



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

### RELATÓRIO Nº 130/2017-CVM/SEP/GEA-3

Assunto: Pedido de interrupção de prazo de AGE  
Companhia de Eletricidade do Estado da Bahia - Coelba  
Processo 19957.010925/2017-44

Senhor Gerente,

#### I. Introdução

1. A Companhia de Eletricidade do Estado da Bahia (“Coelba” ou “Companhia”) convocou para o dia 04.12.2017 uma assembleia geral extraordinária (“AGE”) na qual deliberará sobre aumento de seu capital social.
2. Acionistas da Coelba, em 22.11.2017, apresentaram pedido de interrupção e suspensão de prazo de convocação da AGE, com base no art. 124, §5º, I e II, da Lei 6.404/76, fundamentado em questionamentos sobre o preço de emissão das novas ações.

#### II. Aumento de capital

3. O aumento de capital proposto tem resumidamente as seguintes características:
  - a. o valor mínimo será de R\$700 milhões e o máximo de R\$726 milhões;
  - b. a acionista controladora Neenergia S.A. (“Neenergia”) subscreverá o equivalente ao valor mínimo mediante a conversão de adiantamento por ela realizado em 29.09.2017;
  - c. o potencial de diluição para os acionistas é de 19,15%; e
  - d. o preço de emissão fixado para cada ação foi de R\$15,0344349, com base no patrimônio líquido contábil da Companhia em 30.09.2017.
4. Em relação à justificativa do preço de emissão e dos critérios que levaram a tal preço, destaca-se o seguinte trecho da proposta apresentada pela administração à AGE:

“Desta forma, em relação à consideração dos três parâmetros enunciados pelo comentado dispositivo legal [art. 170, §1º, da Lei 6.404/76], porém, deve-se entender que, embora de observância cumulativa, haverá a prevalência de um ou outro daqueles três parâmetros sobre os demais, quando da fixação do preço de uma nova emissão daquela ação, conforme o estágio de desenvolvimento do mercado de ações, bem como o tipo de comportamento de uma determinada ação em tal mercado (índice de negociabilidade).”

“No caso da Companhia, o percentual de pulverização de suas ações é muito pequeno (1,35%) e o histórico de negociação de ações mostra que nos últimos 5 anos foram realizadas em média 120 negociações anuais de ações ordinárias com volume médio negociado por ano de R\$ 5 milhões e 70 negociações anuais de ações preferenciais da classe A, com volume médio negociado por anos de R\$ 570 mil (fonte Bloomberg). Esses volumes representam, respectivamente, 0,2% e 0,1% do montante total em reais de ações ON e PNA da Companhia. Portanto na medida em que o mercado para este título apresenta baixo índice de negociabilidade, deixa o parâmetro "cotação" de apresentar grande significado, afluindo os outros dois parâmetros (Valor Patrimonial e Perspectivas de

Rentabilidade) como únicos mercedores de consideração na fixação do preço de emissão.”

“Com relação ao parâmetro ‘Perspectivas de Rentabilidade’ da Companhia, considerando, (i) a situação momentânea de alavancagem da Coelba e (ii) a ausência de outros meios de capitalização no curtíssimo prazo, dentro dos parâmetros de custo e prazos necessários pra fazer frente aos seus compromissos, inclusive com credores, os seus administradores entendem que deve prevalecer o valor patrimonial como parâmetro para a determinação do valor para efeitos da capitalização ora proposta.”

### III. Pedido

5. Argucia Income Fundo de Investimento em Ações, Argucia Endowment Fundo de Investimento Multimercado, Sparta Fundo de Investimento em Ações e Galileu Fundo de Investimento Multimercado (em conjunto, “Requerentes”) pedem a suspensão e a interrupção do prazo da AGE, com base nas alegações resumidas a seguir.
6. Embora não questionem a necessidade e a oportunidade do aumento de capital, os Requerentes entendem que o preço foi fixado de modo incompleto e incoerente e que deixa de refletir um valor justo para as ações.
7. Para os Requerentes, é inadequado que se tenha optado por um único critério quando seria possível utilizar mais de um, como o Parecer de Orientação CVM nº 01/78 defende. Além disso, a opção pelo critério utilizado não teria sido devidamente justificada, como os precedentes da CVM o exigem. [\[1\]](#)
8. Mais especificamente sobre esse ponto, ainda que concordem que a cotação em bolsa deva ter peso menor no caso da Coelba, os Requerentes veem relevância no fato de, nos últimos três anos (mais de 300 negociações), as ações nunca terem atingido patamar inferior a R\$19,73. Assim, “no pior pregão de sua história, a ação foi negociada a um valor mais de 30% superior ao preço de emissão ora proposto”.
9. Ainda mais grave, na visão dos Requerentes, foram as deficiências na tentativa de afastar o critério de perspectiva de rentabilidade.
10. Primeiro, porque nem o grau de alavancagem da Companhia nem a ausência de outros meios de capitalização no curtíssimo prazo seriam elementos que justificariam *per se* a exclusão da perspectiva de rentabilidade na precificação das ações. Faltaria, assim, uma relação de causa efeito entre a justificativa e a decisão.
11. Segundo, porque não haveria explicação nem comprovação desses elementos, que teriam sido citados descompromissadamente, com aparente objetivo de preencher um requisito formal, o que a CVM já entendeu inadequado. [\[2\]](#)
12. Terceiro, porque as justificativa seriam falsas. Neste sentido:
  - a. em relação ao grau de alavancagem, a Companhia teria há pouco tempo tido seu *rating* confirmado por agência classificadora de risco; e
  - b. em relação ao financiamento das atividades da Companhia, já há garantia de subscrição por parte do acionista controlador, de modo que a discussão se resume à diluição que será provocada àqueles que não subscreverem ações.
13. Finalmente, os Requerentes indicam a existência de laudo de avaliação elaborado em 2015, que teria apontado um valor de R\$33,00 por ação. Outra avaliação mais recente, no contexto de operação societária envolvendo a Neenergia, teria confirmado esses valores, ao que se tem notícia.

### IV. Ofício à Companhia

14. A Companhia foi instada a se manifestar sobre o pedido, conforme previsto na Instrução CVM nº 372/02.
15. Nessa ocasião, contudo, foi também especificamente instada a:
  - a. detalhar as razões para justificar o afastamento do critério de perspectiva de rentabilidade; e

- b. confirmar a existência dos laudos de avaliação mencionados pelos Requerentes (enviando-os à CVM se fosse o caso) e informar, caso houvesse, quais administradores da Companhia estiveram envolvidos nessas avaliações.

## V. Manifestação da Companhia

16. Instada a se manifestar, a Companhia afirma que cumpriu com todos os requisitos da Lei Societária e instruções da CVM aplicáveis ao aumento de capital em tela.
17. Dentre os critérios para fixação do preço de emissão permitidos em lei, a administração confirma a adoção do critério contábil em detrimento dos demais, tendo em vista que tal escolha seria discricionária da administração e teria sido decidida em benefício dos interesses da Coelba.
18. Descarta, portanto, o critério de fixação baseado na cotação das ações em bolsa com base no baixo volume de negociação dos papéis da Companhia nos últimos anos, o que tornaria tal avaliação inadequada.
19. Reafirma, ainda, a impossibilidade de avaliação pelo critério de perspectiva de rentabilidade futura, considerando (i) a situação de alavancagem da Companhia e (ii) a ausência de outros meios mais favoráveis para capitalização em curto prazo.
20. Quanto aos laudos apontados pelos Requerentes, a Companhia afirma que a elaboração de tais documentos teria se dado no âmbito de operações de reestruturação societária envolvendo os acionistas controladores, sem qualquer participação da administração da Coelba.
21. Por este motivo, entende que os estudos e avaliações realizadas seriam imprestáveis para fundamentar a fixação do preço de emissão das ações, visto que teriam sido elaborados para o benefício de acionistas controladores em outros contextos e para outras finalidades.

## VI. Análise

### Admissibilidade dos pedidos de suspensão e interrupção

22. A causa de suspensão do prazo de convocação de assembleia geral, prevista no art. 124, §5º, I, da Lei nº 6.404/76, é a complexidade das matérias objeto de deliberação.
23. Em alguns casos, a CVM já considerou presente essa complexidade e entendeu necessário o prazo adicional não pela matéria em si, objetivamente considerada, mas por ausência de informações a seu respeito, o que dificultava a tomada de decisão por parte dos acionistas.
24. No caso concreto, entendo que não se trata de matéria inerentemente complexa e nem se está diante de situação na qual alguma informação adicional provida pela Companhia pudesse levá-los a deliberar em um ou outro sentido.
25. Embora haja, de fato, uma discussão sobre a suficiência das informações divulgadas pela administração da Coelba para justificar o preço de emissão das ações, a questão está relacionada à própria legalidade do que se virá a deliberar, na medida em que potencialmente haverá, segundo os Requerentes, diluição injustificada dos acionistas.
26. Nesse sentido, a suspensão do prazo de convocação da assembleia não deve ser concedida; o pedido deve ser examinado à luz do art. 124, §5º, II, da Lei 6.404/76, que permite à CVM interromper o curso do prazo de antecedência da convocação de assembleia para avaliar se há propostas que violem dispositivos legais ou regulamentares.
27. Como também já foi decidido pela CVM, a interrupção não é necessária quando desde logo – isto é, independentemente do prazo de até 15 dias previsto na Lei – lhe for possível manifestar-se sobre a iminência de infrações a dispositivos legais ou regulamentares.

### Critério para fixação do preço de emissão

28. No âmbito de um aumento de capital, os administradores podem escolher, dentre os critérios apontados no art. 170, §1º, da Lei 6.404/76, aqueles que entendem mais adequados para a fixação do preço de emissão de novas ações.
29. Nada obstante, não basta apontar os critérios que serviram de base para a fixação do preço de

emissão. Também é necessário explicar, de forma detalhada, por que se entendeu melhor fixar o preço com base nesse ou naquele critério (ou, em caso de utilização de mais de um critério, as razões de utilização daqueles parâmetros de forma combinada), ou o porquê da não utilização de outro parâmetro entre aqueles elencados no referido artigo [\[3\]](#).

30. Nesse sentido, o art. 170, §7º, da Lei 6.404/76 determina que a proposta de aumento de capital deve esclarecer qual o critério adotado para determinar o preço de emissão das novas ações, nos termos do §1º do mesmo artigo, justificando pormenorizadamente os aspectos econômicos que determinaram a sua escolha.
31. Na proposta divulgada pela administração, a Companhia escolheu o critério de avaliação contábil por exclusão dos demais critérios.
32. Como visto, a administração afirma que o valor de cotação não seria um critério aceitável, tendo em vista o baixo número de negociações com os papéis da Companhia. Já os Requerentes ponderam que os valores de negociação sempre foram bem superiores ao valor estipulado no aumento de capital:



33. O gráfico acima confirma a informação apresentada pelos Requerentes. Embora com baixa liquidez, o menor valor de cotação da ação da Coelba nos últimos anos não cruza o limite inferior de R\$ 19,80, ou seja, valor 30% maior do que o preço de emissão fixado.
34. Concordo com a justificativa de que o critério para a fixação do preço de ações com baixa liquidez em mercado seja relevante para a sua não adoção. De fato, negociações relativamente pequenas e esparsas em bolsa podem ser marcadas por especificidades tais que as tornem um parâmetro pouco representativo para balizar uma transação de aumento de capital, na qual uma companhia obtém um volume significativo de recursos. [\[4\]](#)
35. Quanto ao critério de avaliação por perspectiva de rentabilidade futura, a Companhia afasta a possibilidade considerando (i) a sua situação de alavancagem e (ii) a ausência de outros meios mais favoráveis para capitalização em curto prazo.
36. Neste ponto, entendo que a Companhia falhou ao tentar justificar o porquê da não utilização de tal critério para a fixação do preço das novas ações.
37. Em primeiro lugar, porque o grau de endividamento não possui nexos causal direto com uma perspectiva negativa sobre o futuro de uma companhia. Em tese, como se sabe, o endividamento pode fazer uma empresa ser mais ou menos rentável.
38. Mesmo que a administração tenha pretendido defender que, no caso específico da Coelba, o endividamento estaria em nível excessivamente elevado, não resta claro o que se deve entender por um nível elevado e por que ele levaria a uma inaplicabilidade desse critério. A mera alusão a um

“nível elevado” de alavancagem, sem detalhes adicionais, não é suficiente para justificar o afastamento de qualquer critério previsto na Lei.

39. Cabe ressaltar que, embora informações sobre o perfil de endividamento da Companhia encontrem-se presentes nas demonstrações financeiras divulgadas ao mercado, há aspectos que dependem da perspectiva da administração (por exemplo, análise do perfil e da origem do endividamento, das expectativas de sua evolução etc.) e que são importantes para permitir inferências precisas sobre a situação desse endividamento.
40. Em segundo lugar, declarar que não há outro meio de capitalização mais favorável em curto prazo também não parece ser motivo para que se desconsidere a avaliação do valor econômico da Companhia.
41. No caso em tela, trata-se de um aumento de capital via capitalização de créditos que o acionista controlador detém em face da Coelba, por meio da concessão de adiantamentos para futuro aumento de capital.
42. Assim sendo, os recursos concedidos pelo acionista controlador já se encontram à disposição da Companhia, restando ser realizada somente a conversão destes créditos em ações de sua emissão por um preço determinado pelos critérios previstos no art. 170, §1º, da Lei nº 6.404/76.
43. Dessa forma, entendo que a discussão reside somente na fixação do preço de emissão dentre aqueles critérios determinados em Lei. E a necessidade de o preço ser fixado de forma adequada permanece a mesma, haja ou não alternativas de financiamento disponíveis.
44. Para prevenir dúvidas sobre esse ponto, não está em discussão que uma companhia sem alternativas de financiamento eventualmente seja levada a emitir ações a preços mais baixos do que o faria se não estivesse nessa situação. A questão é que, ao final, algum preço precisará ser fixado e justificado; e “a falta de opções de financiamento” não é um fator que pese a favor ou contra qualquer critério de fixação do preço.
45. Não faz sentido, portanto, afirmar que determinado critério de fixação do preço não possa ser utilizado por conta da ausência de meios de capitalização mais favoráveis. Pelo contrário: a ausência de um critério plenamente justificado para a determinação do preço de conversão dos créditos detidos pelo controlador em ações dificulta a aferição da imparcialidade na tomada de decisão e, por conseguinte, não afasta a possibilidade da ocorrência de diluição injustificada de acionistas.
46. Cabe destacar que a análise das informações disponibilizadas previamente aos acionistas em operações de aumento de capital já é desenvolvida rotineiramente pela SEP no âmbito do Plano de Supervisão Baseado em Risco.
47. A referida operação, bem como a última operação de aumento de capital realizada pela Companhia - cujas condições são similares às encontradas na presente operação - não foram selecionadas para análise por esta Superintendência, de acordo com os critérios estabelecidos no aludido Plano, tampouco há registro de reclamações de investidores.
48. Contudo, isso não quer dizer que a SEP, sendo instada a se pronunciar a respeito das condições apresentadas no aumento de capital em tela, não possa concluir sobre a existência de ilegalidades na aludida operação.

#### Eventuais estudos sobre valor econômico da Companhia

49. Tendo em vista a declaração da administração da Coelba de que não se envolveu e não dispõe de avaliações da Companhia por seu valor econômico, e considerando ainda os limites de cognição sumária do rito previsto no art. 124, §5º, da Lei 6.404/76, entendo não ser possível identificar ilegalidades nesse ponto.
50. Tal constatação não impede que a questão eventualmente continue a ser apurada posteriormente.

#### **VII. Conclusão**

51. Pelos motivos expostos, concluo que a administração da Coelba não justificou, de forma pormenorizada, a escolha do critério de fixação do preço das ações a serem emitidas no aumento de capital a ser deliberado na AGE de 04.12.2017, contrariamente ao previsto no art. 170, §7º, da Lei

nº 6.404/76.

52. Portanto, sugiro o envio do processo à SGE, para posterior encaminhamento ao Colegiado, com sugestão de que tal ilegalidade seja declarada, sem necessidade de interrupção do prazo da AGE, nos termos do art. 124, §5º, II, da Lei 6.404/76. Alternativamente, caso o Colegiado vislumbre potenciais ilegalidades, porém entenda necessário prazo adicional para sua decisão, proponho a interrupção do prazo da AGE, na forma do mesmo dispositivo legal.

Atenciosamente,

Renato Reis de Oliveira

Analista

Raphael Souza

Gerente de Acompanhamento de Empresas 3

De acordo,

À SGE,

Fernando Soares Vieira

Superintendente de Relações com Empresas

Ciente.

À EXE, para as providências exigíveis.

Alexandre Pinheiro dos Santos

Superintendente Geral

---

[1] Referência ao processo RJ-2004-5476.

[2] Referência ao processo RJ-2009-8316.

[3] Processo Administrativo Sancionador nº RJ/2013/6294, julgado em sessão do Colegiado realizada em 16.11.2017.

[4] O que não significa necessariamente que a adoção do critério de cotação em bolsa de valores para a emissão das ações de pouca liquidez seja de todo vedada. Digo isto porque, em circunstâncias especiais, ligadas à inviabilidade dos critérios relacionados ao patrimônio líquido e valor econômico, esse critério pode ser seguido. Ver neste sentido, processo RJ-2006-0180.



Documento assinado eletronicamente por **Renato Reis de Oliveira, Analista**, em 29/11/2017, às 16:16, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Raphael Acácio Gomes dos Santos de Souza, Gerente**, em 29/11/2017, às 16:17, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Fernando Soares Vieira, Superintendente**, em



29/11/2017, às 16:24, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.

---



Documento assinado eletronicamente por **Alexandre Pinheiro dos Santos, Superintendente Geral**, em 29/11/2017, às 21:48, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.

---



A autenticidade do documento pode ser conferida no site [https://sei.cvm.gov.br/conferir\\_autenticidade](https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade), informando o código verificador **0397445** e o código CRC **746CDB47**.

*This document's authenticity can be verified by accessing [https://sei.cvm.gov.br/conferir\\_autenticidade](https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade), and typing the "Código Verificador" **0397445** and the "Código CRC" **746CDB47**.*

---

---

Criado por **RenatoR**, versão 6 por **RenatoR** em 29/11/2017 15:50:16.