



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

RELATÓRIO Nº 64/2017-CVM/SEP/GEA-3

Senhor Superintendente,

1. Trata-se de reclamações de investidores da Empresa Metropolitana de Águas e Energia S.A. (“EMAE” ou “Companhia”) relacionadas a potencial situação de conflito de interesses do acionista controlador da Companhia em deliberação prevista para ocorrer em assembleia geral extraordinária a ser realizada em 06.07.2017.

I. Contexto e manifestações das partes

2. Em 30.05.2017, a Companhia divulgou o edital de convocação (SEI 0297593) e a proposta da administração (SEI 0297597) referentes à assembleia geral extraordinária a ser realizada em 14.06.2017, cuja ordem do dia incluiria dois itens: (i) proposta de acordo com a Companhia de Saneamento Básico de São Paulo – SABESP para encerramento de litígios relacionados à retirada de água de reservatórios de propriedade da EMAE e (ii) eleição de membro efetivo do conselho fiscal.
3. Tendo em vista que a publicação do edital de convocação ocorreu com antecedência menor do que aquela prevista pelo art. 124, II, da Lei nº 6.404/76, a Companhia divulgou comunicado ao mercado em 09.06.2017 informando o adiamento da AGE para data a ser divulgada. Em 13.06.2017, foram divulgadas novas versões do edital de convocação (SEI 0301399) e proposta da administração (SEI 0301401) para AGE a ser realizada em 06.07.2017.
4. Quando da primeira convocação, acionistas preferencialistas da EMAE protocolaram reclamações (SEI 0301023 e 0301350) no sentido de que o Estado de São Paulo, controlador da Companhia, deveria ser declarado impedido de votar na proposta de acordo da EMAE com a SABESP, por se encontrar em situação de conflito de interesses.
5. A EMAE e a SABESP são ambas companhias abertas controladas pelo Estado de São Paulo. Na SABESP, o controlador possui 50,26% do capital social. Já, na EMAE, o controlador possui diretamente 97,6% das ações ordinárias e 0,2% das ações preferenciais. Indiretamente, o controlador possui também o restante das ações ordinárias – o que equivale, no total, a 39,94% do capital social.
6. Durante anos, as retiradas de águas por parte da SABESP de alguns dos reservatórios de propriedade da EMAE causou prejuízos a esta, tendo em vista que a realização dessas retiradas afetava a geração de energia elétrica por parte da EMAE sem que a SABESP pagasse qualquer valor em compensação pelo uso da água, arcando apenas com os custos de manutenção da estrutura de captação.
7. A manutenção dessa situação levou à instauração do PAS CVM nº RJ2012/1131, julgado em 26.05.2015, no qual o Estado de São Paulo foi condenado por infração ao art. 116, parágrafo único, da Lei nº 6.404/76.
8. O acordo a ser deliberado na AGE é conexo ao tema e busca encerrar litígios existentes entre a EMAE e a SABESP associados à questão.

I.i - Manifestação dos reclamantes

9. Em linhas gerais, os reclamantes argumentam que o Estado de São Paulo estaria em situação de conflito de interesses para decidir a respeito do tema, dado que seu interesse enquanto acionista da SABESP se sobreporia ao seu interesse como controlador da EMAE.

10. Em decorrência disso, uma vez que o Estado de São Paulo possui direta e indiretamente 100% das ações ordinárias da EMAE, os reclamantes solicitam que a Companhia esclareça se irá conceder o direito de voto aos acionistas detentores de ações preferenciais para essa deliberação na AGE e, caso esse direito não seja concedido, que a CVM emita determinação nesse sentido.

I.ii - Manifestação da Companhia e do Estado de São Paulo

11. Solicitada a se manifestar, a EMAE informou inicialmente não ter recebido qualquer manifestação dos acionistas titulares de ações ordinárias sobre eventual impedimento na referida deliberação (SEI 0301358). Diante disso, foi solicitado que a Companhia buscasse obter essa manifestação do seu controlador, bem como foi enviado pedido de esclarecimentos diretamente a este (SEI 0301359 e 0301362).
12. Em sua resposta (SEI 0301377), o Estado de São Paulo informou ter avaliado o assunto e ter decidido, por meio de deliberação do Conselho de Defesa dos Capitais do Estado – CODEC, que não iria se abster de votar na assembleia geral em tela. Foi encaminhada cópia do Parecer CODEC 063/2017 (SEI 0301381), que embasou essa decisão.
13. Os principais argumentos apresentados pelo Estado de São Paulo e constantes do parecer do CODEC são:
- a. o acordo não privilegiaria o Estado de São Paulo de modo diferenciado, relativamente aos demais acionistas da EMAE ou da SABESP. O tratamento dispensado ao controlador seria o mesmo previsto para o conjunto dos acionistas de ambas as companhias. Portanto, não haveria benefício particular ou interesse conflitante de modo a justificar impedimento de voto à luz do art. 115, §1º, da Lei nº 6.404/76;
 - b. o caso clássico de interesse conflitante ocorreria na celebração de contrato bilateral diretamente entre o acionista e a companhia, conforme se depreenderia da decisão da CVM no processo RJ-2009-13179 (caso Tractebel);
 - c. a aprovação do acordo em assembleia poderia ser equiparada à deliberação sobre a incorporação de duas companhias sujeitas a controle comum. Da mesma forma que ocorre com o acordo, as condições da incorporação são negociadas inicialmente entre os administradores das companhias envolvidas, sob condição de sua aprovação posterior pela assembleia. Nessa linha, não se teria conhecimento de questionamento anterior da CVM sobre a possibilidade de o acionista controlador votar nas assembleias gerais convocadas para aprovar a incorporação de duas companhias sob controle comum quando a relação de troca das ações fosse a mesma para todos os acionistas. Isso significaria que, para a CVM, o fato de o acionista controlador ter participação maior no capital da companhia incorporada ou incorporadora não caracterizaria a hipótese genérica de benefício particular ou interesse conflitante do art. 115, §1º, da Lei nº 6.404/76;
 - d. os eventuais riscos relacionados a eventual falta de neutralidade do Estado em relação à construção do consenso entre as duas companhias ficariam mitigados pelo fato de que os administradores da EMAE e da SABESP supostamente terem negociado o acordo de forma autônoma e independente. Nesse contexto, dever-se-ia presumir que os gestores societários agiriam no melhor interesse de suas respectivas companhias, dentro da margem legítima de discricionariedade admitida no contexto das decisões empresariais. Adicionalmente, os administradores da EMAE tomaram a cautela de apoiar a formação do seu convencimento sobre o acordo em estudos técnicos devidamente fundamentados;
 - e. a matéria não seria privativa da assembleia geral, podendo ter sido decidida pelo conselho de administração; e
 - f. a aprovação do acordo pela ANEEL reforçaria o caráter equitativo da transação sob a ótica do interesse da EMAE, enquanto empresa regulada do setor de geração de energia elétrica.
14. Diante da informação de que o Estado de São Paulo pretendia participar da deliberação sobre o acordo na AGE, a EMAE entendeu que não caberia a concessão do direito de voto aos preferencialistas nessa deliberação.

II. Análise

15. De acordo com informações constantes dos formulários de referência das companhias envolvidas, o Estado de São Paulo possui as seguintes participações:
- diretamente, 38,99% das ações da EMAE, sendo 97,6% das ações ordinárias e 0,2% das ações preferenciais. Se for considerada também a participação indireta do controlador através da Companhia do Metropolitano de São Paulo, a participação é de **39,94% do total** de ações, incluindo 100% das ações ordinárias; e
 - na SABESP, a participação é de **50,26%** das ações ordinárias – única espécie de ações dessa companhia.
16. À primeira vista, portanto, as participações do Estado de São Paulo nas companhias em questão parecem sugerir que seus interesses patrimoniais na SABESP se sobrepõem aos seus interesses patrimoniais na EMAE.
17. Em outras palavras, considerando que a cada R\$ 1,00 a ser alocado na SABESP o controlador terá participação de R\$ 0,5026, enquanto que sobre o mesmo valor alocado na EMAE ele terá uma participação aproximadamente 20% menor de R\$ 0,3994, não parece ser evidente que os seus interesses enquanto sócio da EMAE estejam necessariamente alinhados com o da Companhia no caso concreto.
18. Na verdade, não se trata sequer de situação meramente na qual “o interesse não está necessariamente alinhado”. Mais do que isso, a análise da dimensão societária aponta para um cenário objetivamente antagônico: o interesse patrimonial do controlador colide frontalmente com o interesse da EMAE, na medida em que quanto menor for o valor pago pela SABESP à EMAE, mais benéfico o acordo será para o Estado de São Paulo.
19. Feitas somente essas considerações, parece ser evidente que o Estado de São Paulo deveria ser considerado impedido de participar, na assembleia da EMAE, da deliberação sobre o acordo, por ter interesse conflitante com o da companhia, nos termos do art. 115, §1º, da Lei nº 6.404/76:
- Art. 115, § 1º.** o acionista não poderá votar nas deliberações da assembléia-geral relativas ao laudo de avaliação de bens com que concorrer para a formação do capital social e à aprovação de suas contas como administrador, nem em quaisquer outras que puderem beneficiá-lo de modo particular, ou em que tiver interesse conflitante com o da companhia.
20. Apesar de não ter sido diretamente invocado pelo controlador, é importante salientar aqui que a aplicabilidade desse dispositivo legal para sociedades de economia mista já foi discutida nesta CVM. No processo RJ-2013-6635 (“Caso Eletrobrás”), julgado em 26.05.2015, o Colegiado da CVM consolidou o entendimento de que o impedimento previsto no art. 115, §1º, não pode ser afastado em situações envolvendo sociedades de economia mista tão somente pela justificativa de persecução do interesse público que justificou a criação dessa pessoa jurídica, nos termos do art. 238 da Lei nº 6.404/76.
21. Ocorre que a deliberação assemblear a respeito dos termos acordo não pode ser feita ao arpejo das limitações de exercício do direito de voto impostas pela Lei nº 6.404/76 – ainda que se trate do Estado de São Paulo enquanto acionista controlador. Conforme essa CVM já decidiu no Caso Eletrobrás:
94. Não há nada que obrigue o Estado a prestar os serviços de transmissão e geração de energia elétrica por meio de uma sociedade anônima com acionistas privados. Pelo contrário: o poder público poderia confiar essas atividades a outro tipo de entidade integrante da Administração Pública, Direta ou Indireta (incluindo uma empresa pública), caso em que teria ampla liberdade para estabelecer as normas internas de governança da prestadora de serviços.
95. O recurso do poder público às sociedades anônimas pressupõe a adesão ao regime típico de sociedades anônimas privadas e abertas, com as exceções que constam do capítulo especial das sociedades de economia mista – e essas exceções, como já vimos, via de regra, fazem esse regime ainda mais rigoroso. Não há como escapar desse regime.
22. Antes de se chegar a uma conclusão sobre o caso concreto, porém, deve-se analisar os pontos trazidos pelo acionista controlador que o fizeram concluir pela inaplicabilidade desse dispositivo legal a sua situação. Nas seções seguintes, esses argumentos serão analisados e, ao final, serão feitas as considerações pertinentes para o pleno entendimento da questão.

II.i – O acordo não privilegiaria de modo diferenciado o controlador

23. O primeiro ponto diz respeito à inexistência de tratamento diferenciado a ser dado para as ações do controlador da EMAE em relação às demais ações.
24. De fato, o caso concreto não se enquadra no tipo de operação que o Parecer de Orientação CVM nº 34 denominou ser “com relações de troca desproporcionais”, i.e., aquela na qual uma operação atribui valor diferente a determinadas ações em relação às outras (por exemplo, operação na qual as ações do controlador são avaliadas a valor maior do que as ações dos demais acionistas).
25. Mas é evidente que esse tipo de situação não esgota os cenários de aplicação da vedação prevista no art. 115, §1º. Existem diversas hipóteses distintas sobre as quais ocorre o impedimento de voto desse artigo. A constatação de que o caso concreto não trata especificamente de uma delas por óbvio não implica no afastamento dos efeitos do artigo – afinal, conforme disposto nos parágrafos 15 a 18, a preocupação primordial desse caso é outra.
26. Assim, considerando que esse argumento sequer tangencia a discussão em questão, passa-se ao próximo argumento apresentado.

II.ii – Não se trata de contrato bilateral entre o acionista e a companhia

27. Outro argumento citado no Parecer Codec 063/2017 é o seguinte:
- O caso clássico de interesse conflitante, também previsto no artigo 115, §1º, da Lei das S.A., ocorre na celebração de contrato bilateral diretamente entre o acionista e a companhia (*self dealing*), conforme se depreende da decisão administrativa proferida no processo CVM nº RJ2009/13179 (caso Tractebel).
28. Esse argumento possui efeito semelhante ao da seção anterior: apenas ressalta que o caso não trata de uma outra forma específica de interesse conflitante – contrato em que o acionista e a companhia sejam partes. Contudo, essa constatação ainda não enfrenta o real cerne da questão.
29. Ressalta-se que, em certo sentido, o caso concreto pode ser visto como análogo a essa situação – só que, em vez de o acordo ser celebrado pela Companhia diretamente com o acionista, está sendo celebrado com outra companhia na qual o acionista possui participação maior. Se a diferença desses cenários é suficiente para desconfigurar ou não o conflito de interesses é questão que será tratada mais adiante. Por ora, é suficiente compreender que a mera constatação de que não se trata de contrato bilateral entre o acionista e a companhia é, novamente, argumento que não interfere na discussão em questão.

II.iii – O acordo pode ser equiparado a incorporação de duas companhias sujeitas a controle comum

30. O Parecer CODEC 063/2017 ainda menciona que:
- A aprovação do Acordo em assembleia geral de acionistas pode ser equiparada à deliberação sobre a incorporação de duas companhias sujeitas a controle comum. Da mesma forma que ocorre com o Acordo, as condições da incorporação são negociadas inicialmente entre os administradores das companhias envolvidas, sob condição suspensiva de sua aprovação posterior em assembleia geral de acionistas.
- Não se tem conhecimento de questionamento anterior da CVM sobre a possibilidade de o acionista controlador votar nas assembleias gerais convocadas para aprovar a incorporação de suas companhias sob controle comum, quando a relação de troca das ações é rigorosamente a mesma para todos os acionistas (i.e., não existe uma relação de troca mais favorável para as ações de controle).
- Para a CVM, o fato de o acionista controlador ter participação maior no capital da companhia incorporada ou incorporadora não caracteriza a hipótese genérica de benefício particular ou interesse conflitante do artigo 115, §1º, da Lei das S.A.
31. Dos argumentos analisados até o momento, esse é o primeiro que, caso venha a ser acatado, pode vir a interferir na conclusão sobre aplicabilidade ou não da vedação do art. 115, §1º, ao acionista controlador no caso concreto.
32. No entanto, entendo que ele não merece prosperar.
33. Reconheço que, apenas enquanto uma analogia, o raciocínio apresentado não é completamente

descabido: desconsiderando algumas dimensões importantes (que serão ressaltadas a seguir), uma operação de incorporação de companhia na qual um acionista tenha participação por outra na qual o mesmo acionista tenha participação distinta possui a mesma semente de conflito que foi apontada no caso concreto – qual seja, em termos genéricos: um acionista, que por ter participações distintas nas sociedades incorporadora e incorporada, poderá ter interesses patrimoniais conflitantes com os demais acionistas de alguma delas [1].

34. Mas existem diferenças importantes entre essa hipótese e o caso concreto que não podem ser ignoradas.

35. Em primeiro lugar – e, a meu ver, já decisivamente –, a hipótese de incorporação possui rito próprio, previsto no art. 264 da Lei nº 6.404/76. E, em relação a esse tipo de operação, a própria Lei prevê o remédio aplicável para o caso de as relações de substituição possuírem distorção (essa hipótese é tão específica que, inclusive, a própria Lei prevê o critério de comutatividade a ser observado):

§ 3º Se as relações de substituição das ações dos acionistas não controladores, previstas no protocolo da incorporação, forem menos vantajosas que as resultantes da comparação prevista neste artigo, os acionistas dissidentes da deliberação da assembléia-geral da controlada que aprovar a operação, observado o disposto nos arts. 137, II, e 230, poderão optar entre o valor de reembolso fixado nos termos do art. 45 e o valor do patrimônio líquido a preços de mercado.

36. Esta CVM já se manifestou, inclusive, no sentido de que, para as operações de incorporação, essa é a forma de tutela própria dos acionistas minoritários que dissentirem dos termos acordados:

O legislador deu tratamento específico à operação [de incorporação] e determinou que o remédio jurídico para os acionistas que dissentissem da deliberação seria o recesso, nos termos do artigo 45 da Lei nº 6.404/76, com as disposições adicionais do artigo 264, § 3º, ressalvado, por óbvio, alguma ilegalidade intrínseca da operação, o que não se examinou por ora. O recesso, no caso, aproveita a todos os acionistas, titulares de ações ordinárias ou preferenciais, de todas as 3 companhias. Essa foi a solução adotada pela lei. [Processo CVM nº RJ-2001-11663]

37. Não é difícil ver como que a aplicação da analogia contida no Parecer CODEC fica prejudicada para o caso concreto.

38. Conforme já reconhecido pelo Colegiado da CVM, em pontos significativos para essa discussão, a incorporação é um caso de operação societária especial que não deve ser generalizada.

39. Assim, a analogia da incorporação de companhias, apesar de possuir algumas semelhanças com o caso concreto, não pode ser invocada como *proxy* adequada para se compreender a deliberação sobre o acordo, sob pena de se desconsiderar diferenças determinantes nos regimes legais dessas operações.

40. Além disso, outra diferença é que a hipótese de incorporação de companhia envolvendo sociedades nas quais o controlador possui participações diferenciadas se trata de situação que pode gerar o desalinhamento de interesses entre o controlador e os demais acionistas da companhia na qual ele tenha participação menor – não da pessoa jurídica da companhia em si. Esse é um cenário significativamente distinto do presente caso: as compensações financeiras previstas no acordo dizem respeito diretamente aos negócios sociais da EMAE.

41. Felizmente, contudo, não é necessário se alongar aqui na discussão relacionada à aplicação ou não do impedimento do art. 115, §1º para casos que possuam repercussão direta apenas na esfera dos acionistas, uma vez que o caso concreto não possui essa natureza.

II.iv – Os administradores da EMAE e da SABESP negociaram o acordo de forma independente

42. Outro ponto contido no Parecer CODEC 63/2017 é o seguinte:

É verdade que podem surgir questionamentos sobre o caráter equitativo do Acordo para SABESP e EMAE. No limite, alguém poderia colocar em dúvida, mais uma vez, a neutralidade do Estado em relação à construção do consenso entre as duas companhias, para porem fim à disputa judicial e arbitral que vinham empreendendo.

Esses riscos, porém, ficam mitigados pelo fato de os administradores de EMAE e SABESP terem negociado o Acordo de forma autônoma e independente, sem qualquer influência ou mesmo conhecimento prévio do Estado. Nesse contexto, deve-se presumir que os gestores

societários agiram no melhor interesse de suas respectivas companhias, dentro da margem legítima de discricionariedade admitida no contexto das decisões empresariais.

Adicionalmente, os administradores da EMAE tomaram a cautela de apoiar a formação do seu convencimento sobre a adequação do Acordo em estudos técnicos devidamente fundamentados. A rigor, não haveria porque se duvidar do cumprimento dos deveres fiduciários de diligência e lealdade, inerentes ao exercício do cargo.

43. O ponto apresentado nesses parágrafos, apesar de ressaltar características que, se realmente observadas, são salutares para a governança das companhias – notadamente, a independência da atuação dos administradores na condução das decisões empresariais –, acaba por confundir conceitos relacionados aos deveres dos administradores e vedações aos acionistas.
44. A Lei nº 6.404/76 prevê nos arts. 153 a 157 deveres a serem observados pelos administradores. Não se tratam de posturas apenas desejáveis, mas sim de padrões de condutas a serem atendidos por todos os administradores em todos os momentos, cuja inobservância implica em infração à Lei e os sujeita às responsabilizações cabíveis.
45. Dentre esses deveres, destaca-se o seguinte para o caso concreto:
- Art. 154. §1º.** O administrador eleito por grupo ou classe de acionistas tem, para com a companhia, os mesmos deveres que os demais, não podendo, ainda que para defesa do interesse dos que o elegeram, faltar a esses deveres.
46. O fato de que todo administrador de companhia deve atuar no interesse da companhia (e não no interesse do controlador, caso tenha sido eleito por ele) não se trata de apenas de boa prática ou mera presunção a ser adotada, como sugere o Parecer CODEC – trata-se de dever legal a ser observado. Quando isso não ocorre, verifica-se atuação ilegal do administrador.
47. Não faria o menor sentido considerar que, na sistemática da Lei nº 6.404/76, o impedimento de voto existiria apenas para situações nas quais os administradores falhassem em cumprir seus deveres legais. Nada sugere que o efetivo cumprimento do dever de lealdade dos administradores possa ser considerado como alguma forma de mitigador do impedimento de voto por parte do acionista.
48. A propósito, observe-se que o impedimento de voto não depende de uma avaliação prévia da conformidade da proposta a ser deliberada na assembleia geral com o interesse social da companhia. O impedimento de voto do art. 115, §1º, decorre da existência de benefício particular ou interesse conflitante do acionista resultante da matéria a ser aprovada por motivos alheios a sua condição de sócio, não de sua legalidade.
49. Conforme ilustra bem o Parecer de Orientação 34:
- A constatação do impedimento de voto não envolve um julgamento sobre a licitude da deliberação a ser tomada. O acionista potencialmente favorecido estará impedido de votar mesmo que se trate, como se espera, de deliberar sobre benefícios perfeitamente lícitos, e que possam coincidir com o interesse da companhia.
- Com efeito, a aprovação das contas dos administradores, ou o aumento de capital em bens, também podem (e, aliás, devem) beneficiar a companhia, mas a lei expressamente veda o voto do interessado, nesses casos. Do mesmo modo, a emissão de partes beneficiárias (hoje proibidas para as companhias abertas) sempre foi vista pela doutrina como hipótese de benefício particular que impedia o voto, sem prejuízo de que, evidentemente, a emissão de tais títulos esteja prevista em lei no pressuposto de que incentivaria os fundadores a atuarem no interesse da companhia.
50. Em outras palavras, o fato de os administradores terem ou não cumprido seus deveres legais é discussão que orbita apenas as responsabilidades destes. Não há motivos para entender que isso possa alterar a situação de impedimento do acionista que se encontra conflitado por força do objeto da matéria.
51. Essa conclusão, na verdade, é bastante óbvia em outras situações. Por exemplo, um acionista não pode votar pela aprovação das contas de exercício social no qual exerceu cargo de administrador – ainda que outros administradores também tenham trabalhado na elaboração das demonstrações financeiras e auditado as contas da administração de maneira independente. Mas é evidente, nesse caso, que a atuação independente de outros administradores não libera o acionista da vedação que lhe atribui o art. 115, §1º.
52. Assim, interpretar que a atuação independente de administradores teria força para afastar o

impedimento de voto do acionista particularmente beneficiado ou com interesse conflitante com o da companhia não seria apenas uma leitura inaudita desse dispositivo legal, seria também uma interpretação que afastaria sua aplicação em quaisquer deliberações propostas pela administração – o que não só é algo que exorbita a redação da norma, mas que também tornaria esse impedimento praticamente impossível de vir a ocorrer, inclusive para situações cuja sua aplicação é pacífica.

53. Portanto, não vejo como concordar com o argumento do controlador nesse sentido.

II.v – A matéria não seria privativa da assembleia geral

54. Apesar de não ser apresentado como um argumento propriamente dito, o Ofício CODEC nº 160/2017 (SEI 0301377) destaca que “a matéria não é privativa da assembleia geral de acionistas”. Sobre isso, alguns breves comentários são pertinentes.

55. Em primeiro lugar, não há nada no art. 115, §1º, que sugira que essa questão possa ser relevante para se avaliar a ocorrência ou não do impedimento de voto. Na verdade, é até difícil imaginar algum tipo de situação na qual a situação de conflito do acionista para com a companhia em relação a determinada matéria possa depender de a deliberação ser privativa da assembleia geral ou não.

56. Ademais, é verdade que, a princípio, a negociação e celebração de acordos em nome da companhia é matéria que, ordinariamente, faz parte da esfera da administração (arts. 142 e 143 da Lei nº 6.404/76). No entanto, não é exótico que os administradores busquem aprovação em assembleia geral de acionistas para algumas deliberações, ainda que não haja exigência normativa para tal.

57. Diferentes motivos razoáveis podem justificar essa postura. Por exemplo, os administradores podem desejar mitigar suspeições relacionadas a possíveis conflitos de agência. Ou, ainda, podem considerar que determinados atos, a depender de sua natureza ou materialidade, só devam ser praticados se contarem com o aval dos acionistas.

58. Tal postura inclusive se encontra em linha com sugestões baseadas na experiência internacional relacionado a transações com partes relacionadas. De acordo com os *G20/OECD Principles of Corporate Governance*, para transações dessa natureza, a aprovação em assembleia é considerada boa medida de governança, seja complementar ou alternativamente à aprovação pelo conselho de administração. Naturalmente, excluídos dessa deliberação os acionistas impedidos.

59. De fato, muitas motivações podem existir para justificar a aprovação em assembleia de acordo envolvendo a companhia. Mas, para a discussão em questão, essas motivações não são importantes. Uma vez que a matéria seja levada a deliberação assemblear, aplicam-se as disposições legais pertinentes – independentemente de ter sido levada à assembleia por opção da administração ou por obrigação legal.

II.vi – A operação foi aprovada pela ANEEL

60. Por fim, o Parecer CODEC 63/2017 ainda ressalta que:

Vale registrar que a aprovação do Acordo pela ANEEL reforça o caráter equitativo da transação, sob a ótica do interesse de EMAE, enquanto empresa regulada do setor de geração de energia elétrica.

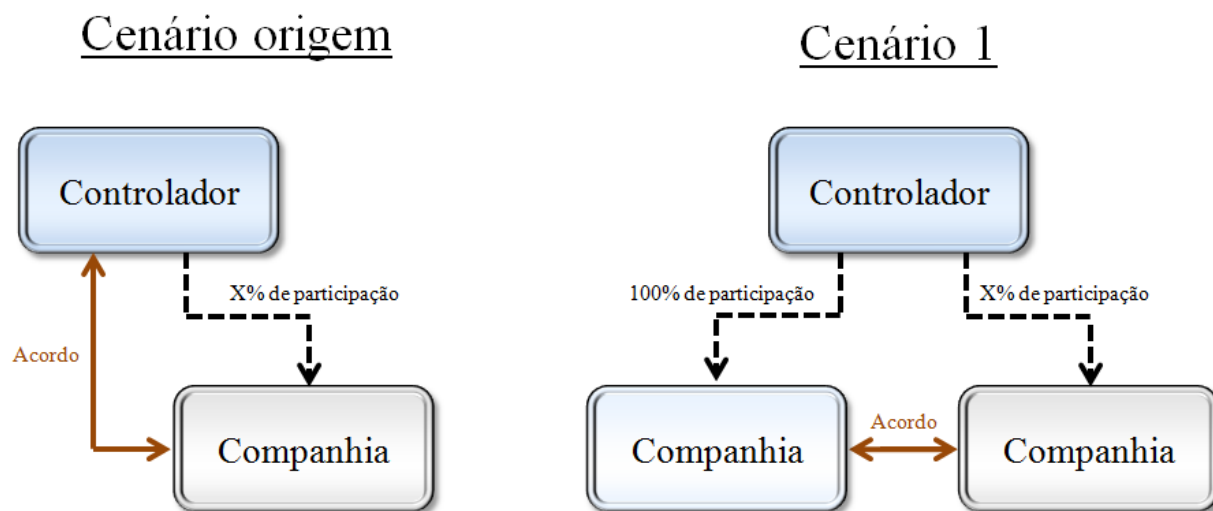
61. Parte do motivo pelo qual esse argumento não deve influenciar na discussão de impedimento de voto do Estado de São Paulo já está descrita na seção anterior – o impedimento não decorre da discussão sobre o caráter equitativo ou não do acordo, mas sim da situação do acionista.

62. O fato de a ANEEL ter se manifestado favoravelmente ao acordo pode até vir a ser considerado pelos acionistas da EMAE como um indicativo de que as compensações financeiras são adequadas. Ou não. O acionista pode perfeitamente realizar sua própria análise e concluir em sentido diverso. O que a Lei garante é que o mérito da decisão assemblear compete unicamente aos seus acionistas – não à ANEEL, tampouco à CVM –, ressalvados aqueles que se encontram impedidos, nos termos do art. 115, §1º.

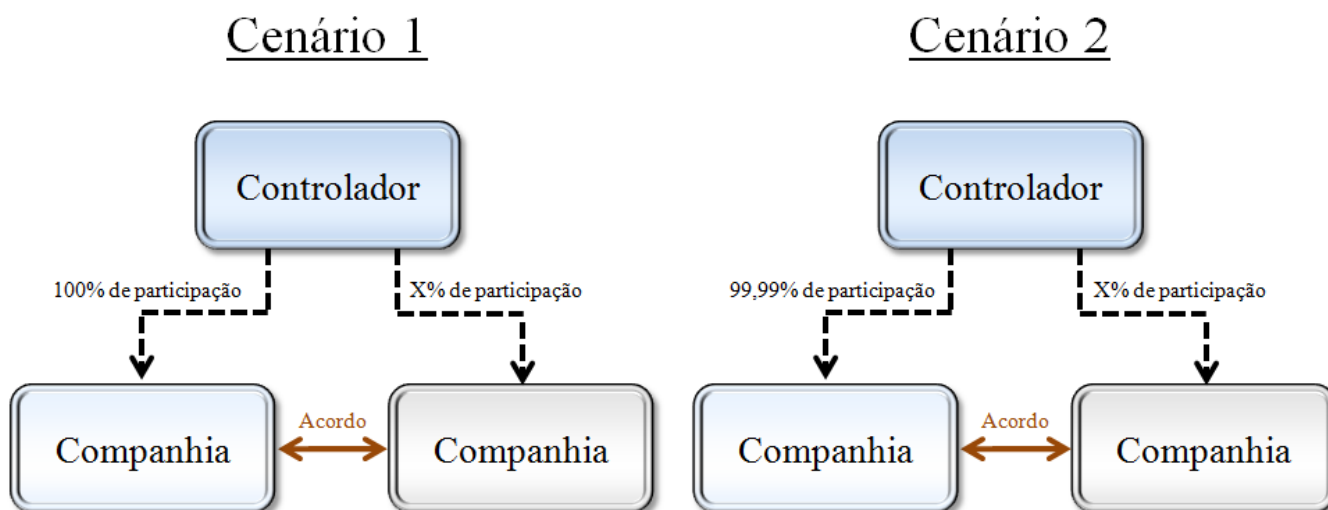
63. Assim, entendo que a posição da ANEEL, apesar de ser informação que mereça ser apresentada aos acionistas da EMAE, não interfere na discussão sobre o impedimento de voto do acionista controlador.

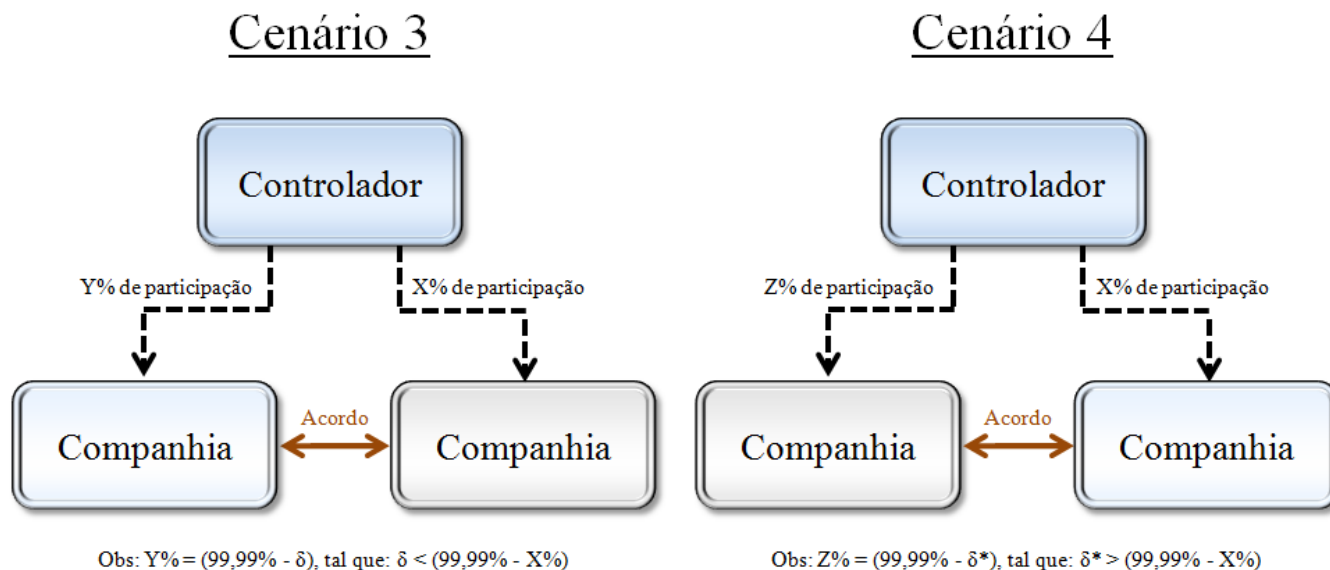
II.vii – Considerações adicionais

64. Conforme visto neste relatório, as considerações apresentadas pelo Estado de São Paulo se mostraram ou pouco relevantes para a discussão de impedimento de voto no caso concreto, ou insuficientes para as conclusões que pretendiam. Dois pontos, no entanto, merecem ser aprofundados aqui.
65. O primeiro diz respeito à questão levantada no parágrafo 29: em certa medida, o caso concreto é uma forma de variação do caso em que o próprio acionista contrata com a companhia – só que, neste caso, o acordo é celebrado com outra companhia na qual o acionista possui participação maior.
66. É incontroverso que o impedimento de voto existe no “cenário origem” – aquele em que há contrato celebrado entre o acionista e a companhia. A questão que se coloca é: as diferenças que existem entre o cenário origem e o caso concreto são suficientes para afastar o impedimento? Se sim, qual a diferença (ou conjunto de diferenças) fundamental? Se não, o que mais configuraria o mínimo necessário para que o impedimento deixasse de ser verificado?
67. Uma forma didática de se pensar sobre o assunto é construir o caso concreto a partir do cenário origem, refletindo-se sobre a situação verificada a cada modificação efetuada.
68. Um primeiro passo possível seria a seguinte extensão: partindo-se do cenário origem, considerar que, em vez da companhia celebrar acordo com o acionista, ela estará celebrando contrato com uma companhia que é 100% de propriedade direta do acionista.



69. Não parece ser controverso que o acionista ainda estaria impedido de votar no Cenário 1. Afinal, caso o impedimento de voto fosse afastado por essa estrutura, o art. 115, §1º seria letra morta – bastaria que os acionistas votassem por esse arranjo para que o impedimento nunca fosse verificável.
70. O segundo passo possível seria uma pequena redução da participação do acionista controlador na sociedade que é contraparte. Suponha-se que, em vez de 100%, ele tenha 99,99%:





76. No cenário 4, a participação de Z% é menor do que X%. Nesse cenário, o controlador finalmente estará em condição realmente equiparável aos demais acionistas da Companhia. Para deixar mais concreto esse raciocínio, basta notar que o Cenário 3 é a situação do Estado de São Paulo em relação à EMAE. Já o Cenário 4 é a situação do Estado de São Paulo em relação à SABESP.
77. Visualizar como que o Estado de São Paulo se insere concomitantemente na condição de controlador das duas companhias que buscam o acordo ajuda a compreender como que ele terá necessariamente um interesse conflitante com uma delas. Afinal, se no acordo a ser aprovado as companhias possuem interesses diametralmente opostos (afinal, uma busca maximizar o valor do pagamento enquanto a outra busca minimizá-lo), é simplesmente impossível o Estado de São Paulo, na condição de acionista, estar alinhado com ambos os interesses simultaneamente. E, no caso concreto, o conflito de interesses acontece na sua condição de sócio da EMAE.
78. Ressalta-se que não foram feitos comentários aqui sobre o princípio da separação da personalidade jurídica ou sobre a existência de interferência do controlador na atuação dos administradores. A conclusão aqui obtida se mantém independentemente de verificada ou não a salutar separação de fato das entidades envolvidas.
79. Em outras palavras, não foi preciso invocar nenhuma forma de dúvida sobre a não interferência do controlador nas companhias ou sobre a atuação independente dos administradores na negociação do acordo para que a situação de interesse conflitante do acionista em relação à Companhia se verificasse para fins do art. 115, §1º. E é disso que se trata a discussão sobre o impedimento de voto.
80. Todos os argumentos trazidos pelo Estado de São Paulo – suposta ocorrência de negociações independentes pelos administradores da EMAE e da SABESP, aprovação pela ANEEL, etc. – podem ser levados em consideração pelos demais acionistas, se assim o desejarem. Mas eles não alteram a situação do Estado de São Paulo em relação à deliberação.
81. Novamente, ressalta-se que o objetivo do impedimento de voto não é, obviamente, impedir a realização de negócios que sejam benéficos para a companhia. O que o impedimento de voto faz, na verdade, é tão somente afastar da deliberação aquele acionista que tenha interesse conflitante com o da companhia sobre o tema, reconhecendo que são os demais acionistas que estarão em condições de escolher a solução que melhor represente o interesse social da companhia. Em outras palavras, se há ganho esperado para a EMAE na aprovação do acordo, é de se esperar que os acionistas não impedidos de votar o aprovarão de forma independente.
82. Nesse sentido, mais uma vez, convém transcrever trecho da decisão do Caso Eletrobrás:
116. Impedir o controlador de votar somente faz sentido, e é permitido pela lei societária brasileira, quando, de alguma maneira, há um interesse externo desse controlador que pode fazer com que ele não tome uma decisão no melhor interesse da companhia, privilegiando esses interesses externos.
117. por isso que a lei brasileira, bem como a legislação da maior parte dos mercados mais

desenvolvidos, tem regras específicas para lidar com transações nas quais se constata tal interesse exterior por um determinado acionista e o risco de que ele privilegie esse interesse, em detrimento do melhor interesse da companhia e dos demais acionistas. Na lei brasileira, esse regime especial está consagrado no §1º do art. 115 da Lei no 6.404, de 1976, e é em conformidade a ele que a análise deste voto se dá.

118. Se todos os acionistas forem afetados igualmente por uma deliberação, todos terão incentivos para votar de acordo com o melhor interesse da companhia. No entanto, se um acionista for particularmente beneficiado, é significativo o risco de que ele venha a privilegiar seu próprio interesse; por isso, para proteger a legitimidade da decisão assemblear, é importante impedir que este acionista vote.

119. O impedimento de voto nasce da necessidade de expurgar da assembleia geral os acionistas que tenham interesses próprios na deliberação a ser tomada e que, por isso, possam privilegiá-los, preterindo os interesses da companhia e dos demais acionistas. Em outras palavras, o impedimento de voto dos acionistas que possam se beneficiar de modo particular com a deliberação, seja na hipótese de benefício particular ou de conflito de interesses, é uma medida de proteção à legitimidade da assembleia e da decisão nela tomada.

83. O segundo ponto decorre dessa conclusão. Estando o Estado de São Paulo impedido de votar na deliberação, poderá fazê-lo a Companhia do Metropolitano de São Paulo - Metro, detentora das demais ações ordinárias?
84. A meu ver, não. Não se deve desconsiderar aqui que o Estado de São Paulo é o único acionista da Metro. E, na ausência de mais informações, não há como ignorar que o controlador de uma companhia sem minoritários pode trivialmente orientá-la para exercer suas vontades.
85. Mais que isso, a própria EMAE reconhece a essência dessa estrutura societária ao incluir no item 15.4 de seu Formulário de Referência a informação de que "a participação do Governo do Estado de São Paulo está dividida em Fazenda de São Paulo 38,99% e Companhia do Metropolitano de São Paulo (Metrô) 0,95%"
86. Assim, considerando as conclusões aqui contidas, entendo que a aprovação do acordo em sede de assembleia geral não poderá contar com o voto do Estado de São Paulo ou do Metro, razão pela qual sugiro que a EMAE seja notificada desse entendimento para que possa considerar se irá facultar aos acionistas preferencialistas o direito de voto para essa deliberação.

III. Conclusões

87. Diante do exposto, sugiro o encaminhamento de ofício à EMAE e ao Estado de São Paulo, cientificando-os das conclusões contidas neste relatório, a fim de que sejam adotadas as providências cabíveis.

Atenciosamente,

[1] Na verdade, salvo na hipótese de suas participações na companhia incorporadora e na incorporada serem exatamente iguais, ele *necessariamente* terá interesses patrimoniais conflitantes com os demais acionistas da companhia na qual ele possui menor participação.



Documento assinado eletronicamente por **Bruno Baitelli Bruno, Analista**, em 22/06/2017, às 12:33, conforme art. 1º, III, "b", da Lei 11.419/2006.



Documento assinado eletronicamente por **Caio Figueiredo C. de Oliveira, Gerente em exercício**, em 22/06/2017, às 12:37, conforme art. 1º, III, "b", da Lei 11.419/2006.



Documento assinado eletronicamente por **Fernando Soares Vieira, Superintendente**, em 22/06/2017, às 18:52, conforme art. 1º, III, "b", da Lei 11.419/2006.



A autenticidade do documento pode ser conferida no site https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, informando o código verificador **0304629** e o código CRC **31A8F1A5**.

*This document's authenticity can be verified by accessing https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, and typing the "Código Verificador" **0304629** and the "Código CRC" **31A8F1A5**.*



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Relatório nº 66/2017-CVM/SEP/GEA-3

Assunto: **Reclamação de acionista**

Companhia Aberta S.A.

Processo CVM 19957.005749/2017-29

Senhor Gerente,

I. Introdução

1. Trata-se de recurso interposto pelo Estado de São Paulo (“Recorrente”) contra decisão contida no Relatório Nº 64/2017-CVM/SEP/GEA-3 (“Relatório”, SEI 0304629).

II. Contexto

2. Em 30.05.2017, a Empresa Metropolitana de Águas e Energia S.A. (“EMAE” ou “Companhia”) convocou (SEI 0297593) assembleia geral extraordinária cuja ordem do dia incluía proposta de acordo com a Companhia de Saneamento Básico de São Paulo – SABESP para encerramento de litígios relacionados à retirada de água de reservatórios de propriedade da EMAE. A assembleia estava prevista para se realizar em 14.06.2017, mas, por motivos já explicados no Relatório, foi reconvocada para que venha a ser realizada em **06.07.2017**.
3. Quando da primeira convocação, acionistas preferencialistas da EMAE protocolaram reclamações (SEI 0301023 e 0301350) alegando que o Estado de São Paulo, controlador da Companhia, deveria ser declarado impedido de votar na proposta de acordo da EMAE com a SABESP, por se encontrar em situação de conflito de interesses.
4. A EMAE e a SABESP são ambas companhias abertas controladas pelo Estado de São Paulo. Na SABESP, o controlador possui 50,26% do capital social. Já, na EMAE, o controlador possui diretamente 97,6% das ações ordinárias e 0,2% das ações preferenciais. Indiretamente, o controlador possui também o restante das ações ordinárias – o que equivale, no total, a 39,94% do capital social.
5. Durante anos, as retiradas de águas por parte da SABESP de alguns dos reservatórios de propriedade da EMAE causou prejuízos a esta, tendo em vista que a realização dessas retiradas afetava a geração de energia elétrica por parte da EMAE sem que a SABESP pagasse qualquer valor em compensação pelo uso da água, arcando apenas com os custos de manutenção da estrutura de captação.
6. A manutenção dessa situação levou à instauração do PAS CVM nº RJ2012/1131, julgado em 26.05.2015, no qual o Estado de São Paulo foi condenado por infração ao art. 116, parágrafo único, da Lei nº 6.404/76.
7. O acordo a ser deliberado na AGE é conexo ao tema e busca encerrar litígios existentes entre a EMAE e a SABESP associados à questão.

III. Objeto do recurso

8. Tendo o Estado de São Paulo se manifestado sobre os fatos (SEI 0301377 e 0301381), esta Superintendência de Relações com Empresas SEP analisou a questão e, pelos motivos que estão expostos em maiores detalhes no Relatório, concluiu que tanto o Estado de São Paulo quanto a Companhia do Metropolitanano de São Paulo - Metrô (esta controlada integralmente pelo Recorrente) se encontram em

situação de impedimento de voto, nos termos do art. 115, §1º, da Lei nº 6.404/76, no que tange à deliberação relacionada à proposta de acordo com a SABESP constante da ordem do dia da AGE de 06.07.2017.

9. Tal conclusão, bem como suas fundamentações, foi apresentada à Recorrente em 22.06.2017, por meio do Ofício nº 115/2017/CVM/SEP/GEA-3 (“Ofício”, SEI 0304733 e 0305969).
10. Além das conclusões do Relatório, o Ofício informou que o descumprimento das disposições nele contidas poderia resultar na instauração de processo administrativo sancionador por parte desta CVM para apuração de responsabilidades.
11. Em 29.06.2017, o Recorrente encaminhou recurso (SEI 0311156 e 0311160) contra essa decisão, pleiteando inclusive a concessão de efeito suspensivo.

IV. Análise

Inadmissibilidade do recurso

12. A manifestação da SEP não impede a realização da AGE e o voto favorável do Recorrente. De fato, esta Autarquia nem possui competência legal para impedir a assembleia ou o voto. Nesse sentido, o Ofício apenas esclarece um posicionamento da SEP de que a inobservância do entendimento ali exposto poderá resultar na instauração de processo administrativo sancionador para apuração de responsabilidades dos envolvidos.
13. Dito de outro modo, não houve determinação da SEP para que o Recorrente fizesse ou deixasse de fazer – isto é, não houve um comando que produzisse efeitos passíveis de serem revertidos ou suspensos. Houve, essencialmente, uma manifestação de entendimento, sendo até difícil compreender como ela poderia ser objeto de recurso.
14. Na verdade, o que o Recorrente parece almejar é uma espécie de “salvo-conduto” para os atos que pretende exercer na AGE, o que evidentemente não cabe ser discutido neste momento junto ao Colegiado, inclusive em razão da prerrogativa das áreas técnicas da CVM de eventualmente instaurar os processos sancionadores e em seguida submetê-los ao Colegiado enquanto instância julgadora.
15. Neste sentido, convém salientar a natureza do que ora se discute: o entendimento, por parte desta área técnica, de que determinado ato, caso venha a ser praticado, configurará infração à lei e poderá acarretar na instauração de procedimento administrativo sancionador para apuração de responsabilidades.
16. A única peculiaridade deste caso é que, por força do adiamento da assembleia, esta SEP foi capaz de expor seu entendimento ao Recorrente antes que fosse praticado o ato que considera ilícito. Caso o adiamento não tivesse ocorrido, possivelmente estariam sendo obtidas neste momento as manifestações previstas no art. 11 da Deliberação CVM nº 538/08 para a análise da justa causa de se instaurar um processo sancionador.
17. Mas essa característica (a existência de um aviso prévio de entendimento sobre potencial ilegalidade) não muda o fato de que o que está sendo recorrido aqui é uma decisão da área técnica de proceder ou não a uma apuração de responsabilidades.
18. E, sobre esse tema, o modelo adotado pela CVM é reiteradamente reconhecido pelo Colegiado como sendo o de autonomia das áreas técnicas. Nos termos do recente voto do Diretor Gustavo Tavares Borba no Processo 19957.001108/2017-03:

2. Como já é entendimento reiterado e pacífico do Colegiado da CVM, desde a Deliberação CVM nº 457/02, o princípio da segregação entre as instâncias investigativas e julgadoras com relação a atos sob supervisão da Autarquia atribui às superintendências técnicas autonomia para, a seu juízo, e de posse de informações que as permitam formar sua convicção, decidir pela instauração ou não de processo administrativo sancionador.

3. Buscou-se, por meio desse regime regulatório, garantir que as atividades investigativas e de supervisão do mercado, as quais são executadas pelas superintendências da CVM, sejam conduzidas de maneira independente e imparcial. Nesse contexto, apenas em situações realmente excepcionais, o que não é o caso, caberia ao Colegiado da CVM fazer considerações sobre o conteúdo da decisão da área técnica de não instauração de processo administrativo sancionador.

4. Pelo exposto, entendo, em linha com os precedentes da CVM, que não cabe ao Colegiado da

CVM imiscuir-se na decisão das áreas técnicas que, de posse de subsídios suficientes para uma formação do seu juízo, optam pela não instauração de processo administrativo sancionador.

5. Assim, voto pelo não conhecimento do recurso interposto, com o retorno do presente processo à SEP para as providências cabíveis.

19. De fato, a apreciação do mérito do recurso neste momento pelo Colegiado seria uma forma de a instância julgadora de um eventual processo administrativo sancionador definir também a condução da atividade acusatória.
20. Mais do que isso, a própria discussão sobre o mérito nesse estágio abriria a possibilidade de qualquer pessoa, ao ser intimada a se manifestar para prestar esclarecimentos sobre fatos em investigação, exercer uma espécie de defesa prévia junto à instância julgadora, sem que a acusação tenha sequer sido formulada. Isto evidentemente subverteria o rito processual escolhido pela CVM e refletido na Deliberação CVM nº 538/08.
21. Ressalto que essa conclusão - que, na prática, afasta do Colegiado a revisão dessa decisão da área técnica, como ocorre habitualmente - decorre diretamente do fato de se tratar de atuação de natureza sancionadora, vez que a SEP identificou o que entende ser uma possibilidade concreta de ocorrência iminente de grave ilegalidade.
22. A depender dos fatos que ocorrerão, essa não será, necessariamente, uma característica que impossibilitará o Colegiado de decidir essa discussão. Por exemplo, caso o Recorrente opte por aguardar uma posição definitiva da CVM sobre o mérito do seu recurso antes de decidir sobre votar ou não em assembleia sobre o tema, esta SEP poderá analisar o seu recurso de maneira ordinária, dado que não haverá a expectativa de ilegalidade prestes a acontecer. Nesse caso, nada impedirá que esta SEP adentre no mérito do recurso apresentado e o encaminhe novamente ao Colegiado, para manifestação definitiva sobre a questão.
23. Por essa razão, entendendo que o recurso não deve ser sequer conhecido, não cabe à SEP neste momento aprofundar a discussão das questões tratadas no Relatório, embora permaneça convicta do posicionamento nele consubstanciado. Naturalmente, a SEP tornará a analisar a questão ao receber manifestação solicitada, nos termos do art. 11 da Deliberação CVM nº 538/08, se for o caso.

Inadmissibilidade do efeito suspensivo

24. Em razão do descrito na subseção anterior, o Ofício não possui efeitos passíveis de serem suspensos, razão pela qual o pedido de efeito suspensivo sequer tem sustentação lógica. De todo modo, como para tentar fundamentar esse pedido foram feitos comentários sobre um risco de prejuízo de difícil reparação, convém dissipar um equivocado senso de urgência que se pode ter criado a esse respeito.
25. O principal argumento apresentado pelo Recorrente para justificar a necessidade de efeito suspensivo à decisão neste momento está nos parágrafos 56 a 59 do recurso:

56. Como já assinalado, a aprovação pela assembleia geral da EMAE consta como condição precedente de eficácia do acordo, sendo que a Cláusula Segunda do ajuste prevê, em seu item 2.4., que “Caso qualquer das Condições Suspensivas referidas na Cláusula 2.1. não se implemente no prazo de até 01 (um) ano a contar da assinatura desta avença, **a presente Transação resolver-se-á de pleno direito, não surtindo nenhum efeito e considerando-se como jamais celebrada.**”

57. **Dessa forma, considerando-se que o acordo foi firmado em outubro de 2016 – e, portanto, deve ser aprovado até outubro próximo – obstar a oportunidade de votação e aprovação de seus termos na assembleia geral a se realizar em 06.07.2017 não apenas prejudica a sua plena eficácia, como coloca em risco o cumprimento tempestivo da condição suspensiva, diante do tempo necessário ao cumprimento dos procedimentos legais ínsitos à realização de nova assembleia.**

58. Sem o acordo, a possibilidade de solução consensual da controvérsia entre a SABESP e a EMAE restará impossibilitada, arrastando as partes novamente à penosa via do litígio.

59. **É patente, portanto, a presença do justo receio de prejuízo de difícil ou incerta reparação, pelo que a hipótese demanda a concessão do efeito suspensivo normativamente previsto para tais casos.** (grifos no recurso)

26. Ou seja, o Recorrente utiliza uma limitação temporal prevista no acordo a ser aprovado para

justificar que, caso não venha a ser concedido efeito suspensivo da decisão neste momento, o acordo perderá sua eficácia, acarretando o retorno à via litigiosa para resolução dos conflitos das sociedades.

27. Contudo, note-se que o acordo é datado de 28.10.2016 (fl. 11 do SEI 0311160), o que sinaliza que a discussão ora travada já poderia ter se iniciado antes, se as partes tivessem tomado iniciativas nesse sentido. Nesse cenário, embora, evidentemente, a CVM deva ser sempre almejar uma decisão célere a bem das partes envolvidas e do mercado como um todo, não é razoável que suas decisões sejam premidas pelo cronograma escolhido pela EMAE.
28. Mas, a rigor, talvez nem seja realmente o caso de questionar uma eventual demora para realização da assembleia porque, sendo o acordo datado de 28.10.2016, a data limite para ser deliberado pelos acionistas é **28.10.2017**. Estando a AGE prevista para ser realizada em **06.07.2017**, existem **114 dias** de diferença entre essas datas.
29. Considerando que o Recorrente é o controlador da Companhia, e que as formalidades legais para convocação de assembleia geral exigem 15 dias de antecedência (art. 124, §1º, II, da Lei nº 6.404/76), ainda que sejam ponderadas eventuais necessidades operacionais para realização da assembleia, entendo que isso não justificaria que o recurso deixasse de receber o tratamento ordinário previsto no inciso V da Deliberação CVM nº 463/03.
30. Além disso, o receio de prejuízo de difícil reparação que deve fundamentar o efeito suspensivo existe na direção exatamente contrária à sugerida pelo Recorrente – ele poderá se materializar caso venha a ser *concedido* o efeito suspensivo, não o inverso.
31. Como se sabe, a CVM desempenha uma supervisão de mercado que busca mitigar riscos, o que pressupõe uma atuação preventiva, sempre que possível privilegiando uma manifestação antecipada que evite práticas irregulares pelos agentes de mercado, em vez de ter de sancioná-los depois de caracterizada a infração.
32. Um efeito suspensivo nesse momento iria na contramão desse esforço, permitindo que uma decisão extremamente controversa ocorra sem posicionamento da CVM, embora provocada por investidores a se manifestar. Na hipótese de indeferimento do recurso, a aprovação do acordo com votos do Recorrente seria provável e esse sim – caso se conclua futuramente pela ilegalidade de tal prática –, seria um quadro de justificado receio de prejuízo de difícil reparação tanto à Companhia quanto aos demais acionistas.

V. Conclusão

33. Pelo que foi exposto acima, proponho que:
- seja indeferido o pedido de concessão de efeito suspensivo ao recurso apresentado;
 - seja efetuada a intimação ao Recorrente e remetida cópia do recurso e da decisão ao Presidente da CVM para reexame dessa decisão, nos termos do inciso VI da Deliberação CVM nº 463/03; e
 - seja recomendado ao Colegiado não conhecer o recurso, com posterior retorno do processo a esta SEP para providências cabíveis.

Atenciosamente,



Documento assinado eletronicamente por **Bruno Baitelli Bruno, Analista**, em 03/07/2017, às 15:52, conforme art. 1º, III, "b", da Lei 11.419/2006.



Documento assinado eletronicamente por **Raphael Acácio Gomes dos Santos de Souza, Gerente**, em 03/07/2017, às 15:53, conforme art. 1º, III, "b", da Lei 11.419/2006.



Documento assinado eletronicamente por **Fernando Soares Vieira, Superintendente**, em 03/07/2017, às 17:46, conforme art. 1º, III, "b", da Lei 11.419/2006.



A autenticidade do documento pode ser conferida no site https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, informando o código verificador **0311667** e o código CRC **E4C488F9**.

*This document's authenticity can be verified by accessing https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, and typing the "Código Verificador" **0311667** and the "Código CRC" **E4C488F9**.*



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

RELATÓRIO Nº 71/2017-CVM/SEP/GEA-3

Assunto: **Reclamação de acionista**

EMAE – Empresa Metropolitana de Águas e Energia S.A.

Processo CVM 19957.005749/2017-29

Senhor Gerente,

I. Introdução

1. Trata-se de análise do mérito do recurso interposto pelo Estado de São Paulo (“Recorrente”) contra decisão contida no Relatório Nº 64/2017-CVM/SEP/GEA-3 (“Relatório”, SEI 0304629).

II. Contexto

2. O presente relatório se dá em seguimento à discussão contida no Relatório Nº 66/2017-CVM/SEP/GEA-3 (SEI 0311667). Após a produção de tal relatório, o Recorrente, por e-mail encaminhado em 06.07.2017, comunicou que o item de pauta relativo à deliberação do acordo EMAE-SABESP será suspenso até que sobrevenha manifestação do Colegiado da CVM a respeito da questão (SEI 313425).
3. Nos termos do Relatório Nº 66/2017-CVM/SEP/GEA-3, a recomendação para que o Colegiado não conhecesse o recurso se dava no contexto da identificação, pela SEP, da possibilidade de ocorrência iminente de grave ilegalidade – o que conferia à atuação desta área técnica uma natureza sancionadora. Sob esse prisma, a apreciação pelo Colegiado do mérito do recurso subverteria a lógica do modelo adotado por esta CVM de segregação entre as instâncias investigativa e julgadora.
4. Nessa linha, o próprio parágrafo 22 do Relatório Nº 66/2017-CVM/SEP/GEA-3 reconhecia que, caso o Recorrente viesse a optar por aguardar uma posição da CVM sobre o mérito do seu recurso antes de decidir sobre votar ou não em assembleia sobre o tema, esta SEP poderia analisar o seu mérito e, se viesse a manter sua decisão, submeter a questão ao Colegiado para manifestação definitiva sobre a questão. Tendo sido verificada justamente essa postura por parte do Recorrente, analisam-se agora os argumentos trazidos em seu recurso (SEI 0311156).

III. Análise

III.i - Preliminar de efeito suspensivo

5. O Recorrente pleiteava de concessão de efeito suspensivo ao entendimento da SEP consubstanciado no Relatório. Ao analisar o tema, esta SEP entendeu pela inadmissibilidade deste pleito^[1], razão pela qual submeteu a questão ao Presidente da CVM para reexame dessa decisão, nos termos do inciso VI da Deliberação CVM nº 463/03.
6. Todavia, diante da opção do Recorrente por aguardar a decisão do Colegiado sobre o recurso, parece incontroverso que tal pedido perdeu o objeto.

III.ii - Argumentos do Recurso

7. O Recurso reitera alguns dos argumentos já apresentados no Parecer Codec 063/2017 (SEI 0301381) – que já haviam sido considerados no Relatório –, bem como apresenta argumentos adicionais. Resumidamente, são eles:
- a. para fins de caracterização de impedimento de voto, o interesse conflitante deve ser direto entre o acionista e a companhia, como na celebração de contrato bilateral diretamente entre o acionista e a companhia, o que não ocorre no caso concreto;
 - b. a prevalecer o raciocínio da SEP, qualquer acionista da EMAE que fosse também acionista da SABESP também estaria impedido de votar na assembleia. No limite, a generalização do entendimento da SEP restringiria o direito de voto por acionistas de companhias abertas que possuam portfólio diversificado de ações, como gestores de fundos de investimento;
 - c. a restrição ao direito de voto de ações ordinárias é norma de exceção e, como tal, deve ser interpretada de forma estrita;
 - d. no caso concreto, a celebração do acordo não beneficia o Recorrente de modo particular, uma vez que o Estado estaria na mesma posição dos demais acionistas da EMAE;
 - e. o regime específico previsto na Lei nº 6.404/76 para as incorporações entre sociedades controladora e controlada não invalidaria a analogia entre essas situações e o caso concreto;
 - f. não há motivos para questionar a diligência dos administradores na negociação do acordo;
 - g. o entendimento pelo impedimento de voto, neste momento, contrariaria a condenação do Recorrente no PAS RJ-2012-1131, por omissão em dar um tratamento à questão;
 - h. ao contrário do entendimento da SEP, a conclusão sobre impedimento de voto deve, necessariamente, levar em consideração o fato de se tratar de matéria de deliberação facultativa da assembleia geral e, nesse sentido, tal avaliação deve ser menos rigorosa do que para matérias de competência privativa da assembleia geral;
 - i. caso o Estado reste impedido de votar na assembleia de acionistas, esta não poderia ser realizada, exceto se for concedido direito de voto a acionistas preferencialistas – o que dependeria de prévia reforma estatutária;
 - j. a solução da lei para o caso de impedimento de todos os acionistas com direito de voto é tratar o conflito como material (*ex post*), e não mais como formal (*ex ante*); e
 - k. nem sequer estaria claro se uma votação por preferencialistas preencheria a condição suspensiva do acordo, uma vez que o seu cumprimento exige aprovação em assembleia geral de acionistas, e não por uma assembleia especial de preferencialistas.

III.ii.a – O interesse conflitante deve ser direto entre o acionista e a companhia

8. O primeiro argumento do recurso é uma reiteração de argumento já considerado no Relatório, no sentido de que o caso não se trataria do “caso clássico de interesse conflitante”.
9. Segundo o Recorrente, esse “caso clássico” seria o de “contrato bilateral diretamente entre o acionista e a companhia (*self-dealing*)”. Estaria fora dessa definição a situação de possível conflito motivado pela participação em outras companhias, ainda que na condição de acionista controlador.
10. No entanto, a distinção que o Recorrente pretende estabelecer:
- a. é irrelevante para a decisão do caso, pois a Lei 6.404/76 não a reconhece nem atribui efeitos diferenciados para conflitos de interesse “clássicos” ou “não clássicos”;
 - b. é artificial, na medida em que não reflete nenhuma diferença essencial de natureza lógica ou econômica entre as situações supostamente distintas;
 - c. contraria as definições empregadas pelas normas que regem a identificação de transações entre partes relacionadas (CPC 05 R1); e
 - d. já foi expressamente rechaçada em julgamentos da CVM.

11. Sobre esse último ponto, confira-se o seguinte trecho do voto, acompanhado por unanimidade, da diretora relatora do PAS CVM nº 09/2009, julgado em 21.07.2015:

Como mencionei no âmbito do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2013/11699, Dir. Rel. Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes, julgado em 2.9.2014, “para o regulador, um administrador pode ter interesse conflitante com o da companhia tanto de maneira direta, quando ele mesmo contrata com a companhia, quanto de maneira indireta, quando uma sociedade na qual ele tem participação relevante ou uma pessoa a ele ligada contrata com a companhia”. Vide Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2013/1840, Dir. Rel. Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes, julgado em 15.4.2014.

12. Implicitamente, o Recorrente busca, por meio de uma falsa dicotomia entre conflitos “clássicos” e “não clássicos”, reduzir o escopo do que poderia ser considerado conflito de interesses: ou seja, ou se trataria de contrato bilateral entre acionista e companhia, ou não se trataria de conflito de interesses.
13. No entanto, diante da simplicidade da questão e da clareza dos precedentes da CVM, é fácil perceber que essa tentativa deve ser rejeitada, não sendo sequer necessário estender demasiadamente a discussão a esse respeito.

III.ii.b – A decisão da SEP restringiria o voto de acionistas que possuem portfólio diversificado de ações

14. Um dos argumentos novos apresentados é o seguinte:

29. A prevalecer raciocínio diverso, qualquer acionista da EMAE que fosse, igualmente, acionista da SABESP, também estaria impedido de votar na assembleia geral já convocada. Ou seja, o conflito de interesses para deliberar sobre uma transação entre as duas companhias restaria caracterizado em toda e qualquer situação similar, na medida em que a vantagem auferida por uma companhia seria, necessariamente, obtida às custas da outra. *A contrario sensu*, o conflito só poderia ser afastado, no limite do argumento, se o acionista tivesse participação acionária equivalente em ambas as companhias.

30. A generalização do entendimento da área técnica restringe, de forma desproporcional, o exercício do direito de voto por acionistas de companhias abertas que possuem portfólio diversificado de ações, como gestores de fundos de investimentos.

15. A conclusão apresentada que o Recorrente pretende imputar ao Relatório elaborado pela SEP simplesmente não decorre dos argumentos nele contidos.
16. O Relatório é bastante claro ao ilustrar o conceito de que, em se tratando de contrato bilateral entre duas companhias, o acionista terá interesses patrimoniais alinhados àquela na qual possui maior participação – e, conseqüentemente, interesses conflitantes com a outra.
17. Nesse sentido, o impedimento de voto só existirá para o acionista que possuir participação maior na contraparte do que na companhia. Não para qualquer acionista que possua participação nas duas.
18. Não há nenhum exagero ou incongruência nessa conclusão. Na verdade, incongruências existiriam justamente se fosse admitido a algum acionista votar em ambos os lados.
19. Afinal, trata-se de negociação sobre o valor a ser pago pelo uso de um bem: uma parte pretende maximizar o valor pago enquanto a outra pretende minimizá-lo. Diante de um acordo entre duas companhias nessas posições submetido às suas respectivas assembleias gerais, é contraditório admitir a existência de um acionista com interesse alinhado a ambas *ao mesmo tempo*. Esse acionista teria que ter interesse em que o valor pago pelo mesmo contrato fosse o maior possível e o menor possível.
20. O que disso não decorre é o engessamento desproporcional que o Recorrente sugere.
21. Primeiro, porque, ao contrário do alegado, não seriam todos os acionistas simultâneos a ambas as companhias que estariam impedidos de votar – apenas aqueles nos quais os seus interesses na contraparte fossem objetivamente maiores do que na companhia que realizaria a assembleia.
22. Segundo, e mais importante, todo esse contexto existe apenas nas deliberações que envolvam interesses conflitantes entre companhias nas quais o acionista possua participação simultânea – como, por exemplo, num acordo que preveja uma compensação financeira a ser paga por uma companhia à outra. Em relação a todas as outras deliberações que fazem parte da vida das companhias que não tenham essa natureza

e que perpassam a assembleia geral de acionistas, o acionista não se verá impedido de votar por esse motivo.

23. Não faz sentido, portanto, a conclusão de que o direito de voto por acionistas com portfólios diversificados de ações seria restringido de forma desproporcional. Essa restrição aplicar-se-ia apenas às situações bastante específicas em que seria contraditório negar a existência do conflito.
24. Por fim, e sem prejuízo dessa conclusão de que outros acionistas possam também estar em conflito de interesse, não se deve perder a perspectiva de que o que se discute neste processo é a situação do acionista controlador, que tem a prerrogativa de prevalecer nas deliberações e orientar a condução das atividades de ambas as companhias. O maior impacto potencial do conflito de interesses do acionista controlador justifica o acompanhamento especial por parte da CVM sobre a situação desse acionista, relativamente aos demais.

III.ii.c – A restrição ao direito de voto de ações ordinárias é norma de exceção

25. O Recorrente argumenta que o impedimento de voto é regra restritiva de direitos e, como tal, deve ser vista de forma também restrita. Para reforçar seu ponto, ele transcreve parte do voto da Diretora Ana Novaes no Processo CVM nº RJ2013/10913 (Caso Oi).
26. Novamente, a questão não é relevante porque a regra do art. 115, §1º, não foi interpretada de modo ampliado. Como já visto acima, o conflito de interesses decorrente de posições acionárias nas diferentes contrapartes da operação é uma hipótese relativamente simples e já expressamente ratificada pelo Colegiado da CVM.
27. A análise do Relatório em nada amplia, muito menos inova, essa dimensão já reconhecida do conceito de “conflito de interesses”.

III.ii.d – A celebração do acordo não beneficiaria o Estado de modo particular, nos termos do Caso Eletrobras

28. O Recorrente busca afastar as menções contidas no Relatório à decisão do Caso Eletrobrás (RJ-2013-6635), salientando o que considera serem diferenças relevantes entre os casos.
29. No entanto, contrariamente ao que o recurso parece assumir, o Relatório não pretendeu equiparar o Caso Eletrobrás com o caso ora em exame, senão para deixar claro que o interesse público subjacente às atividades da EMAE e da Sabesp não poderia ser invocado para relativizar a regra de impedimento de voto.
30. Isso segue em linha com diversos trechos da decisão desse caso, como, por exemplo, o de que “o espírito de manutenção do equilíbrio de interesses até mesmo asseverado pelo Capítulo XIX da Lei nº 6.404, de 1976, não parece autorizar a exclusão do regime estabelecido no art. 115, §1º”.
31. Na mesma ocasião foi julgado o processo RJ-2012-1131, envolvendo a própria EMAE, que seguiu pela mesma linha. Embora, neste processo, tenham sido discutidas algumas complexidades adicionais existentes na avaliação dos interesses e motivações de entes públicos - que não respondem da mesma maneira que os agentes privados a incentivos econômicos -, em momento algum foi negado que esta dimensão financeira existe, também, para os controladores que sejam entes públicos, ainda que ocasionalmente não seja a principal razão de suas condutas. E certamente não houve nessa ocasião nenhuma permissão para descumprimento da regra de conflito de interesses quando o ente público tenha um interesse econômico particular em jogo em determinada deliberação.
32. Mas, de fato, não tendo o Recorrente sequer pretendido se valer desse argumento (conforme parágrafos 45-46 do recurso), a discussão sobre esse ponto fica desprovida de maior relevância.
33. Esclarecida essa questão, resta analisar o argumento de que o Estado não estaria sendo beneficiado de modo particular, uma vez que não seria desonerado de qualquer encargo financeiro.
34. A exoneração de um encargo financeiro direto do acionista seria uma hipótese de benefício particular, mas evidentemente não esgota os cenários de aplicação da vedação prevista no art. 115, §1º.
35. Conforme extensamente já argumentado, a natureza do interesse conflitante é distinta; e,

portanto, o fato de que o Estado não será desonerado de qualquer encargo financeiro é informação que em nada tangencia o impedimento do caso concreto.

III.ii.e – O regime específico dos casos de incorporação entre controlador e controlada não afasta a analogia pretendida

36. Um dos argumentos contidos no Parecer Codec 063/2017 era de que a deliberação em tela seria análoga a uma incorporação de companhias nas quais o controlador tivesse participações diferentes. Como, nesses casos, a CVM não enxergaria a aplicação da vedação prevista no art. 115, §1º, também não haveria que se falar em vedação no caso concreto.
37. Esse argumento foi considerado nos parágrafos 30 a 41 do Relatório, vindo-se a concluir resumidamente que (i) tanto a Lei nº 6.404/76, quanto julgados desta CVM, reconheciam que a incorporação era operação societária sujeita a rito próprio, inclusive com remédios específicos, quanto (ii) a analogia pretendida sequer parecia adequada, vez que comparava potenciais divergências de naturezas bastante distintas.
38. Diante disso, mais do que um argumento propriamente dito, o que o Recorrente expressa é sua mera discordância quanto à posição da SEP. Conforme o parágrafo 35 do recurso:

35. No entanto, a previsão legal de cautelas especiais não invalida o raciocínio analógico pretendido. Isso porque ou bem o conflito formal existe em todas as situações comparáveis ou simplesmente não existe, tratando-se de questão principiológica objetiva e que não pode ficar sujeita a casuísmos subjetivos.

39. Como o Recorrente não traz novos argumentos, não há razão para modificar as conclusões do Relatório. De todo modo, registramos três breves observações.
40. Em primeiro lugar, ainda que tivesse de existir uma solução única quanto ao exercício do direito de voto tanto para as situações de conflito de interesses em geral quanto para as incorporações de controladas, não necessariamente essa solução seria a desejada pelo Recorrente. Seria possível concluir que, em ambos os casos, existe impedimento de voto.
41. Mas, em segundo lugar, o fato é que essa solução única não precisa existir e o Recorrente, ao insistir nesse ponto, contraria conceitos fundamentais de hermenêutica. Havendo, num mesmo diploma legal, uma regra geral e uma regra específica, não existe contradição nenhuma em (i) aplicar a regra específica, quando assim for o caso e (ii) aplicar a regra geral, quando não se tratar da situação sujeita ao regramento especial.
42. Também é oportuno lembrar que, mesmo para as situações de incorporações entre sociedades sob controle comum, o Parecer de Orientação CVM nº 35/08 veio a sinalizar que uma das formas recomendadas para administrar o conflito de interesses inerente a tais situações é, exatamente, a abstenção de voto pelo acionista controlador.

III.ii.f – Não haveria motivos para se colocar em dúvida a diligência dos administradores

43. Em síntese, o Recorrente reitera que os administradores formaram seu convencimento com base em estudos técnicos fundamentados, em linha com seu dever de atuar no melhor interesse das respectivas companhias. As negociações entre eles sobre o acordo teriam sido conduzidas de forma independente e autônoma.
44. Todavia, em linha com as considerações do Relatório objeto do recurso, os administradores e membros do conselho fiscal têm o dever de agir desse modo em qualquer situação.
45. O cumprimento de tal dever, que é o que se espera, não pode servir como moeda de troca para que um acionista possa deixar de observar aquilo que também é um dever legal seu: o de não votar em situações em que o art. 115, §1º, lhe proíbe o voto.

III.ii.g – O entendimento da SEP contrariaria a decisão do PAS RJ-2012-1131

46. No PAS RJ-2012-1131, o Estado de São Paulo foi condenado pela sua omissão em promover a resolução da situação de longo prazo do uso de ativos da EMAE pela SABESP, em prejuízo daquela, de forma não remunerada.
47. Para o Recorrente, haveria suposta contradição, neste momento, na constatação de impedimento de voto: afinal, justamente no momento em que o Estado, na qualidade de controlador, utiliza o seu poder para endereçar a questão, a CVM estaria impedindo o Estado de atuar.
48. Se a questão pudesse ser resumida dessa forma, as decisões pareceriam, de fato, dissonantes. Mas essa é uma forma enviesada de colocar a discussão, como se uma escolha precisasse ser feita entre uma omissão irregular e um voto em situação de conflito de interesses.
49. Na verdade, como o voto do PAS RJ-2012-1131 e a decisão ora recorrida deixam claro, existem diversas formas de o acionista controlador orientar a condução dos negócios sociais de uma companhia sem incorrer em ilegalidades. Uma delas, aqui destacada apenas a título de exemplo, seria o controlador comprometer-se acompanhar a decisão da maioria dos demais acionistas.
50. O que não se pode admitir, porém, é que a solução escolhida viabilize a prática de atos ilegais ou que atos ilegais sejam pretensamente justificados exatamente pelas escolhas que foram feitas.
51. Superada essa forma enviesada de enxergar a questão, percebe-se que o impedimento de voto identificado no Relatório é perfeitamente compatível com a decisão do PAS RJ-2012-1131. Mais que isso: o entendimento recorrido decorre diretamente daquela decisão.
52. Um dos motivos pelos quais era particularmente conveniente ao Estado de São Paulo a manutenção da situação de uso não remunerado de ativos da EMAE por parte da SABESP era justamente o fato de que seus interesses patrimoniais globais não eram prejudicados por essa situação. Pelo contrário, considerando a sua participação maior na SABESP, a manutenção dessa situação lhe era inclusive financeiramente vantajosa.
53. O que seria contraditório da parte da CVM seria, agora, deixar de reconhecer o conflito de interesses do controlador. Isso porque, em determinado momento do tempo, foi constatada a existência de uma situação fática na qual o interesse do controlador divergia do interesse da companhia em relação a determinada matéria e, nesse momento, estaria indicando que esse mesmo controlador não estaria conflitado para aprovar o acordo para solução dessa mesma matéria.
54. Assim, entendo que a conclusão do Relatório não apenas não contraria a decisão do PAS RJ-2012-1131, mas, pelo contrário, é precisamente a forma mais coerente com aquela decisão.

III.ii.h – A decisão deve levar em consideração o fato de se tratar de matéria de deliberação facultativa da assembleia geral

55. O Recorrente reitera o argumento de que a aprovação do acordo não é de competência privativa da assembleia geral, podendo teoricamente ser decidida pelo conselho de administração. Em seu entendimento, isso deveria justificar uma avaliação “menos rigorosa” para fins de impedimento de voto.
56. Mais uma vez, trata-se de ponto já analisado pela SEP no Relatório e o que foi apresentado no recurso é tão somente uma discordância da conclusão. No entanto, convém reforçar alguns pontos.
57. O primeiro é que a submissão do tema à assembleia geral não é uma medida que deva ter sua importância esvaziada. De acordo com os *G20/OECD Principles of Corporate Governance*, por exemplo, para transações entre partes relacionadas, a aprovação em assembleia é considerada boa medida de governança, seja complementar ou alternativamente à aprovação pelo conselho de administração.
58. Assim, a chancela da assembleia geral impacta cadeia de responsabilidades que pode decorrer dessas decisões, notadamente em relação aos administradores. Tais administradores, inclusive, podem ter considerado, em sua avaliação sobre o mérito do acordo, o fato de que a assembleia teria oportunidade de se posicionar sobre o tema. Essa estrutura decisória é legítima, desde que, evidentemente, não sejam os acionistas em conflito de interesses a determinar a decisão final.
59. Exatamente por isso, a análise quanto a eventual impedimento de voto não pode ser

relativizada. E de fato não vem sendo: diversos precedentes da CVM sobre conflitos de interesse ocorreram em situações que, a rigor, não envolviam matéria de competência privativa da assembleia geral (por exemplo, o Caso Eletrobrás).

60. No mais, apenas para não deixar sem o registro, vale mencionar que a relativização de regras vitais de um determinado rito tão somente porque teria sido teoricamente possível optar por outro é algo que não possui qualquer forma de fundamento lógico.

III.ii.i – O direito de voto aos preferencialistas não possui previsão legal e possivelmente não atenderia ao requisito previsto no contrato

61. O Recorrente aponta que detém, direta e indiretamente, a totalidade das ações ordinárias da EMAE. A decorrência disso, em seu entendimento, seria que sem o seu voto a assembleia não poderia ser realizada, exceto se concedido direito de voto a acionistas preferencialistas, o que não possuiria previsão legal e dependeria de prévia reforma estatutária.

62. No entanto, esta autarquia já se manifestou anteriormente em relação a casos nos quais, havendo ações ordinárias e preferenciais, a totalidade dos ordinaristas se encontra impedida de votar:

Ao final da discussão, vencidos os Diretores Eli Loria e Otavio Yazbek, nos termos de seus votos, o Colegiado deliberou, por maioria, nos termos do voto apresentado pelo Diretor Marcos Pinto, que (i) os controladores da Duratex não poderão votar na deliberação da assembleia geral relativa à incorporação pela Satipel; (ii) em operações em que se estabeleçam relações de troca distintas para ações de diferentes espécies ou classes, todos os acionistas beneficiados estarão impedidos de votar; e (iii) **na hipótese referida no item anterior, caso todos os acionistas com direito a voto estejam impedidos de votar, a companhia poderá convocar assembleia especial dos acionistas detentores de ações preferenciais para deliberar sobre a operação.** (Processo RJ-2009-5811).

63. A conclusão dificilmente poderia ser mais clara no sentido contrário ao alegado pelo Recorrente: caso todos os acionistas com direito a voto estejam impedidos de votar, a companhia pode convocar assembleia de preferencialistas para deliberar sobre a matéria. Não se afirmou existir necessidade de reforma estatutária.

64. Mesmo antes desse caso, a CVM já se deparou com situações em que operações de companhias abertas estavam sendo estruturadas de tal modo que todos os titulares de ações ordinárias encontravam-se em situação de impedimento de voto. O Parecer de Orientação CVM nº 34/06 trata desse tipo de situação. Tampouco se considerou necessária a existência de reforma estatutária para atribuir direito de voto às ações preferenciais.

65. Ou seja, a ausência de direito de voto de ações preferenciais nunca foi motivo bastante para autorizar que os titulares de ações ordinárias deliberassem sobre matérias em que tivessem interesses conflitantes com os dos demais acionistas. Além disso, sempre houve meios menos onerosos do que o Recorrente sugere para se obter as aprovações necessárias de forma legítima.

66. Um argumento similar também explorado pelo Recorrente é o de que não estaria claro se essa votação preencheria a primeira condição suspensiva prevista no acordo entre EMAE e SABESP, “uma vez que o seu cumprimento exige a aprovação do acordo em assembleia geral de acionistas, e não por uma assembleia especial de preferencialistas, em que todos os titulares de ações ordinárias da companhia estão impedidos de votar”.

67. A esse respeito, em primeiro lugar, note-se que o contrato prevê somente a necessidade de “aprovação de seus termos em Reunião do Conselho de Administração da EMAE e em Assembleia Geral Extraordinária dos acionistas da EMAE, na forma da Lei nº 6.404/1976 e de seu Estatuto Social, e em Reunião do Conselho de Administração da SABESP”.

68. Não há nada na lei que sugira algo na linha de que, havendo previsão contratual de aprovação “em assembleia geral de acionistas”, não se deve admitir a aprovação por parte dos preferencialistas, caso todos os ordinaristas se vejam impedidos. Pelo que se viu acima, isso é possível e já foi feito no passado por outras companhias abertas. E como o Recorrente tem direta ou indiretamente 100% das ações com direito a voto, se optasse por seguir tal opção, seria difícil imaginar que outro acionista viria a questioná-la e com qual

fundamento.

69. Mas, para além disso, o argumento parte da mesma premissa equivocada de tomar o acordo ou a ordem do dia da assembleia como fatos exógenos e imutáveis, restando a todos encontrar os meios para assegurar sua aprovação.
70. Não há porque desconsiderar que, exemplificativamente, (i) o próprio acordo poderia ter tido sua eficácia condicionada à aprovação pelos titulares de ações preferenciais; (ii) o controlador poderia ter se comprometido a exercer seu direito de voto no sentido determinado pela maioria dos preferencialistas; ou (iii) as companhias poderiam dar continuidade ao litígio.
71. Não cabe à CVM impor ao Recorrente ou às companhias que *sigam necessariamente* um caminho específico e o propósito das considerações acima não é esse. O que se buscou demonstrar é que existem soluções lícitas que afastam completamente o argumento no sentido de que o voto conflitado deva ser tolerado por não haver outro caminho possível.

III.ii.j – A solução seria tratar o conflito, nesse caso, como material

72. Em seguimento ao argumento anterior, o Recorrente conclui que:
51. A propósito, se realmente o Estado estivesse em situação de conflito para votar pela aprovação do acordo em assembleia geral de acionistas da EMAE, tal impedimento restaria afastado por aplicação analógica do art. 115, §2º, da Lei das S.A. Evidente, portanto, que a solução da lei para o caso de impedimento de todos os acionistas com direito de Voto (ou da esmagadora maioria) é tratar o conflito como material (*ex post*), e não mais formal (*ex ante*).
73. Considerando a discussão da seção anterior, entendo que, a essa altura, já deva restar afastada a conclusão de que a tolerância à violação do impedimento de voto seja alguma forma de saída necessária. No entanto, existem considerações pertinentes a serem feitas sobre as ideias do Recorrente.
74. A primeira diz respeito à dificuldade de se fazer uma aplicação analógica do art. 115, §2º, da Lei nº 6.404/76 ao caso em tela.
75. Isso porque esse dispositivo afasta, de maneira bem clara, a caracterização do conflito na hipótese em que todos os subscritores são condôminos de um bem e utilizam esse bem para subscrever ações em aumento de capital. Essa parece uma situação razoável e incontroversa.
76. Disso não decorre que, se (i) todos os titulares de ações ordinárias forem condôminos de um bem usado no aumento de capital, mas (ii) houver outros acionistas titulares de ações preferenciais subscrevendo ações nesse aumento de capital, então (iii) aqueles titulares de ações ordinárias estarão livres para votar no laudo de avaliação dos bens.
77. Esse não seria um desfecho razoável, devido ao incentivo dos titulares de ações ordinárias em aprovar avaliação em desfavor dos titulares de ações preferenciais. Na verdade, se fosse assim, seria como se a lei só se preocupasse com o conflito de interesses que pudesse prejudicar um acionista titular de ações com direito a voto, mas não tivesse essa mesma preocupação com outros acionistas, embora o risco seja essencialmente o mesmo.
78. Para além disso, a referência a teses de conflito formal (*ex ante*) e conflito material (*ex post*) remete a controvérsias que foram muito acirradas no passado, mas já superadas na CVM há muitos anos. Atualmente, está claro que a única forma possível de se interpretar o art. 115, §1º, da Lei 6.404/76 é reconhecendo que ele determina um impedimento de voto *ex ante*.
79. A mudança começou a ocorrer há mais de 10 anos, com a edição do Parecer de Orientação CVM nº 34/06. Apesar de tratar de uma situação específica – incorporação com relações de troca diferenciadas e envolvendo sociedades sob controle comum –, o parecer considerou em situação de impedimento de voto os acionistas beneficiados com essa relação de troca, sem deixar espaço para discussão sobre se o tratamento desigual teria algum tipo de justificativa econômica.
80. Desde então, ao longo de diversas composições do Colegiado, seguiram-se diversos casos na mesma direção, em que esse posicionamento foi sendo gradativamente ampliado ou reforçado, podendo-se citar exemplificativamente:

- a. o caso Duratex-Satipel (RJ-2009-5811);
 - b. o caso Tractebel (RJ-2009-13179);
 - c. o caso Eletrobras (RJ-2013-6635); e
 - d. o caso Eneva (RJ-2015-5021).
81. Dentre estes, pela profundidade da discussão e pelo alcance da decisão, destaca-se o caso Tractebel, até hoje apontado como principal precedente da CVM sobre o tema.
82. Exatamente em razão da longa análise empreendida naquela oportunidade, é desnecessário revisitar todos os fundamentos dessa discussão, bastando, em linhas gerais, reafirmar que a SEP permanece aderente aos argumentos contidos nos votos vencedores proferidos àquela oportunidade.
83. Apenas para não passar inteiramente ao largo da questão suscitada pelo Recorrente e estritamente em linha com os argumentos no caso Tractebel, registre-se que a SEP entende resumidamente que:
- a. a proibição de voto *ex ante* impede que sejam proferidos votos cujos efeitos não venham a ser internalizados por aquele que os profere;
 - b. essa internalização dos efeitos positivos e negativos das decisões tomadas é uma regra basilar de funcionamento das sociedades empresárias, que justifica não só por que são os acionistas (enquanto classe) que possuem direito a voto como por que, entre eles, as decisões são tomadas de modo majoritário; e
 - c. quando situações atípicas, como conflitos de interesse, rompem essa internalização dos efeitos por quem tem o poder decisório, o poder decisório deve ser deslocado para que o equilíbrio seja reestabelecido e a regra de impedimento de voto faz exatamente isso.
84. O posicionamento da CVM de retirar o poder decisório de partes em conflito de interesses não ficou adstrita a casos concretos envolvendo companhias abertas, tendo, na verdade, perpassado diferentes atos normativos editados pela CVM. Exemplificativamente:
- a. como já mencionado, o Parecer de Orientação CVM nº 35/08 prescreveu como possível forma de mitigar conflitos de interesses em incorporações de controladas a abstenção de voto do acionista controlador;
 - b. nos fundos de investimento imobiliários, atos que caracterizem potencial conflito de interesses entre o fundo e seu administrador, gestor ou consultor dependem de aprovação prévia, específica e informada da assembleia geral de cotistas (art. 34 da Instrução CVM nº 472, com redação dada pela Instrução CVM nº 580, de 14.09.2016);
 - c. nos fundos de investimento em geral, salvo consentimento dos demais cotistas, o administrador, o gestor, outros prestadores de serviços e pessoas ligadas não podem votar em assembleias do fundo (art. 76 da instrução CVM nº 555/14); e
 - d. o gestor de investimentos deve informar seus clientes sobre situações de potenciais conflitos de interesse antes de prestar a consultoria (art. 2º, §4º, da Instrução CVM nº 558/15).
85. Esses casos em geral ilustram que a CVM se movimentou institucionalmente na direção do impedimento de voto *ex ante*, não se tratando mais de uma situação que enseje oscilações conforme a composição de seu Colegiado. Não apenas a interpretação sugerida pelo Recorrente restou preterida como o próprio momento histórico em que a controvérsia existia também restou superado.

IV. Conclusão

86. Diante do exposto, propomos o envio do processo à SGE, para posterior submissão ao Colegiado, com a recomendação de seu indeferimento.

Atenciosamente,

Bruno Baitelli Bruno

Analista de Mercado de Capitais

Raphael Souza

Gerente de Acompanhamento de Empresas 3

Ao SGE, de acordo com a manifestação da GEA-3

Fernando Soares Vieira

Superintendente de Relações com Empresas

Ciente.

À EXE, para as providências exigíveis

Alexandre Pinheiro dos Santos

Superintendente Geral

[1] V. parágrafos 24 a 32 do Relatório nº 66/2017-CVM/SEP/GEA-3



Documento assinado eletronicamente por **Bruno Baitelli Bruno, Analista**, em 07/07/2017, às 12:42, conforme art. 1º, III, "b", da Lei 11.419/2006.



Documento assinado eletronicamente por **Raphael Acácio Gomes dos Santos de Souza, Gerente**, em 07/07/2017, às 12:44, conforme art. 1º, III, "b", da Lei 11.419/2006.



Documento assinado eletronicamente por **Fernando Soares Vieira, Superintendente**, em 07/07/2017, às 13:45, conforme art. 1º, III, "b", da Lei 11.419/2006.



Documento assinado eletronicamente por **Alexandre Pinheiro dos Santos, Superintendente Geral**, em 07/07/2017, às 19:53, conforme art. 1º, III, "b", da Lei 11.419/2006.



A autenticidade do documento pode ser conferida no site https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, informando o código verificador **0314760** e o código CRC **501F8BFF**.

*This document's authenticity can be verified by accessing https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, and typing the "Código Verificador" **0314760** and the "Código CRC" **501F8BFF**.*