



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº 19957.005983/2019-18

Reg. Col. nº 1675/20

| Acusados | Advogados |
|-------------------------------------|---|
| Aguinaldo Barbieri | Plínio Pinheiro Guimarães Neto OAB/RJ nº 78.176 |
| André Augusto Telles Moreira | |
| Dailton Pedreira Cerqueira | |
| Fernando Arronte Villegas | |
| Francisco de Almeida Soares Júnior | |
| José Eduardo Pinheiro Santos Tanure | |
| Marcus Moreira de Almeida | |
| Mário José Ruiz-Tagle Larrain | |
| Rogério Aschermann Martins | |
| Sandro Kohler Marcondes | |
| Solange Maria Pinto Ribeiro | |
| Eduardo Capelastegui Saiz | Carlos Augusto Leite Junqueira de Siqueira OAB/RJ nº 114.289 |
| Eunice Rios Guimarães Batista | |
| Fulvio da Silva Marcondes Machado | |
| Eduardo Valdes Sanchez | Julian Fonseca Peña Chediak OAB/RJ nº 78.241 |
| Francesco Gaudio | |
| Luiz Carlos Faria Ribeiro | |
| Nélio Henriques Lima | |
| Wagner dos Reis | |

Assunto: Pedido de produção de provas formulado por terceiros

Relator: Presidente Marcelo Barbosa

Relatório

Objeto e origem

1. Trata-se de pedido de produção de provas protocolado por 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 (“Requerentes”), fundos geridos pela Argucia Capital Gestão de Recursos Ltda. (“Argucia”) e acionistas da Coelba, para o esclarecimento de questões que entendem ser relevantes para o desfecho deste processo administrativo sancionador (“PAS”).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

2. O PAS apura a responsabilidade de administradores e membros do conselho fiscal da Companhia de Eletricidade do Estado da Bahia (“Companhia” ou “Coelba”) por supostas irregularidades em operações de aumento de capital da Companhia aprovadas em 20.07.2017, 26.01.2018 e 08.06.2018.

3. A acusação tem origem em investigações realizadas no âmbito do Processo CVM nº 19957.007943/2018-20, instaurado em decorrência de uma reclamação apresentada por fundos geridos pela Argucia, na qual alegavam, em síntese, que “*em três aumentos de capital consecutivos, no curto período de 1 (um) ano, foram praticados atos flagrantemente ilegais com único propósito de promover a subprecificação do preço de emissão de ações da Companhia*”, cujo efeito teria sido a “*diluição injustificada dos antigos acionistas*” (“Reclamação”)¹.

4. Após analisar a Reclamação e realizar suas investigações, a Superintendência de Relações com Empresas (“Acusação”) entendeu que algumas das condutas mencionadas pelos reclamantes apresentavam indícios suficientes de autoria e materialidade para a formulação de uma acusação em face acusados.

5. Tendo em vista que o pedido de produção de provas aborda argumentos de mérito relacionados às operações de aumento de capital objeto do PAS, cabe inicialmente relembrar o contexto fático em que se baseou a Acusação.

Operações questionadas neste PAS

6. Em 20.07.2017, o conselho de administração da Coelba aprovou um aumento de capital, no limite do capital autorizado, ao preço de R\$15,71 por ação, fixado com base no patrimônio líquido da Coelba em 31.12.2016 (“Primeiro Aumento de Capital”).

7. Para justificar o critério escolhido para fixar o preço das ações, os administradores da Coelba argumentaram que a cotação em bolsa (art. 170, §1º, inciso III) não seria o mais adequado, tendo em vista o baixo percentual de ações em circulação e o reduzido histórico de negociações². Sustentaram, ainda, que a perspectiva

¹ Doc. SEI 0577604, p. 3.

² Conforme o Aviso aos Acionistas da Coelba de 20.07.2017: “[n]o caso da companhia, o percentual de pulverização de suas ações é muito pequeno (1,37%) 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 de 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, aflorando os outros dois parâmetros (Valor Patrimonial e



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

de rentabilidade futura da Companhia (art. 170, §1º, inciso I) tampouco seria um bom parâmetro, por conta da alavancagem da Coelba à época e da ausência de outros meios de capitalização no curtíssimo prazo³.

8. No entanto, para a Acusação, a escolha desse critério não foi pormenorizadamente justificada. No seu entendimento, os esclarecimentos prestados pela Companhia para fundamentar sua escolha (referindo-se às obrigações financeiras, ao ciclo de revisão tarifária, à ausência de outros meios de capitalização no curtíssimo prazo para fazer frente a compromissos com credores) poderiam explicar a necessidade de capitalização da Coelba, mas não serviriam para os fins do art. 170, §7º, da Lei nº 6.404/1976⁴. Assim, ainda que a justificativa com relação à cotação de mercado (isto é, a baixa liquidez das ações da Coelba) tenha sido suficiente, a Acusação entendeu que a administração não logrou demonstrar por que o critério de perspectiva de rentabilidade futura não poderia ser utilizado naquela ocasião.

9. Ao verificar o suposto descumprimento do art. 170, §7º, da Lei nº 6.404/1976, a Acusação concluiu que os membros do conselho de administração e da diretoria da Coelba à época do Primeiro Aumento de Capital deveriam ser responsabilizados também pela quebra do seu dever de diligência. Além disso, dado que os conselheiros fiscais da Coelba se manifestaram favoravelmente ao Primeiro Aumento de Capital, a Acusação entendeu que estes deveriam ser responsabilizados pela infração ao art. 153⁵ c/c arts. 166, §2º, e 170, §7º, da Lei nº 6.404/1976.

10. Já em 26.01.2018, foi realizada nova assembleia geral extraordinária da Coelba para deliberar sobre outro aumento de capital da Companhia (“Segundo Aumento de Capital”). Naquela ocasião, a administração havia optado por utilizar, como critério

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

³ De acordo com o Aviso aos Acionistas da Companhia de 20.07.2017: “[c]om 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 custos 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.”

⁴ “Art. 170 (...) § 7º A proposta de aumento do capital deverá esclarecer qual o critério adotado, nos termos do § 1º deste artigo, justificando pormenorizadamente os aspectos econômicos que determinaram a sua escolha.”

⁵ “Art. 153. O administrador da companhia deve empregar, no exercício de suas funções, o cuidado e diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração dos seus próprios negócios.”

⁶ “Art. 166 (...) § 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

para fixar o preço de emissão das ações, a perspectiva de rentabilidade futura da Coelba, calculada a partir de um laudo de avaliação elaborado por um assessor independente (“Laudo de Avaliação”)⁷.

11. Ocorre que, na visão da área técnica, o Laudo de Avaliação apresentava “*inconsistências técnicas objetivas*”⁸, que deveriam ter sido identificadas pelos administradores da Companhia. Neste sentido, aponta que o beta⁹ atribuído a Coelba seria elevado, o que teria causado uma diminuição no valor econômico por ação apurado no Laudo de Avaliação.

12. No entendimento da área técnica, ainda que a discussão sobre esse coeficiente seja complexa, o valor supostamente atípico do beta adotado, em contraposição aos valores que eram usualmente empregados pela Companhia¹⁰, somado ao contexto de questionamentos por parte dos reclamantes, deveriam ser entendidos pelos administradores como sinais de alerta, demandando, portanto, uma análise mais detida das premissas adotadas no Laudo de Avaliação.

13. Assim, ao aprovar o preço de emissão das ações no Segundo Aumento de Capital com base no Laudo de Avaliação, diretores e membros do conselho de

⁷ Para a análise do presente pedido, basta destacar que o Laudo de Avaliação calculou o valor econômico das ações da Companhia por meio do método do fluxo de caixa descontado, cuja metodologia pressupõe a aplicação de uma taxa de desconto, determinada pelo custo médio ponderado de capital (CMPC ou, no acrônimo em inglês, WACC). O cálculo do CMPC, por sua vez, demanda, entre outros elementos, a apuração do coeficiente beta.

⁸ Cf. §82 do termo de acusação.

⁹ O beta é uma medida relativa do risco não diversificável – ou seja, indica o grau de variabilidade do retorno de um ativo em resposta a uma variação do retorno de mercado. Conforme Aswath Damodaran: “[i]n the CAPM, the beta of an investment is the risk that the investment adds to a market portfolio” (*Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. 3rd Edition. New Jersey: WILEY, 2012, p 183). Este coeficiente, por sua vez, é multiplicado por um prêmio de risco para se calcular o custo de capital próprio de um investimento (K_e), a partir do modelo CAPM (*Capital Asset Pricing Model*). Com o custo de capital próprio pode-se, então, aferir o custo médio ponderado de capital (CMPC ou WACC) e, conseqüentemente, a taxa de desconto aplicado no método de fluxo de caixa descontado.

¹⁰ Segundo a Acusação, o “custo de capital, por sua vez, não pode ser dissociado do “*valuation*” da própria companhia. Se a companhia sistematicamente emprega o capital que obtém de forma a obter retornos inferiores ao custo com que remunera os fornecedores de capital, seu valor de mercado se reduz e, no limite, seu acesso a esse capital deixa de existir. Por outro lado, se a companhia emprega o capital de modo a gerar retornos maiores que os custos incorridos para ter acesso a esse capital, seu valor de mercado aumenta.

Para os fins deste processo, a relevância dessas ponderações é que, se houvesse indicações de que os administradores da Coelba vinham trabalhando com um custo de capital próprio de 17,9% ao ano, o Laudo BNP poderia não lhes ter chamado atenção. Porém, a Coelba não produziu nenhum dado nesse sentido e deu a entender que suas atividades são rotineiramente conduzidas sem considerar o custo de capital, o que é em si mesmo uma evidência de conduta negligente” (§§ 101-102 do termo de acusação).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

administração da Coelba teriam deixado de observar o art. 153 combinado com o art. 170, § 1º, ambos da Lei nº 6.404/1976¹¹.

14. Por fim, em 08.06.2018 foi aprovado novo aumento de capital da Coelba (“Terceiro Aumento de Capital”). Para fixar o preço de emissão das ações, a administração da Coelba adotou o mesmo valor econômico indicado no Laudo de Avaliação, utilizado no Segundo Aumento de Capital.

15. A Acusação entende que a falta de atualização do preço por ação pelo custo de capital apurado no Segundo Aumento de Capital ensejaria a responsabilização dos administradores da Coelba¹². Para a área técnica, ainda que o preço de emissão das ações tivesse sido fixado corretamente naquela operação, o Laudo de Avaliação não poderia ser reutilizado, automaticamente, no Terceiro Aumento de Capital, uma vez que as premissas adotadas para avaliar a Companhia teriam se modificado no período entre uma operação e outra.

16. Diante disso, a área técnica sustenta a responsabilização dos administradores, por violação ao art. 153 c/c art. 170, § 1º, e dos membros do conselho fiscal da Coelba, por infração ao art. 153 c/c art. 162, § 2º, e ao art. 170, § 1º, todos da Lei nº 6.404/1976.

Pedido de produção de provas

17. Tendo em vista as acusações formuladas, bem como os argumentos apresentados nas razões de defesa dos Acusados¹³, os Requerentes protocolaram pedido de produção de provas, sob o argumento de que, nos termos do art. 42 da Instrução CVM nº 607/2019, o relator do processo tem a prerrogativa de produzir as provas que julgar úteis para o esclarecimento dos fatos em discussão, *“além daquelas eventualmente requeridas pelo acusado em sua defesa”*.

18. Neste sentido, requerem, inicialmente, que a Companhia seja intimada a fornecer a lista de acionistas que não subscreveram ações no Primeiro Aumento de Capital, com a indicação do número de ações a que teriam direito de subscrever.

19. Isso porque, segundo os Requerentes, os Acusados buscam induzir o Colegiado em erro ao afirmar que o Primeiro Aumento de Capital teve a adesão de 99,84% do

¹¹ Em relação aos membros do conselho fiscal da Coelba, ainda que tenham se manifestado favoravelmente aos Segundo Aumento de Capital, a Acusação entendeu que, por não ser um órgão de gestão, seria plausível a tese de que estes não teriam ciência de que o custo de capital da Companhia indicado no Laudo de Avaliação apresentaria inconsistências. Ou seja, para eles, não haveria sinais de alertas que exigisse uma análise mais profunda do assunto.

¹² § 145 do termo de acusação.

¹³ Docs. SEI 0870592, 0870604 e 0870732.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

capital social da Coelba – e, por isso, não haveria que se falar em diluição injustificada neste caso. A seu ver, tal percentual “ *mascara o fato de que parte relevante da subscrição acima ocorreu no âmbito do exercício do direito de subscrição das sobras*”¹⁴.

20. Os Requerentes contestam, ainda, algumas explicações, dadas pelos Acusados, com o intuito de afastar a aplicação do critério de perspectiva de rentabilidade futura para definição do preço de emissão das ações no Primeiro Aumento de Capital, e de “*municiar a consultoria contratada para emissão de parecer dos elementos que lhe permitam corroborar a narrativa de que o WACC identificado estaria correto*”¹⁵ (“Parecer Técnico”).

21. Para os Requerentes, os relatórios de *rating* da Companhia, emitidos no período de 2016 a 2018, demonstram que a Coelba não se encontrava na situação de endividamento apresentada pelos Acusados e, mais do que isso, o endividamento existente à época não levaria às conclusões por eles sustentadas.

22. Além disso, destacam que, na época em que foi realizado o Primeiro Aumento de Capital, a Neoenergia S.A. (“Neoenergia”), acionista controladora da Coelba¹⁶, estava em meio a um processo de registro de oferta pública de ações. Embora tenha desistido da oferta, os Requerentes alegam que foram realizadas “*reuniões preparatórias com analistas de sell side sobre seu plano de negócios e reuniões de pilot fishing com investidores*”¹⁷, além de reuniões de *investor education* e *roadshows* com executivos da Companhia.

23. Naquelas ocasiões, teriam sido apresentadas informações sobre a Coelba (ativo relevante da Neoenergia) que, segundo os Requerentes, “*contradizem frontalmente as premissas que estão sendo apresentadas neste momento*”¹⁸. Em uma reunião realizada em novembro de 2017, por exemplo, executivos da Neoenergia (que também ocupavam cargos na Companhia) teriam apresentado informações dissonantes daquelas adotadas como premissas para as conclusões do Parecer Técnico. Os Requerentes ressaltam, inclusive, que, se instados pela Autarquia, poderiam depor sobre as informações que

¹⁴ Doc. SEI 1105757, p. 3 – os destaques foram omitidos. Conforme os Requerentes apuraram, com base em dados públicos, pelo menos 37% das ações de titularidade dos acionistas minoritários não exerceram seu direito de subscrição – isso sem contar eventuais acionistas que tenham cedido este direito.

¹⁵ Doc. 1105757, p. 5.

¹⁶ Vale destacar que, segundo os Requerentes, a estrutura administrativa da Coelba, em grande medida, replicava a da Neoenergia, sendo que diversos Acusados acumulavam funções nas duas empresas.

¹⁷ Doc. 1105757, p. 6.

¹⁸ Doc. 1105757, p. 6.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

foram prestadas naquele encontro, bem como analisar seu impacto nas questões discutidas neste PAS.

24. Diante disso, requerem: (i) sejam juntados aos autos deste PAS os relatórios de *rating* mencionados, “fazendo prova da situação financeira e de endividamento da Companhia, por ocasião dos Aumentos de Capital”¹⁹; (ii) a Neoenergia e o então coordenador da oferta sejam notificados para fornecer a gravação ou transcrição do(s) *NetRoadshow*(s) realizados em novembro de 2017; e (iii) seja deferido o depoimento pessoal dos “analistas dos coordenadores do IPO para confirmar se as informações prestadas pelos Administradores da Companhia e ora Acusados, no âmbito do referido processo de IPO, correspondem às premissas que estão sendo agora fornecidas na Defesa”²⁰.

25. Por fim, os Requerentes alegam que o Parecer Técnico, utilizado para sustentar diversos argumentos nas razões de defesa, especialmente quanto à adequação do critério adotado para fixar o preço de emissão no Primeiro Aumento de Capital e da metodologia utilizada no Laudo de Avaliação, apresenta “*graves equívocos técnicos e conceituais*”²¹, que poderiam ser esclarecidos por eles. Neste sentido, mencionam, por exemplo:

“a incoerência grave e insuperável entre a) considerar adequada a escolha da metodologia, como utilizada pelo BNP, para estimar o Beta no Laudo de Avaliação; b) a variação da estimativa do Beta gerada por esta mesma metodologia nas datas dos respectivos aumentos de capital; c) e o que se espera de uma estimativa de Beta consistente a luz das informações prestadas, especialmente quando se afirma na argumentação que não teria havido alteração relevante no risco da Coelba e do setor de distribuição entre o Segundo e Terceiro Aumentos de Capitais, que justificasse mudança em premissas relevantes.”²²

¹⁹ Doc. 1105757, p. 6

²⁰ Doc. SEI 1105757, p. 7. Os Requerentes apresentam os seguintes questionamentos que poderiam ser respondidos pelos analistas “foi apresentado pela Neoenergia plano de negócios contendo estimativas de itens como Receita, Ebitda e RAB para os anos seguintes? Em que data estas estimativas foram apresentadas pela Neoenergia? As estimativas apresentadas continham estimativas segregadas por subsidiárias, em especial Coelba? No referido plano de negócios foram apresentadas estimativas de crescimento da RAB da Coelba, em especial relacionadas ao quinto ciclo de revisão tarifária da Coelba? Qual era a confiança dos administradores com relação a revisão tarifária e glossa na revisão tarifária de Coelba e Cosem? Os Analistas realizaram estimativas de valor justo para a Neoenergia e suas subsidiárias, em especial Coelba? Qual o custo de capital (KE e WACC) utilizado em sua avaliação? Qual o valor justo encontrado em sua avaliação da Companhia e de suas subsidiárias, em especial Coelba?” (doc. SEI 1105757, p. 7).

²¹ Doc SEI 1105757, p. 8.

²² Doc. SEI 105757, p. 8. Os Requerentes também (i) discordam do argumento do Parecer Técnico, no sentido de que o modelo fatorial naturalmente geraria betas mais elevados; (ii) defendem que a utilização de um modelo regional seria uma recomendação do MSCIBarra, desconhecida pelo Laudo de Avaliação



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

26. Assim, por entenderem que poderiam auxiliar na análise relativa ao Laudo de Avaliação e as alegadas inconsistências no Parecer Técnico, os fundos geridos pela Argucia requerem seja deferida a prestação de seus esclarecimentos sobre o assunto, “na forma de apresentação ao Relator e/ou ao Colegiado, acompanhada de Power Point, ou outra forma que se considerar adequada para tal finalidade, notadamente tratando das inconsistências acima sintetizadas e seus impactos para as conclusões defendidas na opinião”²³.

Manifestação dos Acusados

27. Ante o pedido de produção de provas, os Acusados se manifestaram nos autos deste PAS, alegando que os Requerentes “buscam se intrometer no processo de maneira ilegítima, trazendo informações que, ou já foram anteriormente apresentadas, ou são absolutamente irrelevantes para o deslinde do mérito, ou referem-se a aspectos sequer considerados no próprio Termo de Acusação”²⁴. Assim, alegam que os fundos geridos pela Argucia não possuem capacidade processual para postular a dilação probatória neste PAS, uma vez que não são partes no processo e não foram aceitos como *amicus curiae* (tendo em vista, por exemplo, a ausência de neutralidade).

28. Adicionalmente, os Acusados sustentam que o pedido de produção de provas estaria escorado em fundamentos inadequados, além de tratar de matérias já abordadas pelos Requerentes em outras ocasiões, como as discussões relativas à adesão ao Primeiro Aumento de Capital e ao depoimento daqueles que participaram da apresentação de *NetRoadshow* da oferta pública de ações da Neoenergia em novembro de 2017.

29. Com relação às críticas ao Parecer Técnico, os Acusados defendem que os procedimentos adotados para sua elaboração estão em linha com a literatura acadêmica sobre o assunto e repisam as conclusões expostas no documento²⁵.

30. Diante disso, os Acusados pleiteiam o indeferimento da produção de provas e o desentranhamento do pedido de produção de provas e seus respectivos anexos dos autos do PAS.

e pelo Parecer Técnico; e (iii) afirmam que o Parecer Técnico, ao tratar das incertezas relacionadas ao critério para fixação de preço das ações no Primeiro Aumento de Capital, se fundamenta em determinadas incertezas que teriam pouco impacto na avaliação da Companhia, mas não trata do aumento de sua base líquida de ativo.

²³ Doc. SEI 105757, p. 11.

²⁴ Doc. SEI 1116095, p. 2.

²⁵ Cf. doc. SEI 1116095, pp. 4-5.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

É o relatório.

Voto

1. Trata-se de pedido de produção de provas protocolado por fundos geridos pela Argucia, acionistas da Coelba, no qual requerem, basicamente, a apresentação de documentação suplementar, o depoimento de pessoas envolvidas no processo de oferta pública de ações da Neoenergia e a prestação de esclarecimentos, por parte dos próprios Requerentes, acerca de aspectos técnicos relacionados ao Laudo de Avaliação e ao Parecer Técnico.

2. Embora os Requerentes não sejam parte neste PAS (e nem atuem como *amicus curiae*, como já decidido pelo Colegiado²⁶), apresentam pedido de produção de provas, com base no art. 42 da Instrução CVM nº 607, o qual prevê que o relator do processo poderá “*determinar, a qualquer tempo, a realização de diligências, além daquelas eventualmente requeridas pelo acusado em sua defesa*”. Os Acusados, por sua vez, defendem, em síntese, a impropriedade do pedido, a ilegitimidade de quem o apresenta e a desnecessidade das provas requeridas.

3. Ao tratar da inadmissibilidade da atuação dos Requerentes como *amicus curiae*, ressaltai que o relator deste PAS poderia solicitar diligências adicionais após uma análise mais detida dos autos, inclusive em decorrência de provocação dos reclamantes²⁷. Como tais diligências podem ser determinadas independentemente da intenção das partes, não vejo motivos para simplesmente ignorar os pontos supostamente controvertidos, alegados pelos Requerentes, apenas por terem sido apresentados por um terceiro que não integra o processo. Mais do que isso: afastar a necessidade de dilação probatória sob essa fundamentação significaria nada menos que desconsiderar decisão do Colegiado neste mesmo processo.

²⁶ Cf. ata de reunião do Colegiado de 17.03.2020 (doc. SEI 0976366).

²⁷ Ao analisar o pedido de reconsideração da decisão do Colegiado de 17.03.2020, afirmei que “os Requerentes igualmente poderão, caso queiram, peticionar ao relator informando que podem contribuir para o deslinde da questão sob apreço por meio da apresentação de esclarecimentos. Desta forma, caberá ao relator avaliar a pertinência do pedido e decidir, indicando que esclarecimentos serão relevantes, de que forma poderão ser prestados e outros aspectos que julgue importantes, com base nas particularidades do caso” (doc. SEI 098623). O Colegiado, por unanimidade, acompanhou essa decisão em reunião realizada no dia 05.05.2020.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

4. No meu entendimento, caso as provas requeridas sejam condizentes com o objeto do processo, aptas a resolver pontos controvertidos e o pedido, devidamente fundamentado, o relator poderá, à luz dos argumentos apresentados, decidir pela dilação probatória – desde que, é claro, respeitados o contraditório e a ampla defesa²⁸ –, tendo em vista a margem de discricionariedade conferida pelo art. 42 da Instrução CVM nº 607/2019.

5. Feito este esclarecimento inicial, passo à análise do mérito do pedido.

6. O primeiro pedido dos Requerentes é a intimação da Companhia para que forneça a lista de acionistas que não subscreveram o Primeiro Aumento de Capital, indicando o número de ações a que teriam direito de subscrever na operação, com o intuito de afastar o argumento dos Acusados de que a capitalização da Coelba teve adesão de 99,84% do capital social da Coelba e, por isso, não haveria que se falar em diluição injustificada.

7. Ocorre que a acusação relacionada ao Primeiro Aumento de Capital trata da justificativa fornecida pelos administradores da Companhia para escolha do critério de fixação do preço de emissão das ações nessa operação. Logo, a análise a ser empreendida pelo Colegiado está restrita à documentação apresentada pela Coelba no momento em que deliberou sobre o aumento de capital, a fim de verificar se os aspectos econômicos que determinaram a escolha do referido parâmetro foram justificados pormenorizadamente, como exige o §7º do art. 170 da lei acionária.

8. Por este motivo, não me parece que seja relevante para o desfecho do caso, sobretudo no que tange ao Primeiro Aumento de Capital, verificar qual foi o grau de adesão dos acionistas à operação.

9. Ainda que o termo de acusação combine a acusação de violação do art. 170, §7º, da Lei nº 6.404/1976 com a suposta infração ao art. 153 e, conforme o caso, também com o art. 166, §2º, não vejo como a verificação do dever de diligência dos administradores e membros do conselho fiscal passaria, neste caso e diante desse enquadramento jurídico, por um exame da quantidade de acionistas que subscreveram suas ações no Primeiro Aumento de Capital.

10. Com relação aos relatórios de *rating* mencionados pelos Requerentes, considero adequada sua juntada aos autos deste PAS, até mesmo para que os Acusados tenham a oportunidade de se manifestar especificamente sobre seu conteúdo e esclarecer se os

²⁸ Neste sentido, vale destacar os artigos 45 e 46 da Instrução CVM nº 607/2019.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

documentos efetivamente impactam seus argumentos relacionados à situação financeira da Companhia, especialmente no que tange ao Primeiro Aumento de Capital e à justificativa apresentada, naquela ocasião, para a escolha do critério para fixação do preço de emissão das ações.

11. Da mesma forma, entendo que a juntada da gravação ou transcrição do(s) *NetRoadshow*(s) realizado(s) em novembro de 2017 (ou, ainda, eventuais registros e documentos relacionados às reuniões realizadas naquela época) também poderá corroborar para a formação da convicção do Colegiado sobre a controvérsia suscitada pelos Requerentes, especialmente no que tange aos argumentos apresentados na defesa, com o intuito de justificar a escolha do critério adotado para o Primeiro Aumento de Capital.

12. Além disso, os Requerentes alegam que o Parecer Técnico adota como premissa as informações financeiras da Coelba fornecidas pelos Acusados, que seriam dissonantes daquelas apresentadas em novembro de 2017. Como as defesas dos Acusados fazem diversas referências ao Parecer Técnico ao tratar do Segundo Aumento de Capital, sobretudo para justificar a metodologia adotada pelo Laudo de Avaliação, entendo que eventual documentação relacionada à reunião mencionada pelos Requerentes poderá ser útil para esclarecer se as premissas adotadas pela parecerista são condizentes com a visão da administração à época dos fatos questionados neste PAS.

13. Por outro lado, não me parece que sejam necessários os depoimentos dos analistas dos coordenadores da oferta “*para confirmar se as informações prestadas pelos Administradores da Coelba e ora Acusados, no âmbito do processo de IPO, correspondem às premissas que estão sendo agora fornecidas na Defesa*”²⁹, tendo em vista o deferimento do pedido de apresentação da gravação ou transcrição do(s) *NetRoadshow*(s). Afinal, com a juntada da documentação indicada nesta decisão, parece-me razoável supor que haverá nos autos elementos suficientes para permitir uma conclusão quanto à situação financeira da Companhia à época dos fatos e, conseqüentemente, acerca da verossimilhança dos argumentos apresentados pelos Acusados sobre as premissas econômicas da Coelba³⁰.

²⁹ Doc. SEI 1105757, p. 7.

³⁰ Neste sentido, o então Diretor Henrique Machado, ao analisar pedido de produção de provas no âmbito do PAS CVM nº RJ2014/6517, j. em 14.03.2017, asseverou que “o relator deverá deferir a produção de prova sempre que tal medida revelar-se necessária para a formação de sua convicção, sem, contudo, impor ônus excessivo ou desnecessário aos acusados, às testemunhas e à própria administração pública”.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

14. Por esses motivos, tampouco me parece pertinente a oitiva dos Requerentes com a finalidade de apurar as informações que foram prestadas na apresentação de novembro de 2017.

15. Por fim, entendo que o pedido dos Requerentes de prestação de esclarecimentos quanto ao Laudo de Avaliação e as alegadas inconsistências no Parecer Técnico não deve prosperar.

16. Como já destaquei em outra oportunidade, os Requerentes não estão em uma posição de neutralidade quanto ao desfecho deste PAS:

“não há dúvidas quanto à motivação da Argúcia: há, de sua parte, a crença de que, caso admitido como *amicus curiae*, terá maiores condições de fazer valer seu entendimento sobre questões discutidas no Processo e, com isso, aumentará a possibilidade de êxito da tese acusatória, o que, por sua vez, poderá beneficiar indiretamente os fundos sob sua gestão, que são acionistas da Companhia, em eventuais enfreteamentos que mantenha contra os acusados ou a Coelba.

Portanto, os Recorrentes, ao contrário do que alegam, não se encontram em posição de neutralidade. Com efeito, foram os responsáveis pela instauração do Processo de Origem que, ao final, resultou neste Processo. Além disso, eles se manifestaram a respeito das propostas de termo de compromisso apresentadas pelos acusados, na qual adentram em considerações sobre o mérito do caso que vão além daquilo que cabe ao próprio Colegiado ao analisar a conveniência e oportunidade do termo.

Além disso, tampouco me parece que o interesse da Argúcia no processo tenha um caráter mais amplo ou seja ligado a uma questão de mercado que ultrapasse seu interesse individual e permita, ainda que em tese, assegurar algum nível de neutralidade e militar em favor de sua admissão no processo. Isso porque os Recorrentes, geridos pela Argúcia, são acionistas da Companhia e alegam terem sido lesados pelos atos apurados neste Processo. Embora eventual decisão condenatória da CVM não resulte na reparação do alegado dano sofrido, não há dúvidas que o seu desfecho pode impactar (ainda que indiretamente, mas, a meu ver, o suficiente para gerar um interesse pessoal na causa) a esfera jurídica dos Recorrentes”³¹

17. Ou seja, ao prestar os esclarecimentos solicitados, não me parece que os Requerentes o farão a partir de uma posição desinteressada. Pelo contrário, ao analisar os autos, fica claro que discordam das decisões tomadas pelos administradores da Coelba e entendem que estes devem ser condenados. Tampouco se pode descartar, neste momento, a possibilidade de os Requerentes terem interesses, ainda que indiretos, na condenação dos Acusados.

³¹ Doc. SEI 0971113.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

18. Caso o pedido fosse deferido, os Requerentes atuariam como uma espécie de assistente da acusação, figura não prevista nas regras que disciplinam o processo administrativo sancionador no âmbito da CVM nem mesmo nas que tratam do processo administrativo em sentido amplo. Ainda que tenham contribuído para a formulação da acusação – afinal, foi a Reclamação que deu origem ao PAS – a atividade sancionadora desta Autarquia deve ser exercida e conduzida pela área técnica responsável pela supervisão dos Acusados³².

19. Além disso, embora tenha mencionado na decisão relativa ao incidente processual de *amicus curiae* que, após uma análise aprofundada dos autos, nada impediria o relator de solicitar uma “*manifestação acerca de pontos específicos que possam ser esclarecidos por terceiros, que certamente será avaliada com o devido grau de cuidado, uma vez que não gozará da imparcialidade típica do amicus curiae*”³³, não me parece que seja o caso de uma manifestação nestes termos e, ainda que fosse, entendo que, pelas razões acima apontadas, a Argúcia não seria a mais indicada para prestar eventuais esclarecimentos sobre o Laudo de Avaliação e o Parecer Técnico.

20. Diante disso, considero descabida e desnecessária a prestação de esclarecimentos por parte dos Requerentes.

21. Por todo o exposto e com fundamento no art. 42 da Instrução CVM nº 607/2019, proponho a manutenção dos docs. SEI 1105756, 1105757, 1105758 e 1105759 nos autos deste PAS e seu encaminhamento à Divisão de Controle de Processos Administrativos – CCP, para que intime os Acusados para se manifestarem a respeito dos relatórios de *rating* apresentados pelos Requerentes³⁴ no prazo de 15 dias, nos termos do art. 46 da Instrução CVM nº 607/2019.

22. Por fim, determino que a Superintendência de Relações com Empresas adote as providências cabíveis para que a Neoenergia e o coordenador da oferta, BB Banco do Brasil Investimento S.A., forneçam a gravação ou transcrição do(s) *NetRoadshow*(s) realizado(s) em novembro de 2017, ou, ainda, eventuais registros e documentos que estejam sob sua guarda, relacionados ao(s) evento(s). Após sua juntada nos autos deste PAS, a CCP deverá intimar os Acusados para que se manifestem acerca da prova a ser produzida, como prevê a regulamentação aplicável.

³² Exceto, é claro, no caso de inquérito administrativo, que deve ser conduzido pela Superintendência de Processos Sancionadores (art. 9º da Instrução CVM nº 607/2019).

³³ Doc. SEI 0971113.

³⁴ Docs. SEI 1105758 e 1105759.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

É como voto.

Rio de Janeiro, 9 de março de 2021

Documento assinado eletronicamente por

Marcelo Barbosa
Presidente Relator