



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

PROCESSO ADMINISTRATIVO CVM Nº 19957.008672/2016-68

Reg. Col. nº 0477/16

Interessado: Murici dos Santos

Assunto: Recurso contra entendimento da SEP: Fixação de preço em aumento de capital (artigo 170, §1º, da Lei nº 6.404/1976).

Diretor-Relator: Gustavo Machado Gonzalez

RELATÓRIO

1. Trata-se de recurso interposto por Murici dos Santos (“Recorrente”), na qualidade de acionista minoritário da Companhia Energética de Brasília – CEB (“CEB” ou “Companhia”), contra entendimento da Superintendência de Relações com Empresas – SEP de não instaurar processo administrativo sancionador para apurar supostas irregularidades na operação de aumento de capital da Companhia (“Operação”), por subscrição particular.
2. A Operação foi aprovada em assembleia geral extraordinária realizada em 27.01.2014 e envolveu a emissão de 5.232.926 ações, ao preço de R\$ 42,80/ação, com potencial de diluição de aproximadamente 36,30%. O valor total do aumento de capital foi de R\$ 223.969.225,03, referente a aportes realizados pelo Governo do Distrito Federal (“GDF”), acionista controlador da CEB, e créditos da Companhia Imobiliária de Brasília – TERRACAP.
3. Algumas características da Operação suscitaram controvérsia entre administradores da companhia, membros do conselho fiscal, acionistas e a própria SEP. No curso do processo, a CEB realizou ajustes para lidar com alguns dos problemas identificados, como o direito de preferência das ações preferenciais – PNA. Todavia, alguns dos ajustes indicados pelos investidores, que resultariam em uma avaliação



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

substancialmente maior da Companhia, não foram ao final acatados pela administração da CEB.

4. Sem pretender aqui esgotar a discussão, resumo abaixo as principais conclusões da SEP nos problemas por ela reconhecidos em sua análise da Operação:

- a) **Metodologia para preço de emissão das novas ações** – a CEB desconsiderou o valor de cotação, em razão da baixa liquidez das ações de sua emissão, e definiu o preço de emissão com base na média simples do valor econômico (perspectiva de rentabilidade) e de patrimônio líquido.

A metodologia foi questionada por membros do conselho fiscal e por acionistas minoritários da Companhia, que alegaram que o critério mais adequado para fixação do preço seria aquele obtido com base na perspectiva de rentabilidade. Além disso, a opção da média aritmética não teria sido justificada pormenorizadamente pelo conselho de administração, em desacordo com o §7º do referido art. 170.

De acordo com a SEP, *“o uso da média pode ser uma metodologia bastante questionável do ponto de vista técnico”*. Contudo, a área técnica apontou que o *“uso [da citada metodologia] prejudica a argumentação de que essa decisão teria sido tomada com vistas a privilegiar o GDF em prejuízo dos demais acionistas”*.

Com relação ao §7º do artigo 170, a SEP entendeu que *“os aspectos econômicos que determinaram essa escolha foram, sim, pormenorizadamente justificados – ainda que, conforme dito antes, sejam aspectos de tecnicidade questionável”*. Por outro lado, ponderou não competir à CVM *“responsabilizar esses administradores por não terem tomado a melhor decisão possível – se é que esse conceito é bem definido para esses casos –, mas tão somente verificar se a decisão tomada (considerando, inclusive, o processo deliberativo) não rompeu os limites da discricionariedade de atuação definidos na lei”*.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

- b) **Laudo de Avaliação** – minoritários e conselheiros da CEB fizeram, ainda, uma série de objeções ao laudo de avaliação da perspectiva de rentabilidade da Companhia. A SEP entendeu que algumas das considerações apresentadas pela CEB se mostram plausíveis, enquanto outras aparentam estar em desacordo com as melhores técnicas sobre o assunto.

A área técnica entendeu, todavia, que “[m]ais importante que o mérito das opções tomadas pela Companhia, porém, entendo que, mesmo as opções mais criticáveis não permitem concluir que tenha faltado diligência por parte dos administradores que as adotaram”. Embora reconheça que “um conjunto de escolhas tecnicamente questionáveis foram feitas”, a SEP entende não ser “possível concluir que essas escolhas tenham sido feitas com um objetivo específico, inclusive porque as suas utilizações por vezes produziram efeitos em sentidos antagônicos (às vezes aumentando, às vezes diminuindo o VPL calculado)”.

5. Diante dos elementos acima resumidos, a área técnica entendeu que “que as escolhas foram feitas dentro da discricionariedade permitida para os administradores, sem que seja possível concluir pela ocorrência de má-fé, razão pela qual [...] não se justificaria a adoção de diligências adicionais por esta SEP”. Assim, a área decidiu arquivar o processo sem a instauração de processo sancionador.

6. Inconformado com a decisão da área técnica, o Recorrente tempestivamente interpôs recurso (doc. 0191697), argumentando, em resumo:

- a) Parecer de Orientação CVM nº 01/78: a decisão da SEP contrariaria o Parecer de Orientação CVM nº 01/78, uma vez que esse determina que a proteção dos interesses de todos os acionistas requer que o preço de emissão de novas ações seja fixado com base no valor econômico, que, segundo o Recorrente, seria “o maior valor obtido, entre os 03 (três) admitidos pelo §1º do art. 170 da Lei nº 6.404/76”.
- b) Suposta contradição no Relatório: a conclusão da área técnica teria sido contraditória, uma vez que reconhece que a escolha da média aritmética pode ter sido tecnicamente questionável, porém conclui ter sido fundamentada a fixação do preço de emissão.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

- c) Outros atos abusivos do controlador: segundo o Recorrente, o Relatório não enfrenta algumas questões relacionadas à atuação do GDF, acionista controlador da Companhia, como a crescente dívida do controlador com a Companhia ao longo dos anos, uma suposta passividade da administração em cobrar judicialmente do GDF uma compensação por plano assistencial de empregados arcada pela CEB, a ocorrência de prescrição de créditos da CEB face ao GDF, dentre outras.
- d) Elaboração do laudo de avaliação: o Recorrente questiona a decisão da SEP, que entendeu não haver impedimento para que o próprio corpo técnico da Companhia elabore o laudo de avaliação da perspectiva de rentabilidade para fins de fixação do preço de emissão das novas ações em aumento de capital. Segundo o Recorrente, a SEP teria admitido *“a possibilidade da produção de um laudo parcial, de ‘tecnicidade questionável’ (conforme admitido no próprio Relatório) (...) simplesmente por não haver exigência de sua elaboração por terceiro”*, gerando um *“um precedente temerário, perigoso, para que companhias passem a produzir seus próprios Laudos (valuation), com ‘tecnicidade questionável’ e sem a necessária imparcialidade, deixando de vislumbrar os princípios esculpidos nos artigos 117, 153 a 157, e 245, todos da Lei nº 6.404/76, e especialmente as regras de boas práticas de governança corporativa”*.
- e) Conteúdo do Laudo/Erros de Avaliação: por fim, o Recorrente salienta que *“jamais se poderá afirmar que o processo de aumento de capital se deu de forma justificada, fundamentada”*, considerando os sérios problemas metodológicos nas avaliações realizadas para fixação do preço de emissão. Nesse sentido, o Recorrente chama atenção para o teor da manifestação da SEP, segundo a qual não poderia se concluir pela falta de diligência dos administradores mesmo diante da escolha de opções “criticáveis”, uma vez que não haveriam, segundo a área técnica, elementos que permitissem concluir que eventuais as decisões passíveis de questionamento tivessem sido tomadas com o objetivo de beneficiar o controlador, *“inclusive porque as suas utilizações por vezes produziram efeitos em sentidos antagônicos (às vezes aumentando, às vezes diminuindo o VPL calculado)”*.

7. Em suas considerações acerca do recurso (Relatório nº 133/2016-CVM/SEP/GEA-3, doc. 0196970), a SEP argumenta, em resumo:



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

- a) Com relação à alegada inobservância ao Parecer de Orientação CVM nº 01/78: *“[a] conclusão que pretende o Recorrente, qual seja, que a única maneira razoável de proteger os acionistas minoritários em uma operação de aumento de capital seja a escolha do maior valor obtido dentre os três previstos no art. 170, §1º, simplesmente não possui base na própria legislação e regulamentação invocada”*.

De acordo com a área técnica, o argumento do Recorrente contraria o comando do art. 170, §1º, da Lei nº 6.404/76, que determina que os critérios possam ser considerados *“alternativa ou conjuntamente”*. Ademais, lembra a área técnica que o Parecer de Orientação CVM nº 01/78, conclui advertindo que não cabe ao órgão regulador *“arvorar-se em avaliador de preços de mercado”*.

Nesse sentido, a SEP reitera que *“ainda que a média aritmética do valor patrimonial e da perspectiva de rentabilidade não seja uma métrica usualmente observada no mercado, também não parece ser possível concluir que seu uso tenha rompido os limites da discricionariedade da atuação dos administradores definidos na lei”*.

- b) Com relação à suposta contradição: a interpretação dada pelo Recorrente à expressão *“tecnicidade questionável”* utilizada no Relatório *“parece ser mais alinhada com a sua interpretação dos fatos do que com a interpretação desta SEP”*. Segundo a área técnica, *“[e]m um processo complexo, que envolvia diversas ponderações que, ainda que antagônicas, se mostravam plenamente razoáveis, é natural que ocorram decisões que possam ser questionáveis. Não se pode confundir, porém, o conceito de questionável com o de inadmissível”*. Assim, *“[a] ponderação dos critérios legais de fixação do preço de emissão em cada caso de aumento de capital é um exercício no qual, naturalmente, os administradores possuem certa discricionariedade”*, ainda que dentro de certos limites.

A SEP reitera que a fixação do preço foi debatida pelos administradores em mais de uma reunião, onde avaliaram a aplicação dos três critérios previstos em lei. Para a área técnica, *“[o] fato de essa decisão combinar grandezas distintas – e,*



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

dessa forma, ser questionável – não vai tão longe a ponto de agredir sua legalidade. Na verdade, qualquer decisão que considere conjuntamente dois ou mais critérios do art. 170, §1º estará nessa situação – mas a própria possibilidade de adoção conjunta de critérios distintos é considerada no caput”.

- c) Com relação à apuração de outros atos abusivos supostamente praticados por GDF: os assuntos não foram ignorados. Ao contrário, a SEP vem analisando diversas condutas do controlador em processos específicos, já tendo, inclusive, formulado acusação em um dos casos (PAS RJ-2015-10134). Dessa forma, conclui a SEP que “[o]utras atitudes tomadas pelo GDF, ainda que porventura venham a ser consideradas ilegais, não foram agregadas a essa análise específica caso não tivessem relação com a operação de aumento de capital. Isso não quer dizer que essas questões não foram ou serão analisadas, apenas que não estão no objeto daquele processo”.
- d) No tocante à responsabilidade pela elaboração do laudo de avaliação: “*de fato não há exigência normativa para a elaboração de laudos de avaliação por avaliador externo. Mas isso não implica liberdade absoluta para definição arbitrária do que considerar num laudo de avaliação, sob pena de desvirtuação óbvia do próprio art. 170, §1º*”. Prossegue, a área, asseverando que “[a] forma de coadunar a liberdade da própria companhia de avaliar seu patrimônio líquido para fins de aumento de capital com o escrutínio que a CVM deve exercer sobre as companhias abertas e seus administradores é precisamente aquela defendida no Relatório: a CVM deve resistir à tentação de se tornar uma instância estabelecadora de preços, cabendo-lhe, em vez disso, analisar se as premissas e metodologias adotadas não agredem a discricionariedade da tomada de decisão permitida nesses casos”.
- e) Com relação ao conteúdo do laudo de avaliação: a SEP aduz ser necessário, em primeiro lugar, “*frisar o que está se considerando no caso concreto como decisões questionáveis, para esclarecer o seu impacto na discussão*”. Para a área técnica, “[p]or um lado, há decisões que, por excesso de conservadorismo, obviamente impactam negativamente a avaliação da CEB”, mas também existem “*outras decisões, igualmente discutíveis, introduzem vieses contrários*” e podem



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

ter resultado em uma superestimação de certos valores. Nesse contexto, não foi possível, na visão da área técnica, *“concluir que as decisões tomadas na elaboração do laudo de avaliação tenham tido um viés recorrente no mesmo sentido, de forma a subavaliar a estimativa do valor da companhia”*.

- f) Por fim, a área salienta que a CVM adotou um sistema de separação entre suas instâncias investigativa e julgadora, tendo as superintendências autonomia em suas decisões. Nesse sentido, recorda a área técnica que, em mais de uma oportunidade¹, o Colegiado já decidiu não ter competência para interferir nas atividades de investigação e acusação desempenhadas pelas áreas técnicas.

É o relatório.

¹ Vide Processos CVM SP-2011-302, RJ-2013-10128, RJ-2014-4458 e RJ-2015-5493.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

VOTO

1. O recurso apresentado por Murici dos Santos (“Recorrente”) requer que o Colegiado analise a necessidade de abertura de processo administrativo sancionador para tratar das supostas irregularidades na operação de aumento de capital da Companhia Energética de Brasília – CEB (“CEB” ou “Companhia”), por subscrição particular (“Operação”).
2. Como bem apontado pela área técnica, desde a edição da Deliberação CVM nº 457/2002, a CVM adotou um desenho institucional que separa, de um lado, as funções investigativa e acusatória e, de outro, a função julgadora. Nesse regime, as atividades de investigação e acusação são conduzidas, com independência, pelas superintendências da CVM, sem a intervenção do Colegiado.
3. Contudo, essa autonomia não retira do Colegiado a prerrogativa de devolver processos às áreas técnicas com a recomendação de que determinada matéria seja reexaminada à luz de aspectos que, eventualmente, não tenham sido totalmente considerados na análise inicialmente realizada pela superintendência. Tal afirmativa em nada contradiz os diversos precedentes onde, reiteradamente, se afirmou a independência entre as instâncias investigativa e julgadora. Afinal, a decisão acerca da instauração de processo sempre caberá ao juízo discricionário, mas necessariamente motivado, da superintendência.
4. Nesse sentido, recorro que em mais de uma oportunidade o Colegiado da CVM já recomendou que a área técnica reavaliasse sua decisão de encerrar um processo investigativo sem a instauração de processo sancionador.
5. No Processo CVM nº RJ2004/3751, analisado em 28/11/2006, o Colegiado da CVM decidiu devolver um processo para a área técnica com a recomendação de que essa reavaliasse suas conclusões. Nos termos do voto da Dir. Rel. Maria Helena dos Santos Fernandes de Santana, *“a decisão de instaurar ou não processo administrativo sancionador envolve sempre um juízo discricionário das áreas técnicas sobre a relevância dos fatos analisados e sobre as prioridades da própria atividade disciplinadora da CVM”*. Não obstante, o Colegiado ponderou que *“para chegar a uma conclusão, a Superintendência deveria ter levado em conta outros aspectos, e não somente a*



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

interrupção da atividade cuja licitude é questionada”, recomendando que a área técnica reavaliasse a conveniência de abertura de processo administrativo sancionador, considerando os fatores mencionados na decisão.

6. Em 28/07/2015, o Colegiado da CVM discutiu outra decisão da área técnica de arquivar um processo sem formular acusação. No Processo CVM nº RJ2014/4458, o Colegiado unanimemente decidiu, nos termos do voto do Diretor-Relator Roberto Tadeu Antunes Fernandes, não ser ter competência para conhecer de recursos cujo deferimento implicaria, em última instância, na assunção da função acusatória. Ao mesmo tempo, o Colegiado reafirmou sua prerrogativa de “*eventualmente emitir recomendações às áreas internas da CVM*” ao examinar processos nos quais a superintendência entendeu não ser cabível ou oportuna a formulação de acusação.

7. Entendo que tais recomendações são particularmente pertinentes quando o Colegiado, sem qualquer pré-julgamento acerca da matéria discutida no processo, entende que a área técnica (i) não examinou fatos ou alegações importantes ou (ii) fundamentou suas conclusões em tese(s) jurídica(s) que não reflete(m) o posicionamento do Colegiado.

8. No caso em tela, compulsando os autos vejo que a SEP não examinou, ao menos nos autos deste processo, as reclamações acerca de dois outros aspectos formais relacionados à Operação.

9. O primeiro deles se refere à atuação do Conselho Fiscal. De acordo com o Recorrente, o Conselho Fiscal da CEB não teria opinado sobre as condições finais do aumento de capital, uma vez que a maioria dos membros do referido conselho teria, na última reunião acerca da matéria, decidido aguardar informações adicionais para posterior manifestação. Nesse ponto, recomendo que a SEP revise o assunto a fim de verificar o atendimento ao disposto no artigo 166, § 2º, da Lei 6.404/1976².

10. O segundo e último aspecto refere-se às informações disponibilizadas ao mercado no contexto da Operação. De acordo com o Recorrente, após os últimos ajustes nas

² Art. 166. *Omissis*. § 2º O conselho fiscal, se em funcionamento, deverá, salvo nos casos do número III, ser obrigatoriamente ouvido antes da deliberação sobre o aumento de capital.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

condições da operação, não teria sido apresentada uma versão devidamente retificada da proposta da administração, nos termos do Anexo 14 da Instrução CVM nº 481/2009.

11. Nesse ponto, destaco que a SEP instaurou diversos processos para analisar a atuação do acionista controlador e dos administradores da CEB em diversos eventos, tanto de ofício como em razão de reclamações apresentadas por investidores e administradores da Companhia, tendo, inclusive, já apresentado termo de acusação em decorrência de uma de suas investigações. Assim, embora não tenha identificado nos autos deste processo qualquer exame da área técnica acerca dos pontos acima debatidos, não posso deixar de ressaltar a possibilidade de que tais assuntos já estavam sendo examinados em procedimento apartado.

12. Com relação às discussões do Recorrente acerca da elaboração e conteúdo das avaliações utilizadas para fins de fixação do aumento de capital, entendo que, diante dos fatos trazidos a conhecimento desse Colegiado, não nos cabe fazer qualquer recomendação a área técnica. Em termos abstratos, destaco que de fato não há na lei societária nem nas normas editadas pela CVM qualquer exigência de que os laudos preparados para fins de fixação do preço de emissão de novas ações no aumento de capital sejam elaborados por terceiros independentes.

13. Com relação ao conteúdo do laudo, verifico que a SEP analisou os argumentos de ambas as partes, tendo concluído que, em vistas das circunstâncias fáticas, não seria justificável formular acusação contra os administradores. Aqui, acho importante lembrar que, embora nossa lei societária dê importância destacada ao uso do valor econômico para a fixação do preço de emissão de ações em aumentos de capital³, a CVM tem, desde o início de sua atuação, destacado que o seu papel não é de interferir no mercado, motivo pelo qual não entra no mérito do preço de emissão de ações⁴.

³ De acordo com a Exposição de Motivos nº 196, de 24/06/ 1976: “A emissão de ações pelo valor econômico é a solução que melhor protege os interesses de todos os acionistas, inclusive daqueles que não subscreverem o aumento, e por isso deve ser adotada pelos órgãos competentes para deliberar sobre o aumento de capital”. O texto foi posteriormente reproduzido no Parecer de Orientação CVM nº 1, de 27.09.1978.

⁴ Parecer de Orientação CVM nº 1, de 27.09.1978: “Por último, como nenhum órgão regulador do mercado de valores mobiliários deve arvorar-se em avaliador de preços de mercado, não será intenção da CVM pretender entrar no mérito do preço de emissão de ações, interferindo, deste modo, no mercado. O que a CVM exigirá, no entanto, é que o preço de emissão das novas ações seja sempre justificado, de maneira clara



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

14. Nesse contexto, não vejo omissão ou inconsistência na decisão da SEP, que, é importante destacar, também não concluiu pela licitude do preço fixado – até porque, como destaquei acima, tal conclusão fugiria da competência dessa CVM. Parece-me que os erros, inconsistências e contradições apontados pelo Recorrente nesse particular decorrem, em larga medida, do emprego pouco feliz de certas expressões nos relatórios de análise. Assim, embora a área técnica possa eventualmente, de ofício, reexaminar a matéria a luz de eventuais novos argumentos trazidos pelas partes ou que de alguma outra forma sejam levados ao seu conhecimento, não vejo razão para que esse **Colegiado** faça qualquer recomendação à SEP nesse sentido.

15. Diante de todo o exposto, voto por não conhecer do recurso e, de ofício, solicitar que a área se manifeste sobre as questões formais destacadas nos itens 9 e 10 deste voto e reavalie a adoção de eventuais medidas adicionais.

Original assinado por
Gustavo Machado Gonzalez
Diretor-Relator

e precisa, por ocasião da assembleia geral que deliberar sobre a autorização do aumento de capital. Se atribuída à fixação de tal preço ao conselho de administração da companhia, a justificativa do preço deverá constar, igualmente clara e precisa, do parecer que vier a ser expedido pelo Conselho.”