nenhum custo, direitos de preferência na subscrição de novas ações necessários para possibilitar o aporte, na Eneva, dos ativos de propriedade da E.ON;
- (iii) os direitos de preferência cedidos deverão ser efetivamente utilizados na subscrição das ações da Eneva com relação ao aporte dos ativos da E.ON na Companhia, pelo mesmo preço e nas mesmas condições estipuladas para o aumento de capital e conforme o estabelecido no PRJ, o que inclui o laudo de avaliação de tais ativos; e
- (iv) a razão pela qual BTG, Itaú e Petra podem assumir esse compromisso é o fato de que eles se tornarão acionistas relevantes uma vez aprovada a capitalização dos seus créditos e ativos na primeira assembleia, o que poderá ser alcançado pelo voto da E.ON.

71. Diante disso, destacou a SEP que o motivo pelo qual a E.ON não deve exercer seu voto na aprovação do aporte de ativos e créditos das mencionadas instituições



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

financeiras “*é a certeza reciprocamente outorgada entre os acionistas de que a operação será levada a efeito nos termos ajustados previamente*” (fl. 669). Sendo assim conduzida a operação, a E.ON conseguirá diminuir a diluição advinda da entrada de BTG, Itaú e Petra no capital social da Eneva.

72. A área técnica concluiu, então, que, “*se a E.ON ou veículos de investimento por elas controlados, como a D.D. Brazil Holdings S.À.R.L., vierem a votar na capitalização de bens e créditos detidos direta ou indiretamente [por BTG, Itaú e Petra], estará assegurando uma avaliação predeterminada de seus próprios bens. Por isso, ela encontra-se impedida de votar sobre tais matérias, sob pena de infringir o art. 115, §1º, da Lei 6.404/76*” (fl. 670).

73. Para corroborar essa conclusão, a SEP utilizou um cenário hipotético em que dois acionistas, A e B, cada um titular de 35% das ações de certa companhia, têm interesse em aportar bens nessa companhia. Ambos celebraram acordo em que cada um se comprometeu a aprovar a avaliação dos bens do outro e, considerando que o excesso na avaliação de tais bens seria suportado pelos demais acionistas, possuiriam incentivos para aumentar o valor dos ativos aportados pelo outro.

74. Em 20.8.2015, considerando que sua manifestação se deu antes da divulgação do edital de convocação para a assembleia geral, a área técnica apresentou manifestação adicional<sup>9</sup> a respeito do impedimento de voto da E.ON para esclarecer a sua posição acerca do caso concreto. A SEP destacou que a E.ON deveria ser considerada impedida de votar em relação aos (i) laudos de aprovação dos bens com os quais BTG e Petra concorrerão para a formação do capital social; e ao (ii) aumento de capital.

75. Segundo elucidado pela Superintendência, o impedimento em relação à deliberação referente ao aumento de capital se dá porque essa deliberação envolve também a aprovação da integralização dos créditos dos credores subscritores.

---

<sup>9</sup> Memorando nº 37/2015-CVM/SEP/GEA-3 (fls. 840/845).



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

### IX.4. Do Impedimento de Voto de Eike Batista

76. Em primeiro lugar, a SEP destacou que, para concordar com o entendimento do FIA Dinâmica no sentido de que o acordo de acionistas celebrado entre Eike Batista e E.ON suscitaria o impedimento de voto daquele, teria que reinterpretar o acordo de acionistas de modo diverso de como fazem os próprios signatários.

77. Nesse sentido, afirmou que a competência legal da CVM para interpretar esses acordos é sujeita a controvérsias e que, quando questionada sobre esse ponto na instrução do presente processo, a E.ON e a Eneva manifestaram-se em concordância, reconhecendo o direito de Eike Batista votar livremente a avaliação dos bens da E.ON. *“Portanto, ainda que a intenção original do acordo tivesse sido a sugerida pelo Consulente, esse reconhecimento expresso dos acionistas representa, na prática, a quebra de eventual vinculação prévia de votos que pudesse existir até então”* (fl. 672).

78. No que se refere aos benefícios que Eike Batista auferirá e que não são extensíveis aos demais acionistas da Companhia, a Superintendência igualmente discordou do entendimento do FIA Dinâmica. Nos termos do Relatório de Análise, o relacionamento entre aquele acionista e os credores da Eneva não é o suficiente para comprovar que Eike Batista usará seu poder de voto visando a favorecer tal relacionamento.

79. Nesse sentido, embora seja possível que esses credores (notadamente, BTG, Itaú, Petra e Citibank) tenham poder de barganha e possam influenciar indiretamente Eike Batista, a SEP afirmou que isso, isoladamente, não é o bastante para concluir que ele *“teria incentivos para votar sobre o aumento de capital de modo contrário ao interesse da Eneva”* (fl. 672).

80. Portanto, de acordo com a área técnica, Eike Batista não se encontra em situação de conflito de interesses e, assim, não está impedido de votar.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

### **IX.5. Do Preço de Emissão e Justificativa**

81. No que concerne ao preço de emissão adotado e a justificativa apresentada pela Companhia para sua escolha, a SEP novamente manifestou entendimento contrário à reclamação protocolada pelo FIA Dinâmica.

82. Conforme apontado pela área técnica, a CVM já se manifestou anteriormente no sentido de que os critérios elencados no art. 170, §1º, da Lei nº 6.404/1976 devem ser considerados como parâmetros para fixação do preço de emissão e não como elementos estanques de vinculação. Ainda assim, tal entendimento não significa que a adoção de qualquer preço de emissão seria justificada.

83. Na visão da SEP, o que deve ser observado no caso concreto é se o deságio aplicado à cotação das ações foi *“resultado de uma decisão arbitrária por parte dos administradores ou se o preço sugerido (ainda que com um deságio significativo sobre a cotação) se mostra necessário para consecução do objetivo a que a operação se propõe (em última instância, a viabilização da recuperação da Companhia)”* (fl. 674).

84. Segundo a área técnica, com base nos elementos presentes nos autos, não seria possível concluir que *“outro preço, superior aos R\$ 0,15, derivado de negociações com credores e acionistas em juízo, teria permitido a realização da operação que, a princípio, é necessária para a continuidade da Companhia”* (fl. 674).

85. Ademais, quanto à apresentação de justificativa para o critério de precificação adotado, a área técnica concluiu que a Companhia teria deixado claro na proposta da administração os motivos para o deságio de 62,4% utilizado, notadamente o contexto da operação de aumento de capital e a situação da Companhia.

### **X. Dos Recursos**

86. No dia 14.7.2015, FIA Dinâmica e E.ON apresentaram recursos contra o entendimento da SEP, conforme a seguir descritos.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

### X.1. Do Recurso Apresentado por FIA Dinâmica

87. Em seu recurso, o FIA Dinâmica requereu que a SEP reconsiderasse os seguintes entendimentos: (i) o fato de possuir créditos e ativos a serem aportados no aumento de capital não representa benefício de modo particular para a E.ON; (ii) Eike Batista não estaria impedido de votar nas matérias relativas ao aumento de capital; e (iii) o preço de emissão das ações decorrentes do aumento de capital da Eneva não foi fixado de modo a diluir os acionistas injustificadamente e as justificativas do valor fixado estão devidamente pormenorizadas.

88. Resumidamente, em relação ao eventual benefício particular detido pela E.ON, o recorrente argumentou que ele existe na medida em que há *“um acordo entre a E.ON, Eike Batista e os principais acionistas futuros (BTG Pactual, Itaú, Petra e Gemlik), por meio do qual tais indicados já se comprometeram a convocar uma nova assembleia geral com o objetivo de deliberar sobre o ingresso de tais ativos na Companhia caso o aporte dos ativos detidos pela E.ON não seja aprovado na primeira assembleia geral”* (fl. 707).

89. De acordo com o recurso, as partes do acordo já anteciparam as consequências do impedimento de voto da E.ON no que concerne a aprovação do laudo de avaliação de seus próprios ativos e, em paralelo, levaram em consideração o fato de que os mencionados principais acionistas futuros não seriam capazes de aprovar o aumento de capital da Eneva sem o voto da E.ON. Referido acordo faria parte, portanto, de uma estratégia para driblar o impedimento legal.

90. Nessa direção, de acordo com o FIA Dinâmica, *“ao votar, a E.ON estaria aprovando a capitalização de bens e créditos detidos por aqueles que já se comprometeram a votar, em uma futura assembleia geral da Companhia, favoravelmente ao aporte dos ativos da E.ON em um novo aumento de capital, exatamente nas mesmas condições originalmente previstas”* (fl. 708).





## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

91. O recorrente também alegou que a SEP não levou em conta que o aumento de capital somente poderá ser aprovado caso sejam observados os termos e condições previstos no PRJ, uma vez que referido aumento possui características intrínsecas.<sup>10</sup> Por essa razão, a deliberação sobre o aumento de capital é indissociável da deliberação relativa à capitalização de ativos e créditos.

92. Ainda sobre o eventual impedimento de voto da E.ON, o recurso apontou que não deve prosperar a conclusão da área técnica no sentido de que não haveria benefício particular por parte dessa acionista por conta do que ocorrerá caso se dê outro destino aos seus bens e créditos que não a capitalização na Eneva. Apesar de ter reconhecido que *“os argumentos usados na resposta à consulta façam sentido em um cenário teórico”*, o FIA Dinâmica afirmou que *“aqui se está cuidando de um caso em que existem fortes indícios de que o aporte dos ativos e créditos da E.ON se dará exclusivamente com o objetivo de lhe oferecer um benefício maior do que aquele que seria auferido em decorrência de destinação diversa”* (fl. 710).

93. O recorrente reiterou, sobre isso, que a Companhia já é detentora de grande parte dos ativos a serem aportados, sendo que o aporte da parcela restante desses ativos não melhorará sua situação financeira. Diferentemente, apenas aumentará sua exposição aos riscos relativos a esses negócios, que *“ainda não estão maduros, e demandam recursos para o seu desenvolvimento”* (fl. 710).

94. Já em relação ao eventual impedimento de voto de Eike Batista, o recurso procurou demonstrar que a SEP não considerou nem a influência que a E.ON pode exercer na deliberação em que está impedida de votar nem o acordo celebrado entre

---

<sup>10</sup> Citou-se, nessa linha, a cláusula 7.10 do PRJ, que dispõe: *“7.10. Aditamentos, alterações ou modificações do Plano. Aditamentos, alterações ou modificações ao Plano podem ser propostas a qualquer tempo após a Homologação Judicial do Plano, desde que tais aditamentos, alterações ou modificações sejam aceitas pelas Recuperandas e aprovadas pela Assembleia de redores, nos termos da LRJ. Aditamentos posteriores ao Plano, desde que aprovados nos termos da LRJ, obrigam todos os credores a ele sujeitos, independentemente da expressa concordância deste com aditamentos posteriores. Para fins de cômputo, os Créditos deverão ser atualizados na forma deste Plano e descontados dos valores já pagos a qualquer título em favor dos Credores, inclusive mediante Capitalização dos Créditos”*.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

esses dois acionistas. Em seguida, mencionou questionamento da área técnica aos acionistas a respeito da realização de reunião prévia e alegou que tal reunião não seria necessária, uma vez que os respectivos votos já foram acordados no âmbito de cartas preliminares e de confirmação de apoio à Eneva.

95. Também destacou que Eike Batista e E.ON, em 9 e 13.4.2015, respectivamente, já haviam formalizado a sua concordância com o aumento de capital e com a capitalização de créditos e a contribuição de ativos detidos por acionistas e credores da Companhia. Destacou, ainda, que se comprometeram a ceder seus direitos de preferência para possibilitar o aporte e capitalização dos ativos e créditos no âmbito do aumento de capital em tela.

96. O recorrente acrescentou que a SEP teria ignorado o interesse conflitante de Eike Batista em decorrência do relacionamento entre este, a E.ON e credores da Eneva. Reiterou, ainda, que *“o Sr. Eike Batista estaria usando o seu poder de voto na Eneva para obter termos mais favoráveis em suas relações pessoais com credores e, por isso, tem claríssimos incentivos para votar de forma contrária ao interesse da Eneva”* (fl. 722).

97. Por fim, o FIA Dinâmica questionou o entendimento da área técnica a respeito da adequação do preço de emissão das ações no âmbito do aumento de capital da Eneva ao disposto no art. 170 da Lei nº 6.404/1976. Em apertada síntese, alegou que, apesar de tamanho deságio (superior a 60%) não seja prática comum no mercado, a Companhia *“não dedica uma linha sequer à explicação sobre o valor do deságio fixado, limitando-se a apresentar os motivos que justificam a realização do Aumento de Capital”* (fl. 723).

98. Questionou, ainda a esse respeito, o mérito do preço adotado, afirmando que *“não é possível concluir que o preço de emissão de R\$ 0,15 observa o interesse social”* (fl. 727) e que a diluição dos acionistas que não exercerem seu direito de preferência será injustificada.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

### **X.1.a. Do Entendimento da SEP acerca do Recurso Apresentado pelo FIA Dinâmica**

99. Em 30.7.2015, a SEP apresentou manifestação sobre o recurso apresentado pelo FIA Dinâmica, tendo mantido seus entendimentos iniciais.

100. No tocante à alegação do recorrente no sentido de que a E.ON teria benefício particular na deliberação do aumento de capital por ter ela poder decisório na matéria, a SEP reforçou que concluiu pelo impedimento de voto dessa acionista no que se refere ao aporte dos bens dos credores da Eneva justamente pelo fato de que, do modo como foi estruturada, a operação dava à E.ON a possibilidade de votar a avaliação de seus próprios bens. Em decorrência disso, apenas as partes sem interesse especial na matéria poderão votar nessa deliberação.

101. Em relação à afirmação do FIA Dinâmica de que a área técnica não considerou que o aumento de capital foi estruturado em moldes específicos e com características indissociáveis entre si, a SEP reiterou que tomou por base para o seu entendimento as peculiaridades do caso concreto e manteve suas conclusões iniciais.

102. Quanto ao argumento do recorrente de que a área técnica teria se equivocado ao não reconhecer a caracterização de benefício particular da E.ON pela probabilidade de seus ativos terem um destino desvantajoso à acionista caso não fossem aportados na Companhia, a SEP reforçou que a diluição a ser sofrida pela E.ON e pelos demais acionistas depende da avaliação dos bens aportados no aumento de capital, bem como da própria conveniência da operação.

103. Em seguida, salientou: “(...) *quando a SEP reconhece a possibilidade de que os bens tenham sido adequadamente precificados (...) [é] apenas porque reconhece que esse é um julgamento que não lhe compete fazer: opinar sobre a conveniência do aporte dos bens da E.ON na operação de aumento de capital é matéria de competência de seus acionistas*” (fl. 811).



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

104. Por fim, confirmando a sua manifestação inicial, a Superintendência asseverou que, como acionistas sem interesse particular ratificarão o valor dos bens a serem aportados na Companhia, não haveria que se falar em benefício particular para a E.ON na deliberação de aumento de capital, *“pois, ao integralizar bens considerados adequadamente avaliados, não se verificará um incentivo próprio que o induza a votar de maneira potencialmente lesiva para a coletividade dos acionistas”* (fl. 814).

105. Já em relação ao entendimento do FIA Dinâmica no sentido de que Eike Batista também estaria impedido de deliberar a respeito do aumento de capital, a SEP reiterou as conclusões apresentadas quando da sua primeira manifestação. O mesmo se deu quanto à reclamação do recorrente a respeito do preço de emissão das ações.

### **X.2. Do Recurso Apresentado por E.ON**

106. A E.ON concordou com as conclusões da SEP no que diz respeito ao preço de emissão adotado para o aumento de capital e à ausência de impedimento de Eike Batista de exercer seu poder de voto na assembleia geral de acionistas a ser realizada. A recorrente discordou, contudo, do entendimento da área técnica quanto ao impedimento de voto da E.ON.

107. A recorrente argumentou, nesse tocante, que (i) a interpretação da SEP em relação à natureza das cartas de apoio é equivocada; (ii) houve violação à política de não manifestação da CVM quando a situações hipotéticas; (iii) as hipóteses de impedimento de exercício de direito de voto devem ser interpretadas de maneira restritiva; (iv) houve violação ao princípio majoritário; e (v) o avaliador dos ativos estratégicos seria independente e haveria responsabilidade dos subscritores e do avaliador por prejuízos causados à Eneva.

108. Quando à primeira linha de argumentação, afirmou a E.ON que a Carta de Confirmação de Apoio não tem como finalidade *“formalizar uma troca de benefícios entre a E.ON e os Principais Acionistas Futuros para contornar o impedimento do §1º do artigo 115 e contribuir ativos para o capital social da Companhia a valor vil (...)*



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

*mas sim de, a pedido da própria Companhia, outorgar segurança jurídica aos seus credores (...) de que o Plano de RJ será efetivamente cumprido (...)*" (fl. 746/747).<sup>11</sup>

109. Além de ter destacado a importância do aumento de capital para a recuperação da Companhia, a recorrente ressaltou, ainda, que a contrapartida do compromisso firmado pela E.ON com BTG, Itaú e Petra não é aprovar o aporte dos ativos e créditos dessas instituições, mas sim comprometer-se a efetivamente contribuir com seus ativos para a Eneva. Da mesma forma, o compromisso da E.ON em aprovar o aumento de capital não tem como contrapartida o compromisso de BTG, Itaú e Petra aprovar o aporte dos ativos da E.ON, mas sim efetivamente integralizar ações de emissão da Companhia com seus créditos.

110. No que se refere à manifestação da CVM quanto a situações hipotéticas (a segunda linha de argumentação), a E.ON procurou demonstrar que a SEP, ao utilizar uma situação hipotética por ela criada para construir o seu raciocínio, contrariou entendimento consolidado da CVM no sentido de que a Autarquia não se manifesta sobre ou toma decisões baseadas em hipóteses.

111. Em seguida, a recorrente ressaltou que as hipóteses de impedimento de exercício de direito de voto devem ser restritivamente interpretadas, no que se refere à sua terceira linha de argumentação. Nesse sentido, pontuou, em curto resumo, que a interpretação adotada pela SEP foi extensiva ao afirmar que a E.ON estaria impedida de deliberar sobre a capitalização de bens e créditos dos credores, quando o impedimento deveria se ater apenas à votação do laudo de avaliação de seus próprios ativos.

112. A E.ON também argumentou, como já mencionado, que a manifestação da SEP viola o princípio majoritário por impedir a E.ON, atualmente a acionista com maior participação no capital social da Eneva, de votar no aumento em discussão. Nos termos de seu recurso, “[c]aso o impedimento de voto da E.ON seja mantido, é improvável que

---

<sup>11</sup> A E.ON juntou aos autos parecer jurídico proferido por Luiz Leonardo Cantidiano, segundo o qual E.ON e Eike Batista não estão impedidos de votar as deliberações relacionadas ao aumento de capital (fls. 768/785).



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

*o voto da FIA Dinâmica durante a AGE que deliberará sobre o Aumento de Capital não seja preponderante. Com isto, o FIA Dinâmica, entretanto, deteria um poder decisório absolutamente incondizente com a participação acionária que detém hoje na Companhia (aproximadamente 15,5% do capital social)” (fl 758).*

113. Afirmou que é a E.ON quem possui maior comprometimento com os interesses da Eneva e que essa acionista, conjuntamente com Eike Batista, possui as melhores condições de decidir sobre as questões de interesse da Companhia.

114. A E.ON alegou, ainda, que o entendimento da SEP ignora os mecanismos próprios de proteção às companhias e seus acionistas que asseguram a correta avaliação dos bens a serem aportados no capital social, bem como “*a responsabilização do avaliador e/ou subscritor por danos que causarem à Companhia, aos acionistas e a terceiros (art. 8º da Lei das Sociedades por Ações)*” (fl. 761).

115. Após descrever os parágrafos do mencionado art. 8º, a recorrente destacou que os laudos de avaliação dos ativos da E.ON (i) foram preparados apenas por empresas de auditoria especializadas e registradas na CVM “*e com reconhecida reputação na preparação de laudos dessa natureza*” (fl. 760); (ii) foram submetidos à análise da assembleia geral de credores, tendo sido, em conjunto com o PRJ, aprovados “*por credores representando mais de 80% dos créditos da Companhia, oportunidade na qual nenhum dos acionistas co-controladores da Companhia possui direito de voto ou veto*” (fl. 760); e (iii) receberam parecer favorável do representante do Ministério Público e foram homologados pelo juízo da recuperação judicial.

116. Em 21.8.2015, a E.ON protocolou na CVM nova manifestação, a fim de prestar esclarecimentos adicionais relativos, principalmente, à assinatura da Carta de Confirmação de Apoio e à preparação dos laudos de avaliação dos ativos a serem aportados por ela e o BTG.

117. Em síntese, além de reiterar as razões acima descritas, afirmou que as primeiras versões dos laudos de avaliação desses ativos foram elaboradas pela KPMG e



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

encaminhadas pela Eneva à recorrente e ao BTG ao final do mês de março de 2015. Foi a partir deste momento, segundo a manifestação, que ela, Eneva, Eike Batista e BTG conheceram os valores indicativos dos mencionados ativos. As versões finais dos laudos, que confirmaram os valores apresentados nas versões preliminares, foram concluídas em 13.4.2015 e anexadas ao PRJ, apresentado pela Companhia no dia seguinte.

### **X.2.a. Do Entendimento da SEP acerca do Recurso Apresentado pela E.ON**

118. A SEP também se manifestou contrariamente às razões de recurso apresentadas pela E.ON.

119. Inicialmente, quanto à natureza das Cartas de Confirmação de Apoio, a área técnica afirmou que a recorrente interpretou equivocadamente a utilização de um caso hipotético, no Relatório de Análise, para esclarecer os seus entendimentos acerca do caso concreto. Nesse sentido, esclareceu que buscou demonstrar que a existência de tais Cartas *“assegura uma avaliação predeterminada de seus próprios bens caso venha a votar na aprovação da integralização dos bens dos Principais Acionistas Futuros nas condições propostas,”* sendo *“essa conclusão válida com base tão somente na existência das Cartas de Confirmação de Apoio, independentemente das razões que levaram a sua assinatura”* (fl. 823).

120. Quanto à suposta violação à política da CVM de não manifestação quanto a situações hipotéticas, a SEP novamente explicou que a utilização do caso hipotético em seu Relatório de Análise não serviu de base para as suas conclusões, mas apenas para facilitar o entendimento do presente caso.<sup>12</sup>

121. No que se refere à interpretação das hipóteses de impedimento de voto, realizadas, segundo a recorrente, de maneira extensiva por parte da SEP, a

---

<sup>12</sup> Vale trazer, a esse respeito, o seguinte trecho da manifestação da área técnica: *“(…) a análise da SEP não se esgotou na descrição do cenário hipotético, tampouco deixou de considerar as características específicas da operação presentes nos autos, conforme já explicado na seção anterior. A manifestação da SEP não é sobre um caso hipotético, mas sim utiliza um caso hipotético (em conjunto com as demais informações relevantes do caso concreto) como forma de ilustrar a relevância da tese desenvolvida para o caso real”* (fl. 824, grifos do original).





## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Superintendência afirmou que sua análise somente mostrou que, considerando as circunstâncias concretas, *“o voto da E.ON na avaliação dos bens dos Principais Acionistas Futuros significaria necessariamente a aprovação da avaliação dos seus bens – exatamente a primeira hipótese prevista no art. 115, §1º da Lei nº 6.404/76”* (fl. 826, grifos do original).

122. Sobre a alegada violação ao princípio majoritário, a SEP ressaltou que a Lei nº 6.404/1976 prevê tanto hipóteses de controle prévio de abusos (como o impedimento de voto), quanto hipóteses de controle posterior (com a responsabilização do acionista que tiver proferido voto em desacordo com a Lei, como se vê nos arts. 115, § 3º, 116 e 117 da mencionada Lei). Nessa linha, independentemente da possibilidade de responsabilização posterior do acionista controlador, *“o fato é que o art. 115, §1º, prevê um conjunto de hipóteses em que este se encontra impedido de votar – e no caso concreto, a situação da E.ON é precisamente uma dessas hipóteses (...)”* (fl. 829).

123. Assim sendo, a SEP argumentou que não há que se falar em violação ao princípio em xeque, mas somente na *“aplicação da garantia prevista em lei de que a base acionária que deliberará a matéria não incluirá acionistas que estejam votando nos próprios bens”* (fl. 831).

124. Enfim, no que se refere à independência do avaliador dos ativos e a responsabilidade dos subscritores e do avaliador por prejuízos causados à Eneva, a SEP reiterou, em síntese, que a existência de um mecanismo de responsabilização do acionista controlador pelos danos que causar não interfere no presente caso, que cuida de impedimento de voto.

### **XI. Da Distribuição do Processo**

125. Na reunião do Colegiado realizada em 11.8.2015, fui sorteado como Relator deste processo administrativo.

### **VOTO**



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

1. O presente processo tem origem em consulta formulada por FIA Dinâmica, acionista minoritário da Eneva, acerca de eventual impedimento de voto por parte de E.ON e Eike Batista no âmbito da próxima assembleia geral extraordinária dessa Companhia, convocada para o dia 26.8.2015. A consulta também trata de eventual irregularidade na definição e na justificativa do preço de emissão das ações.
2. Em assembleia geral de credores realizada em 30.4.2015, os credores da Eneva aprovaram a versão atual do plano de recuperação judicial (referido como “PRJ”), homologado no dia 12.5.2015. Entre outras estipulações, o PRJ prevê a realização de um aumento do capital social da Companhia.
3. Nos termos do PRJ, o aumento de capital será integralizado tanto em dinheiro quanto por meio da capitalização de ativos e créditos detidos por credores da Eneva. Além disso, a E.ON, atual acionista com maior participação societária na Companhia, também subscreverá ações nessa oportunidade.<sup>13</sup> Os credores, por sua vez, subscreverão o equivalente a aproximadamente R\$ 2.000.000.000,00 em ações, integralizadas com ativos e créditos.
4. Finalizada a operação, caso não haja o exercício do direito de preferência pelos acionistas minoritários, o BTG, um dos credores, tornar-se-á o acionista majoritário, com 49,76% das ações ordinárias da Eneva. A E.ON, atualmente titular de 42,94%, passará a deter 12,29%, ao passo que o FIA Dinâmica passará de 16,04% para 0,84%.<sup>14</sup>
5. Para o FIA Dinâmica, tanto E.ON quanto Eike Batista deveriam ser impedidos de votar em relação ao aumento de capital. Também de acordo com esse acionista, o preço de emissão das ações teria sido estipulado de forma irregular e sua justificativa não teria sido pormenorizada, em infração ao art. 170, §§ 1º e 7º, da Lei nº 6.404/1976.

---

<sup>13</sup> No total, a E.ON subscreverá o equivalente a R\$ 243.000.000,00 em ações com a integralização de créditos e bens atualmente de sua propriedade.

<sup>14</sup> As participações atuais de E.ON e FIA Dinâmica foram extraídas do item 15.1/2 da versão do formulário de referência da Eneva apresentada em 21.6.2015.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

6. A SEP,<sup>15</sup> contudo, não concordou com as ponderações do consultante, que recorreu das seguintes conclusões da área técnica:

- (i) o fato de possuir créditos e ativos a serem aportados no aumento de capital não configura um benefício particular para a E.ON que a impediria de participar das deliberações sobre o aumento de capital;
- (ii) Eike Batista não estaria impedido de votar nas matérias relativas ao aumento de capital; e
- (iii) o preço de emissão das ações decorrentes do aumento de capital da Eneva não foi fixado de modo a diluir os acionistas injustificadamente e as justificativas do valor fixado estão devidamente pormenorizadas.

7. Porém, a área técnica entendeu que a E.ON está impedida de votar em relação ao aumento de capital e à aprovação do laudo de bens dos credores BTG e Petra, o que motivou o recurso por parte da E.ON.

8. Nas seções que se seguem, analisarei, em primeiro lugar, o entendimento da SEP no sentido de que a E.ON deveria ser impedida de votar a avaliação dos laudos dos bens a serem aportados pelos credores da Eneva, porque, se assim prosseguir, votará a avaliação dos seus próprios bens, conduta expressamente vedada pelo § 1º do art. 115 da Lei nº 6.404/1976. Em seguida, examinarei o argumento apresentado pelo FIA Dinâmica de que a E.ON estaria impedida de votar em toda e qualquer deliberação que envolva o aumento de capital da Companhia, uma vez que seria beneficiado de modo particular.

9. Posteriormente, abordarei a situação de Eike Batista e, por fim, a eventual infração ao disposto nos §§ 1º e 7º do art. 170 da Lei nº 6.404/1976 quando da fixação e justificativa do preço de emissão das novas ações da Eneva.

---

<sup>15</sup> A SEP expôs seu entendimento a respeito da consulta no Relatório de Análise CVM/SEP/GEA-3/Nº 056/15, de 29.6.2015 (fls. 647/675).



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

### **I. Do Impedimento de Voto da E.ON quanto à Aprovação dos Laudos de Avaliação dos Bens dos Credores**

10. Como descrito no Relatório que acompanha este Voto, a SEP entende que a E.ON está proibida de votar nas deliberações relativas ao aumento de capital e aos laudos de avaliação dos bens com os quais os credores BTG e Petra pretendem integralizar as ações subscritas.

11. Segundo a área técnica, isso se dá porque, por meio da Carta de Confirmação de Apoio, esses credores se comprometeram a aprovar, em uma segunda assembleia – quando já terão se tornado acionistas relevantes –, um segundo aumento de capital e o laudo de avaliação dos bens com os quais a E.ON integralizará as ações. Em função disso, a SEP inferiu que, ao aprovar o primeiro aumento de capital e o laudo de avaliação dos bens pertencentes aos credores, a E.ON estaria também aprovando o seu próprio laudo, o que seria expressamente vedado pelo § 1º do art. 115 da Lei nº 6.404/1976.

12. Contudo, duas razões me levam a discordar da conclusão alcançada pela SEP. A primeira razão é de ordem técnico-interpretativa enquanto a segunda diz respeito à maneira como a SEP compreendeu as circunstâncias do caso concreto.

13. Como amplamente reconhecido pela doutrina,<sup>16</sup> a finalidade dessa hipótese de impedimento de voto é afastar o acionista da deliberação na qual possua um interesse particular que comprometa seriamente a sua capacidade para votar no interesse da companhia. Evidentemente, o acionista tem interesse pessoal na definição do valor a ser atribuído aos bens com os quais pretenda participar do aumento de capital. É por isso que a lei reconhece a sua falta de legitimidade para formar a vontade social no que tange à apreciação do laudo de avaliação.

---

<sup>16</sup> V., entre outros, José Waldecy Lucena, *Das Sociedades Anônimas: Comentários à Lei*, Rio de Janeiro: Renovar, 2009. vol. 1, pp. 1068-1069; Marcelo Lamy Rego, *Direito dos Acionistas*, In: Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira (Org.), *Direito das Companhias*, Rio de Janeiro: Forense, 2009. vol. 1. p. 411.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

14. Em apertada síntese, a hipótese de impedimento de voto pressupõe um (i) requisito subjetivo e (ii) outro objetivo. O primeiro diz respeito a quem se encontra impedido de exercer o direito de voto. O comando legal refere-se ao acionista titular de direitos sobre os bens objeto do laudo de avaliação. No entanto, tendo em vista a finalidade da norma, há de se reconhecer que também estão impedidos de votar os demais acionistas cuja vontade, em virtude de arranjos societários ou contratuais, esteja sob a influência preponderante do titular de direitos sobre os bens avaliados. Afinal, se a norma procura afastar da deliberação assemblear a vontade deste acionista, não seria lógico nem razoável admitir que essa mesma vontade se manifestasse por meio de outros acionistas. A meu ver, interpretação diversa amesquinharia a regra legal, esvaziando seu sentido e seu alcance.

15. Assim, e sem pretender esgotar aqui o exame de todos os arranjos possíveis, entendo que também estão impedidos de apreciar o laudo de avaliação os acionistas vinculados ao titular dos bens por meio de acordo que assegure a esse último a possibilidade de determinar o teor dos votos a serem proferidos por aqueles. E, do mesmo modo, encontram-se impedidas as pessoas jurídicas controladas pelo titular dos bens ou submetidas a controle comum.

16. O requisito objetivo, por sua vez, diz respeito à situação fática na qual incide o impedimento de voto. Nesse tocante, o dispositivo legal é inequívoco ao estabelecer que a proibição de voto deve ser observada na deliberação da assembleia geral que apreciar o laudo de avaliação dos bens do acionista. É nessa deliberação, em particular, que o impedimento se mostra aplicável.

17. Desse modo, conjugando os dois requisitos, tem-se que a hipótese de impedimento de voto comentada (i) alcança o acionista titular dos bens avaliados e os demais acionistas cuja vontade se sujeita a influência preponderante daquele e (ii) incide na deliberação assemblear em que for apreciado o laudo de avaliação dos referidos bens.

18. Voltando ao caso concreto, verifica-se que a SEP concluiu que a E.ON estaria impedida de votar não apenas por ocasião da aprovação da avaliação dos seus próprios



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

bens, mas também por ocasião das deliberações relativas ao laudo de avaliação de outros subscritores do aumento de capital. Como referido acima, o argumento da SEP para esse segundo impedimento é que, por conta de compromissos contratuais firmados entre a E.ON e os referidos subscritores, as deliberações estariam vinculadas entre si, de modo que, ao aprovar a avaliação dos bens dos demais, a E.ON. estaria, por via reflexa, aprovando a avaliação de seus próprios bens.

19. No entanto, a meu ver, o argumento construído pela SEP não foi elaborado de acordo com a melhor técnica hermenêutica. Com efeito, a SEP procura aplicar a hipótese de impedimento ora em apreço em uma deliberação diversa daquela contemplada no dispositivo legal, sustentando que a E.ON estaria impedida de votar a avaliação dos seus próprios bens por ocasião da deliberação relativa ao laudo de outros subscritores. Entendo que essa não seja a melhor maneira de aplicar ao caso concreto o comando legal.

20. Se essa, porém, fosse a minha única crítica à posição da SEP, a consequência dela decorrente seria apenas a necessidade de reformulá-la em novos termos, mais afinados ao texto legal. A conclusão alcançada pela área técnica, não obstante, permaneceria inalterada.

21. No entanto, a segunda razão que me leva a discordar da SEP cinge-se ao próprio mérito do seu argumento e decorre da minha divergência quanto à interpretação dos fatos que permeiam o presente caso.

22. No entendimento da SEP, a Carta de Confirmação de Apoio, subscrita por E.ON, BTG, Petra, Itaú e Eike Batista, bem como os veículos de investimento detidos por este acionista, consubstanciaria um arranjo por meio do qual a E.ON teria se comprometido a aprovar o aumento de capital, a capitalização dos ativos dos credores e os respectivos laudos de avaliação, em troca do compromisso assumido por esses últimos de aprovar a capitalização dos ativos da E.ON e os respectivos de laudos de avaliação em um futuro aumento de capital, a ser realizado em uma segunda assembleia de acionistas, quando os credores já teriam assumido o controle acionário da



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Companhia. Assim, por meio desse arranjo, bastaria à E.ON aprovar o aumento de capital e os laudos de avaliação dos credores para que, em contrapartida, o seu próprio laudo fosse aprovado no segundo aumento de capital.

23. Discordo dessa interpretação da Carta de Confirmação de Apoio, que, a meu ver, não leva em devida consideração o contexto no qual ela foi firmada por seus signatários. A referida Carta não contém apenas as disposições destacadas e consideradas pela SEP em sua análise, mas uma série de outras estipulações que, no seu conjunto, contemplam os principais pontos do PRJ da Eneva. A leitura do seu teor revela, com efeito, que ela representa a concordância dos subscritores – que eram partes envolvidas no processo de recuperação judicial – com a aprovação e a execução do PRJ. É significativo observar, nesse sentido, que a Carta foi integrada, como anexo, ao PRJ e a suas disposições foram, em grande medida, reproduzidas no próprio corpo do PRJ. Por isso não me parece correto considerar a Carta senão de maneira associada ao PRJ.

24. O PRJ e a Carta de Confirmação de Apoio estabelecem um roteiro para a recuperação da Eneva, definindo as medidas a serem adotadas (venda de ativo, novação dos créditos, aumento de capital etc.) e prevendo os atos necessários à implementação dessas medidas.<sup>17</sup> É nesse contexto que surge a previsão de realização do já mencionado aumento de capital e dos diversos compromissos assumidos pelos acionistas controladores (inclusive a E.ON) e credores (inclusive BTG e Petra) para a efetivação da subscrição de ações, tal como definida no PRJ.<sup>18</sup>

25. Esses compromissos são disciplinados de modo minucioso no PRJ e na Carta de Confirmação de Apoio. Nesse sentido, como já destacado, tais documentos chegam a

---

<sup>17</sup> Nos termos do art. 53 da Lei nº 11.101/2005: “O plano de recuperação será apresentado pelo devedor em juízo no prazo improrrogável de 60 (sessenta) dias da publicação da decisão que deferir o processamento da recuperação judicial, sob pena de convalidação em falência, e deverá conter: I – discriminação pormenorizada dos meios de recuperação a ser empregados, conforme o art. 50 desta Lei, e seu resumo; II – demonstração de sua viabilidade econômica; e III – laudo econômico-financeiro e de avaliação dos bens e ativos do devedor, subscrito por profissional legalmente habilitado ou empresa especializada.”

<sup>18</sup> De acordo com o art. 50 da Lei nº 11.101/2005: “Constituem meios de recuperação judicial, observada a legislação pertinente a cada caso, dentre outros: (...) III – alteração do controle societário; VI – aumento de capital social; (...)”.





## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

estipular a obrigação de a E.ON e de Eike Batista aprovarem o aumento de capital e os laudos de avaliação dos bens com os quais BTG e Petra pretendem integralizar as ações subscritas. Além disso, tendo em consideração a eventualidade de o laudo dos ativos da E.ON não ser aprovado na assembleia, os documentos preveem que, nessa hipótese, os credores (BTG, Petra e Itaú), já na qualidade de principais acionistas da Companhia, além de Eike Batista, se obrigariam a aprovar, em uma segunda assembleia, outro aumento de capital de modo a viabilizar a capitalização dos ativos da E.ON, com base no mesmo laudo apresentado na primeira assembleia.

26. Não vejo nessas disposições contratuais um acordo espúrio voltado a permitir, por meio de aprovações cruzadas, que o acionista vote na avaliação de seus próprios bens. Entendo, ao contrário, que elas descrevem, de modo detalhado, os atos necessários à implementação das medidas previstas no PRJ, entre as quais, como já dito, se inclui a capitalização de ações da Eneva com os ativos pertencentes a BTG, Petra e E.ON. Desse modo, o compromisso assumido pelos credores e por Eike Batista em aprovar o laudo dos bens da E.ON em uma segunda e eventual assembleia não constitui necessariamente um meio indireto para contornar o impedimento legal de voto. Reflete, a meu ver, o cuidado das partes em prever como prosseguir com a execução do PRJ, na hipótese de o laudo de E.ON não ser aprovado por ocasião do primeiro aumento de capital. A meu ver, esse cuidado me parece compreensível, uma vez que visa conferir maior previsibilidade à condução do PRJ, o que pode ser importante até para convencer os credores a aprová-lo.<sup>19</sup>

---

<sup>19</sup> Como já se observou na doutrina, “Nada impede, entretanto, que o acionista controlador atue diligentemente perante os principais acionistas, fazendo com que a companhia em recuperação com eles celebre, conforme o caso, acordos ou pré-contratos destinados a formalizar o consentimento do credor com o teor do plano. Não se vislumbra na recuperação judicial qualquer ilicitude nos acordos particulares entre companhia devedora e credores (com ou sem intervenção do acionista controlador), ainda que, por meio desses acordos, sejam feitas concessões específicas e pontuais a dado credor. (...) Nesse sentido, a mobilização da companhia devedora e de seu acionista controlador em compor com credores pode e deve abranger contratos individuais, realizados antes do ajuizamento do pedido de recuperação judicial ou durante seu processamento. Seguindo-se nessa linha de atuação, busca-se desde logo a confrontação dos poderes de negociação detidos pela devedora, seu controlador e os credores individualmente considerados, evitando-se ou minimizando-se as chances de ocorrência de impasses ou dissidências futuras que levariam, quando menos, a posteriores modificações e atraso na aprovação do plano



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

27. É verdade que, por força dessas disposições contratuais, E.ON e Eike Batista anteciparam como votariam no primeiro aumento de capital e os credores (BTG, Itaú, Petra), por sua vez, adiantaram o teor de seus votos caso seja necessário realizar um segundo aumento. Entendo, no entanto, que, ao menos no presente caso, essa antecipação não retira a legitimidade do acionista para comparecer na assembleia e votar tal como já tinha anunciado.

28. Isto porque, de acordo com as informações dos autos, quando a Carta de Confirmação de Apoio foi subscrita e o PRJ, aprovado, os laudos de avaliação de todos os ativos já estavam prontos e disponíveis. Vale notar, a propósito, que os laudos integravam, como anexos, o PRJ e, por consequência, foram disponibilizados antes da assembleia de credores e da assinatura da Carta de Confirmação de Apoio. Isso quer dizer que a E.ON e Eike Batista anuíram com essa Carta tendo a oportunidade de examinar, previamente, os laudos de avaliação dos bens do BTG e da Petra.

29. Cumpre ressaltar, ademais, que tanto a Carta de Confirmação de Apoio como o PRJ foram negociados entre partes independentes. Com efeito, não há nada nos autos que permita concluir que E.ON e Eike Batista tenham aprovado o PRJ (e, por consequência, se comprometido a aprovar o aumento de capital e os laudos de avaliação dos ativos da Petra e do BTG) por força de algum acordo firmado com esses últimos. Do mesmo modo, não há nos autos provas de que algum acordo prévio tenha obrigado Itaú, Petra, BTG e Eike Batista a anuírem com o PRJ (e, por conseguinte, a aprovarem o laudo dos bens da E.ON a ser utilizado no segundo e eventual aumento de capital).

30. Em suma, tendo em vista os elementos de prova presentes nos autos, não tenho como me afastar do entendimento de que E.ON e Eike Batista se obrigaram a aprovar os laudos de avaliação dos ativos de BTG e Petra por ocasião da assembleia geral de acionistas da Eneva, porque tinha feito um exame prévio e independente da correção desses laudos. Do mesmo modo, não há nada que me leve a refutar que Itaú, BTG, Petra

---

apresentado formalmente pelo devedor.” (Maurício Moreira Mendonça de Menezes, *O Poder de Controle nas Companhias em Recuperação Judicial*, Rio de Janeiro: Forense, 2012, p. 255-256).



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

e Eike Batista se obrigaram a realizar um segundo aumento de capital e a aprovar o laudo de avaliação dos bens da E.ON porque tinham feito um exame prévio e independente desse laudo.

31. É por essa razão que entendo que não está comprovada a alegação da SEP de que, ao aprovar o aumento de capital da Eneva e integralização de ações com ativos aportados por BTG e Petra, a E.ON estaria, por via reflexa, aprovando a avaliação dos seus bens. Como dito acima, as circunstâncias do caso concreto não permitem contestar que BTG e Petra se comprometeram a aprovar o laudo da E.ON com base em uma avaliação independente e informada desse laudo.

32. Não se pode perder de vista a finalidade da hipótese de impedimento de voto ora em análise, a qual, como já dito, consiste em afastar da deliberação assemblear a vontade do acionista que tenha interesse particular na avaliação dos bens a serem utilizados no aumento de capital. E, por tudo quanto se disse acima, as circunstâncias do caso permitem entender que BTG, Petra e Itaú consentiram em aprovar o laudo dos bens da E.ON porque tiveram a oportunidade de fazer uma avaliação prévia e independente desse laudo. Do mesmo modo, a análise do caso permite entender de que a E.ON se comprometeu a aprovar os laudos dos ativos da Petra e do BTG porque estava em condições de analisar, de modo independente, a correção desses laudos.

### **II. Do Impedimento de Voto da E.ON quanto ao Aumento de Capital**

33. Em seu recurso, o FIA Dinâmica solicitou a reconsideração da conclusão exarada pela SEP, “*de forma que seja reconhecida a existência de benefício de modo particular da E.ON e, portanto, o seu impedimento de voto em relação a todas as deliberações relacionadas ao Aumento de Capital, nos termos do §1º, do artigo 115, da Lei nº 6.404/1976.*” Também requereu que o impedimento seja “*estendido a toda e qualquer deliberação relacionada ao Aumento de Capital*” (fl. 729).



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

34. Para o recorrente, toda a operação foi articulada de forma a proteger a E.ON da forte diluição que sofrerão os acionistas minoritários da Eneva, uma vez que apenas ela detém créditos e ativos a serem aportados no aumento de capital.

35. Além disso, o FIA Dinâmica também alegou que a Eneva já é detentora de grande parte dos ativos a serem aportados pela E.ON no âmbito do aumento de capital e que o aporte da parcela detida por essa acionista somente aumentaria o grau de exposição aos riscos da Companhia relativos a tais ativos. Ainda a esse respeito, afirmou que o aproveitamento econômico da maioria dos ativos demandaria recursos complementares que a Companhia não possui.

36. Portanto, na visão do recorrente, o aporte não visaria aos interesses da Eneva, mas aos da E.ON, que se veria livre desses ativos – considerados de pouco valor pelo FIA Dinâmica – e não seria diluída nas mesmas proporções que os demais acionistas da Companhia.

37. Contudo, concordo com os argumentos da SEP e não vejo razão na alegação do FIA Dinâmica.

38. Em primeiro lugar, não há evidências suficientes para concluir que o PRJ e o aumento de capital foram, de fato, articulados de forma a beneficiar a E.ON em detrimento dos demais acionistas. Como já mencionei, o PRJ foi negociado entre partes independentes e foi submetido ao crivo da assembleia de credores, na qual a E.ON não pôde votar.<sup>20</sup> Diante disso, e na falta de outras provas, não vejo como acolher a alegação de que o PRJ foi elaborado de modo a beneficiar particularmente a E.ON.

39. Em segundo, cumpre-me destacar que o aporte de ativos e créditos detidos por um acionista não deve, por si só, acarretar o seu impedimento de voto acerca do aumento de capital. É importante que se tenha em mente que a Lei nº 6.404/1976 não

---

<sup>20</sup> De acordo com o art. 43 da Lei nº 11.101/2005: “Os sócios do devedor, bem como as sociedades coligadas, controladoras, controladas ou as que tenham sócio ou acionista com participação superior a 10% (dez por cento) do capital social do devedor ou em que o devedor ou algum de seus sócios detenham participação superior a 10% (dez por cento) do capital social, poderão participar da assembléia-geral de credores, sem ter direito a voto e não serão considerados para fins de verificação do quorum de instalação e de deliberação.”



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

veda a diluição de acionistas que não puderem acompanhar o aumento de capital. O que ela veda, na realidade, é a ocorrência de diluições injustificadas.

40. De modo geral, entendo que as alegações do FIA Dinâmica deságuam em duas conclusões: (i) de um lado, que a capitalização dos créditos e ativos detidos pela E.ON seria prejudicial à Companhia e (ii) de outro lado, que os ativos estariam sendo aportados por um valor não condizente com a realidade.

41. No que se refere às alegações do FIA Dinâmica de que os bens a serem aportados não seriam proveitosos para a Eneva, ressalto que a análise da oportunidade e conveniência do aporte de ativos compete aos acionistas, tendo em conta o melhor interesse da Companhia. Com efeito, cabe a eles – e não à CVM – avaliar e votar nas deliberações relativas ao aumento de capital, buscando atender ao interesse social.

42. É certo que se existissem provas conclusivas de que os ativos não são benéficos à Companhia, a CVM poderia considerar configurado o exercício abusivo do direito de voto por parte daqueles que aprovassem o aumento de capital. No entanto, a consulta formulada pelo FIA Dinâmica diz respeito à verificação do impedimento de voto, em virtude do suposto benefício particular a ser obtido pela E.ON com o aumento de capital. Não se tratou, portanto, neste processo, de exercício abusivo de direito de voto e, por consequência, deixo de abordar essa matéria.

43. Quanto ao segundo grupo de argumentos apresentados pela Consulente – de que os ativos da E.ON não teriam o valor que lhes estão sendo atribuídos no âmbito do aumento de capital – devo ressaltar que a Lei estabelece mecanismo específico para proteger a Companhia (e, por consequência, seus acionistas) desse risco.

44. Cuida-se do procedimento previsto no § 1º do art. 115 – e tantas vezes mencionados aqui – segundo o qual os acionistas não podem votar nas deliberações relativas ao laudo de avaliação de bens com que concorrerem para a formação do capital social. A esse respeito, reitero que o propósito dessa regra consiste em evitar que o



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

acionista titular de direitos sobre o bem contribua para a aprovação de uma avaliação destoante do efetivo valor que o bem pode oferecer à companhia.

45. Em decorrência disso, o valor conferido aos ativos, calculado na forma do art. 8º, deverá ser aprovado necessariamente em assembleia sem a participação dos acionistas pessoalmente interessados na avaliação do bem.

46. Assim sendo, caso entendam que a avaliação dos bens não corresponda ao real valor que eles representam à Eneva, é facultado, aos acionistas não impedidos, rejeitar os respectivos laudos de avaliação. Se isso culminar no descumprimento do PRJ conforme aprovado pela assembleia de credores, entendo também que essa ponderação caiba somente aos acionistas, à luz do interesse social.

47. Desse modo, além de não ser cabível, nesta oportunidade, verificar se, de fato, o aporte dos ativos da E.ON é prejudicial à Companhia, ressalto que o ordenamento jurídico procurou evitar o suposto benefício particular que esta acionista poderia obter com a inadequada avaliação dos bens, por meio do procedimento estabelecido nos arts. 8º e 115, § 1º, da Lei nº 6.404/1976.

48. Quanto ao benefício que a E.ON obteria em virtude da capitalização dos créditos por ela detidos, parece-me importante destacar, além das considerações já feitas pela SEP, que, nesse tocante, o PRJ estabeleceu tratamento isonômico para todos os credores quirografários da Companhia. Em síntese apertada, de acordo com esse plano, a reestruturação desses créditos (independentemente de quem seja o respectivo titular) deve realizar-se por meio de: (i) pagamento aos credores da quantia de R\$ 250.000.000,00, (ii) cancelamento (deságio) de 15% ou 20% do montante do crédito que superar a quantia de R\$ 250.000.000,00, (iii) capitalização mediante aumento de capital da Companhia de 40% a 55% do montante do crédito que superar a quantia de R\$ 250.000.000,00; e (iv) pagamento do saldo remanescente de acordo com o cronograma estabelecido no PRJ.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

49. Como se vê, a capitalização de créditos não traduz uma vantagem conferida especificamente a E.ON. Constitui, ao reverso, um tratamento compulsório estabelecido no PRJ, que alcançou todos os credores quirografários.

50. Feitas essas considerações, entendo que não está comprovado o benefício particular apto a proibir a E.ON a exercer o direito de voto nas deliberações relacionadas ao aumento de capital da Eneva, ressalvada, evidentemente, a avaliação do laudo de avaliação dos bens com os quais pretender integralizar as ações subscritas.

### **III. Do Impedimento de Voto de Eike Batista**

51. Para o FIA Dinâmica, o entendimento da SEP deveria ser reconsiderado, “*de forma que seja reconhecido o impedimento de voto do acionista Eike Batista em relação a todas as deliberações relacionadas ao Aumento de Capital, nos termos do §1º, do art. 115, da Lei nº 6.404/76*” (fl. 729).

52. De acordo com o recorrente, o acionista, que não subscreverá o aumento de capital, estaria impedido de votar por dois motivos.

53. O primeiro se dá pelo fato de que ele é parte em acordo de acionistas celebrado com a E.ON. Conforme interpretação dada pelo FIA Dinâmica à cláusula 6.4 do acordo e diante do impedimento de voto da E.ON, Eike Batista deveria votar contra o aumento de capital. Isso porque, resumidamente, referida cláusula estabelece que, caso determinada matéria não seja aprovada em reunião prévia – o que, segundo o recorrente, aconteceria por conta do alegado impedimento da E.ON –, os acionistas signatários devem votar contra a respectiva deliberação.

54. Antes de enfrentar o mérito do argumento, reitero que, conforme o entendimento exposto nas seções anteriores, a E.ON não se encontra impedida, por Lei, de votar as matérias relativas ao aumento de capital da Eneva (com exceção do laudo de avaliação dos próprios bens). Isso, por si só, já faria com que Eike Batista não estivesse vinculado a votar contra o aumento de capital e as deliberações a ele relacionadas, pois a razão que, na visão do FIA Dinâmica, daria causa a essa vinculação não mais subsiste.





## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

55. Quanto ao mérito do argumento, acompanho aqui também o entendimento da SEP. Em manifestações constantes dos autos deste processo, Eneva e E.ON reconheceram que Eike Batista estaria livre para votar o laudo de avaliação dos bens daquela acionista e, a meu ver, a interpretação que as próprias partes contratantes adotam deve ser levada em consideração pela CVM, conjuntamente a outros elementos fáticos, na análise dos efeitos produzidos pelo acordo.

56. Diante dessas circunstâncias, não vejo razão para acolher as alegações do FIA Dinâmica e reconhecer que, por conta da citada cláusula contratual, Eike Batista está proibido de votar favoravelmente ao aumento de capital.

57. O segundo motivo levantado pelo FIA Dinâmica se refere a eventual duplo interesse no voto do acionista por conta de acordos por ele celebrados com a E.ON e credores da Eneva, como a Carta de Confirmação de Apoio, bem como em razão de suas relações pessoais com os credores da Eneva, sobretudo o BTG, que possuiriam certo poder de barganha sobre ele.

58. Quanto à Carta de Confirmação de Apoio, entendo que não há, no presente processo, provas suficientes de que o voto de Eike Batista lhe conferiria benefício particular ou o colocaria em situação de conflito de interesses. O compromisso por ele assumido no âmbito da carta, no sentido de votar favoravelmente o aumento de capital, não me parece o suficiente para acarretar seu impedimento de voto.

59. Além disso, como desenvolvido na seção I acima, não há, nos autos, evidências de que ele tenha se comprometido a votar a favor do aumento por sujeição à vontade da E.ON. Quando a carta foi por ele assinada, em 29.4.2015, todas as informações a respeito do aumento já estavam disponíveis para análise, o que me faz crer que a assinatura representou, de forma legítima, a antecipação do voto que ele proferiria na assembleia geral de acionistas.

60. Também não entendo comprovada a alegação de que Eike Batista votará em troca de condições mais favoráveis em suas relações com credores da Companhia.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Nessa linha, e para que a CVM possa entender pelo impedimento de exercício de direito tão relevante, entendo ser necessário que haja um conjunto probatório mínimo capaz de demonstrar os benefícios pessoais que seriam obtidos por Eike Batista.

61. Assim, sem prejuízo de um possível futuro aprofundamento a respeito do material juntado neste processo e da averiguação de eventuais irregularidades, entendo que os elementos atualmente constantes nos autos não autorizam a conclusão de que Eike Batista estaria legalmente impedido de votar o aumento de capital constante da ordem do dia da assembleia geral convocada para 26.8.2015.

#### **IV. Do Preço de Emissão**

62. O FIA Dinâmica questionou o preço de emissão fixado para as ações decorrentes do aumento de capital da Eneva. Como destacado no recurso, sua principal preocupação está ligada à eventual ausência de justificativa pormenorizada quanto ao valor de R\$ 0,15 para as ações decorrentes do aumento, valor este que não observaria o interesse social e escaparia ao cumprimento das regras previstas tanto no § 1º quanto no § 7º do art. 170 da Lei nº 6.404/1976.

63. A meu ver, os elementos presentes nos autos deste processo não me permitem concluir de forma diversa da SEP. Isso não impede, porém, que a área técnica, caso entenda pertinente, aprofunde a análise sobre esse aspecto e, diante de novas evidências, averigue se a fixação do preço de emissão das ações e a sua justificativa estão de pleno acordo com a Lei nº 6.404/1976.

#### **V. Conclusão**

64. Diante de todo o acima exposto, entendo que:

- (i) não está comprovado o benefício particular nem a incidência de outra hipótese legal de impedimento de voto hábil a proibir a E.ON de votar qualquer das deliberações relativas ao aumento de capital da Eneva a ser deliberado na assembleia geral de acionistas de 26.8.2015, à exceção da deliberação acerca da



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

aprovação do laudo de avaliação dos bens com que concorrer para referido aumento;

(ii) não está comprovado o benefício particular nem a incidência de outra hipótese legal de impedimento de voto hábil a proibir Eike Batista de votar em qualquer deliberação acerca do referido aumento de capital; e

(iii) tendo em vista os elementos de prova coligidos nos autos, não restou comprovada irregularidade em relação à fixação do preço de emissão das ações no âmbito do aumento de capital e à sua justificativa.

65. Por fim, e independentemente das conclusões alcançadas acima, parece-me importante ressaltar, como já o fez a SEP, que cabe primariamente ao próprio acionista avaliar se ele se encontra em situação de impedimento de voto à luz do disposto no art. 115, § 1º. Assim, o acionista deve se abster de votar em determinada deliberação, caso tenha conhecimento de algum fato que o faça incorrer em alguma das hipóteses previstas no mencionado dispositivo legal.

Rio de Janeiro, 25 de agosto de 2015

*Original assinado por*

Pablo Renteria

**Diretor**