



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Relatório nº 63/2019-CVM/SEP/GEA-3

Para: GEA-3

DE: Rodrigo Paiva Gonçalves

ASSUNTO: Análise de informações e operações

Senhor Gerente,

Trata-se da análise de recurso interposto pela GAFISA S.A. (“Gafisa” ou “Companhia”) ao Colegiado da CVM, frente a entendimento exarado pela Superintendência de Relações com Empresas (“SEP”) no Ofício nº 110/2019/CVM/SEP/GEA-3 de 10.05.2019 relativo às condições do aumento de capital (“Operação” ou “Aumento de Capital”) proposto pela Companhia em aviso aos acionistas datado de 15 de abril do corrente.

I - Da Operação

2. Conforme Aviso aos Acionistas de 15.04.2019 (“Aviso Original”), republicado em 18.04.2019 e 26.04.2019 (este último, o “Aviso Republicado”), o Aumento de Capital proposto tem como objetivo captar recursos que serão alocados para fazer face ao Plano Estratégico, e atender à demanda de liquidez para fazer frente aos desafios objetivos de curto e médio prazo para otimizar as atividades da Gafisa, de modo a reforçar a sua estrutura de capital e melhorar a relação da dívida líquida sobre patrimônio líquido.
3. O Aumento de Capital será realizado mediante a emissão, para subscrição privada, de 26.273.962 (vinte e seis milhões, duzentas e setenta e três mil, novecentas e sessenta e duas) todas nominativas, escriturais e sem valor nominal.
4. A Companhia informa no Aviso Republicado, que o preço de emissão por ações segue a seguinte lógica:

“O preço base da emissão será de R\$ 6,02 (seis reais e dois centavos) por ação, fixado com base no artigo 170, §1º, incisos I e III, da Lei nº 6.404/76, sendo-lhe aplicado um bônus escalonado: (i) 15% (quinze por cento) aplicado sobre o preço base da emissão no exercício do direito de preferência, a um preço de R\$ 5,12 (cinco reais e doze centavos) por ação ON; e (ii) adicional de 3% (três por cento), no valor de R\$ 4,96 (quatro reais e noventa e seis centavos) por ação ON, na subscrição das sobras.”
5. Ou seja, para os subscritores do direito de preferência, segundo a Companhia, “o bônus atingido no exercício das sobras totaliza o percentual máximo de 17,55% (dezessete inteiros e cinquenta e cinco centésimos por cento).” Mais especificamente, “o bônus parte de 15% (quinze por cento), no exercício do direito de preferência na subscrição de ações, e atinge 17,55% (dezessete inteiros e cinquenta e cinco centésimos por cento) na subscrição das sobras.”
6. A Companhia explica no aviso aos acionistas de que “dentre os

critérios de determinação do preço, aqueles que refletem de forma mais adequada o preço das ações da companhia, ou seja, que representam o valor mais próximo da realidade de mercado, são o da perspectiva de rentabilidade futura e o da cotação em bolsa”.

7. A Gafisa prossegue na sua justificativa para o preço de emissão e bônus adotados citando que “considerando a necessidade de captação de recursos da Companhia, o deságio, aplicado em função das condições de mercado, conforme facultado pelo artigo 170, §1º, inciso III, da Lei nº 6.404/76, tem por função estimular a adesão pelos acionistas da Companhia e, ao mesmo tempo, obter de determinados investidores uma garantia de subscrição de parte do Aumento de Capital”.
8. Assim, nas palavras da Companhia, “os 15% (quinze por cento) iniciais de deságio têm como objetivo (i) conferir vantagem adicional para os subscritores de ações no Aumento de Capital; (ii) reforçar a estrutura de capital da Companhia para fazer frente aos desafios objetivos de curto e médio prazo para a recuperação das atividades da Companhia; e (iii) reforçar o comprometimento dos subscritores que participarem da capitalização da Companhia. Os 3% (três por cento) adicionais de deságio, quando do rateio das sobras, além de reafirmar os objetivos acima delineados, teriam como justificativa reverter em benefício dos acionistas participantes do aumento, eventual comissão para os agentes autônomos que atuariam na intermediação das ações da Companhia com potenciais investidores”.
9. A Companhia esclarece que, caso ocorra a Subscrição Integral, o preço de emissão global será de R\$ 134.522.685,44 e destinado ao capital social, de forma que o capital social da Companhia passará de R\$ 2.521.318.365,26, dividido em 44.757.914 ações ordinárias, para, na hipótese de subscrição integral das ações no exercício do direito de preferência, R\$ 2.655.841.050, dividido em 71.031.876 ações ordinárias.
10. Foi assegurado aos acionistas da Companhia o direito de preferência para subscrever as novas ações, nos termos do artigo 171 da Lei nº 6.404/76, com base na participação de titularidade dos acionistas no encerramento do pregão da B3 na data de 23 de abril de 2019.
11. Em relação ao potencial de diluição a Companhia informa que, considerando o montante máximo do Aumento de Capital, esta pode chegar até 36,99%.
12. Por fim, a Gafisa comunica que a homologação do aumento de capital se dará apenas caso este se concretize integralmente.

II - Histórico

13. O processo CVM nº 19957.004478/2019-56 originou-se da análise, no âmbito do Plano Bienal de Supervisão Baseada em Risco (SBR), de aumento de capital por subscrição privada divulgado pela Gafisa no aviso aos acionistas de 15.04.2019.
14. Em resumo, o aviso aos acionistas de 15.04.2019 informava que o Conselho de Administração da Companhia havia aprovado o aumento do capital social da companhia, informando as condições da Operação e procedimento a serem adotados pelos acionistas que desejassem subscrever as novas ações.
15. O aviso aos acionistas do dia 15.04.2019 (0737655) foi analisado pela Superintendência de Relações com Empresas, que identificou inconsistências na redação do documento, além da falta de informações e

documentos exigidos pela Lei 6404/76 e pela Instrução CVM 480/09, nos casos de operações dessa natureza.

16. Adicionalmente, a SEP verificou que o aumento de capital proposto previa a aplicação de dois deságios escalonados sobre o preço de emissão, de maneira que, na prática, a operação teria três preços de emissão. Não restou claro, adicionalmente, que critério foi utilizado para a fixação do preço de emissão ou dos bônus que incidem sobre ele.
17. As falhas e inconsistências identificadas pela Superintendência foram comunicadas à Companhia no Ofício nº 86/2019/CVM/SEP/GEA-3, de 18.04.2019, que solicitou o refazimento do referido aviso aos acionistas de forma que fossem divulgadas ao mercado as informações faltantes e os devidos esclarecimentos.
18. O Ofício nº 86/2019/CVM/SEP/GEA-3 também solicitou a cronologia dos eventos relacionados que culminaram na realização da Operação, bem como a manifestação da Companhia quanto aos dispositivos legais em que se apoiava para a proposição da estrutura de preço de emissão apresentada no Aviso Original a manifestação de comitês e outros órgãos internos acerca da Operação, incluindo, mas não se limitando, aos cálculos que suportaram o preço de emissão e bônus propostos para a Operação.
19. A Companhia atendeu às solicitações contidas no Ofício nº 86/2019/CVM/SEP/GEA-3, reapresentando, em 18.04.2019 e 26.04.2019 (“Aviso Republicado”), o Aviso aos Acionistas de forma a fazer constar as informações solicitadas no referido expediente, e apresentou resposta aos demais questionamentos do ofício em manifestação encaminhada a SEP por meio de correspondência eletrônica em 03.05.2019 (0750406).
20. Com base no Aviso Reapresentado e nas informações enviadas em atenção ao Ofício nº 86/2019/CVM/SEP/GEA-3, a SEP manifestou seu entendimento em relação à Operação por meio do Ofício nº 110/2019/CVM/SEP/GEA-3, de 10.05.2019, enviado ao DRI da Companhia, nos seguintes principais termos:
 - a. Verificamos, nas referidas comunicações que, em relação à fixação do preço de emissão do aumento de capital, a Companhia “considerou os três critérios de fixação de preço informados pela lei 6.404/76, no §1º do seu artigo 170.”
 - b. Verificou-se também que consta do Aviso aos Acionistas republicado em de 26.04.2019, que o preço de emissão do Aumento de Capital foi “fixado com base no artigo 170, §1º, incisos I e III, da Lei nº 6.404/76, 6, sendo-lhe aplicado um bônus escalonado: (i) 15% (quinze por cento) aplicado sobre o preço base da emissão no exercício do direito de preferência, a um preço de R\$ 5,12 (cinco reais e doze centavos) por ação ON; e (ii) adicional de 3% (três por cento), no valor de R\$ 4,96 (quatro reais e noventa e seis centavos) por ação ON, na subscrição das sobras.”
 - c. Não é possível, portanto, com base nas comunicações da Companhia, concluir de que forma os critérios elencados no artigo 170, §1º da Lei 6.404/76 (“LSA”) foram utilizados para a definição do preço de emissão das ações no referido aumento de capital.
 - d. A Companhia afirma que “tomou como base principal para a fixação do preço de emissão das ações a perspectiva de rentabilidade futura, cujo intervalo de preço é o de R\$ 6,31 e R\$ 5,73, sendo seu ponto médio o de R\$ 6,02, o qual foi aceito como referência para o caso”, tendo

aplicado sobre esse preço um deságio de 15%, que levou o preço de emissão para R\$ 5,12, fora, portanto, da faixa de valores informada como resultado do estudo de perspectiva de rentabilidade futura, constante do laudo de avaliação elaborado pela Eleven Financial Research.

e. Adicionalmente, cabe ressaltar que a aplicação de deságio, nos termos do artigo 170, §1º, só é prevista nos casos em que o preço de emissão é determinado pela a cotação de suas ações em Bolsa de Valores ou no mercado de balcão organizado, e mesmo assim, somente em função de condições de mercado, não havendo previsão legal para aplicação de deságio sobre preço de emissão definido por perspectiva de rentabilidade futura.

f. Por fim, verifica-se a ocorrência de três diferentes preços de emissão no aumento de capital: o preço de R\$6,02 por ação, a ser aplicado como referência em eventual leilão, o preço de R\$ 5,12 por ação, a ser aplicado no exercício do direito de preferência dos acionistas e R\$ 4,96 por ação, a ser aplicado na rodada de distribuição de sobras não subscritas pelos atuais acionistas. A nosso ver, a definição de preços diferentes para uma mesma espécie de ações em um aumento de capital não encontra previsão legal ou regulamentar.

21. A Companhia se manifestou frente ao entendimento da SEP em 17.05.2019, informando que (i) prosseguiria com a Operação em curso e (ii) apresentaria recurso ao Colegiado da CVM.

22. Em 27.05.2019 a Companhia protocolou, nos termos da Deliberação CVM 463/03, recurso ao Colegiado da CVM contra o entendimento exarado pela SEP no Ofício nº 110/2019/CVM/SEP/GEA-3, recurso este que é objeto do presente relatório de análise.

23. Em relação à Operação, no momento em que o presente relatório é produzido, esta se encontra em fase de subscrição de sobras, transcorrida a fase do exercício do direito de preferência, em que houve adesão de 46,32% do Aumento de Capital

III - Do Recurso

24. A Companhia apresentou recurso tempestivamente em 27.05.2019. O recurso apresentado pela Companhia vai contra o entendimento da SEP e defende a regularidade dos procedimentos adotados na Operação. Adicionalmente, a Companhia solicita “a concessão de efeito suspensivo da decisão da SEP que aponta irregularidades no Aumento de Capital”.

25. Quanto ao pedido de efeito Suspensivo, a SEP se manifestou através do Ofício nº 129/2019/CVM/SEP/GEA-3, de 30.05.2019, nos seguintes termos:

a. cabe esclarecer que, até o presente momento, foram solicitadas à Companhia manifestações, esclarecimentos e a reapresentação do Aviso aos Acionistas que trata da operação nos termos do Ofício nº 86/2019/CVM/SEP/GEA-3 de 18.04.2019, que trouxeram os elementos que embasaram o entendimento exarado pela Superintendência de Relações com Empresas no Ofício nº 110/2019/CVM/SEP/GEA-3 de 10 de maio de 2019, todos atendidos pela Companhia.

b. Dessa forma, entendemos não ser aplicável efeito suspensivo sobre entendimento manifestado pela Superintendência.

- c. Não obstante, tendo em vista a interposição do Recurso, esclarecemos que, caso a Superintendência de Relações com Empresas mantenha o entendimento informado por meio do Ofício nº 110/2019/CVM/SEP/GEA-3, a SEP não irá apurar responsabilidades relacionadas à operação, enquanto o Colegiado da CVM não se manifestar sobre o mencionado Recurso.
- d. Por fim, ressaltamos que após a eventual manifestação do Colegiado da CVM, a depender de seu teor, os administradores da Companhia estarão sujeitos à apuração de responsabilidade em relação aos procedimentos adotados em toda a operação.

26. Quanto aos motivos pelos quais a Companhia defende a regularidade do aumento de capital, os mesmos podem ser resumidos nos itens abaixo:

- a. Existe apenas um Preço de Emissão, ao qual foi aplicado um deságio;
- b. o Preço de Emissão foi definido com base nos incisos I e III do §1º do art. 170 da Lei 6.404/76, que permite a aplicação conjunta dos critérios lá elencados;
- c. a fixação do preço de Emissão respeitou o disposto no §7º do art. 170 da Lei 6.404/76;
- d. não há vedação expressa na Lei ou Norma a que uma operação de aumento de capital tenha mais de um valor, e por isto a SEP estaria aplicando ao regime privado regra de Direito Público;
- e. a Operação é indispensável para a saúde financeira da Companhia e ocorre no melhor interesse dos acionistas;

27. Adicionalmente o Recurso traz pareceres de antigos membros do Colegiado da CVM, a saber, Otávio Yazbek e Luciana Dias, que trazem argumentos adicionais defendendo a legalidade dos procedimentos adotados pela Companhia na Operação.

28. O Sr. Yazbek defende, em resumo, que os critérios definidos no art. 170 §1º da Lei 6.404/76 são balizas que autorizam certa discricionariedade no preço, e por isso os valores obtidos pela aplicação dos parâmetros podem ser ajustados para mais ou para menos, afirmando que o cerne da questão referente à definição do preço sempre foi tratar os acionistas da mesma forma, o que aconteceria, segundo sua opinião, na presente Operação, sendo o mecanismo proposto (a saber os bônus escalonados), uma forma para estimular a participação dos acionistas.

28. O Sr. Yazbek cita o processo CVM RJ-2010/16884, para embasar seus argumentos. Nesse ponto cabe destacar que o referido processo teve como objeto analisar a discricionariedade da SEP em decidir pela abertura de processo administrativo sancionador ou envio de ofício de alerta, de modo que não traz à discussão o processo de definição do preço de emissão em um Aumento de Capital, que é um dos objetos do presente processo.

28. Nesse sentido, a decisão do Colegiado acompanhou, conforme extrato da Ata abaixo, a conclusão do relator em que afirma não ter havido equívoco, por parte da SEP, no envio do ofício de alerta no caso concreto, não adentrando na análise do mérito quanto a estipulação do preço de emissão:

O Relator Otavio Yazbek observou que a existência de uma infração objetiva a determinado comando legal não é suficiente para justificar, direta e

automaticamente, um processo administrativo sancionador, pois o exercício de qualquer pretensão punitiva depende da cuidadosa verificação acerca da existência de justa causa. Segundo o Relator, exatamente nessa linha e com esse espírito que a Deliberação CVM 542/09 explicitou a possibilidade de expedição de ofícios de alerta, não havendo qualquer equívoco por parte da SEP em emitir ofício de alerta, ao invés de instaurar processo administrativo sancionador.

(http://www.cvm.gov.br/decisoes/2013/20131217_R1/20131217_D28.html)

29. A Sra. Luciana Dias por sua vez reforça o argumento de que os critérios definidos no art. 170 §1º da Lei 6.404/76 são balizas, e chama a atenção de que a principal preocupação do legislador é evitar a diluição injustificada. Traz à baila, também, entendimento da Superintendência jurídica da CVM de 1978, que afirma que a diversidade de preços somente poderia ser admitida se não ocasionasse diluição injustificada dos antigos acionistas da companhia, requisito que entende não estar presente no caso em análise, considerando a distinção feita entre eles e o novo investidor.

IV - Análise

Disposições preliminares

30. Preliminarmente, cabe informar que a Operação foi analisada conforme Checklist apresentado no Anexo I do presente relatório de forma a avaliar se a Companhia atendeu ao disposto na Lei 6.404/76 e na Instrução CVM 480/09.
31. Tal análise suscitou o envio do Ofício nº 86/2019/CVM/SEP/GEA-3, solicitando esclarecimentos, informações, documentos e a republicação do Aviso Original
32. Restadas atendidas as demandas contidas no Ofício nº 86/2019/CVM/SEP/GEA, a SEP verificou que a definição do Preço de Emissão da Operação não se enquadrava nos critérios elencados no art. 170 §1º da Lei 6.404/76, e que, na prática, o Aviso Republicado propunha um Aumento de Capital com 3 diferentes preços de emissão para a mesma espécie de ação, o que vai de encontro ao dispositivo em comento.
33. Em que pesem os argumentos apresentados pela Companhia e pareceristas, entendo que a SEP deve manter o entendimento exarado no Ofício nº 110/2019/CVM/SEP/GEA-3 de 10 de maio de 2019, uma vez que os argumentos apresentados pela Companhia não prosperam, conforme será visto nos parágrafos seguintes.

i. da existência de mais de um preço de emissão

34. O Recorrente alega preliminarmente ter “a Companhia estipulado apenas um Preço de Emissão no Aumento de Capital”, e que o Preço de Emissão, por ação seria de R\$ 5,12.
35. Segundo o Recorrente, “para que se chegasse a este preço de emissão utilizou-se o Valor Base^[1], aplicando-se um deságio de 15% para o exercício do direito de preferência pelos acionistas e um deságio adicional de 3% aos acionistas que desejassem subscrever sobras, perfazendo o percentual máximo de deságio de 17,55%, se considerado o Valor Base. O saldo não rateado, seja por ausência de interesse ou impossibilidade de rateio, será vendido no pregão da B3 pela Planner Corretora de Valores Mobiliários S.A., em benefício da Companhia. Dessa forma, o Preço de Emissão por ação é de

R\$5,12, atingindo o valor de R\$4,96 se considerado o deságio máximo”.

36. Segundo a Companhia, o deságio adicional representa o repasse de eventual comissão a ser paga a “agentes autônomos / *backstop investors* para garantia da subscrição total do Aumento de Capital”.

37. Em que pesem os argumentos da Companhia, me parece evidente haver vários preços de emissão para uma mesma espécie de ações. Analisemos, portanto, o teor do aviso aos acionistas:

O preço base da emissão será de R\$ 6,02 (seis reais e dois centavos) por ação, fixado com base no artigo 170, §10, incisos I e III, da Lei nº 6.404/76, sendo-lhe aplicado um bônus escalonado: (i) 15% (quinze por cento) aplicado sobre o preço base da emissão no exercício do direito de preferência, a um preço de R\$ 5,12 (cinco reais e doze centavos) por ação ON; e (ii) adicional de 3% (três por cento), no valor de R\$ 4,96 (quatro reais e noventa e seis centavos) por ação ON, na subscrição das sobras.”

37. Mais que isso, os próprios pareceristas contratados pela Companhia afirmam categoricamente que o caso concreto se trata de situação em que há mais de um preço de emissão para uma mesma espécie de ações:

O segundo tema que me foi apresentado é o da possibilidade de, no contexto de uma determinada operação de aumento de capital, **haver variação do preço de emissão** de uma mesma espécie de ação a depender do momento da subscrição — **no caso concreto, dentro do período de exercício do direito de preferência**, de um lado, e do período de subscrição de sobras, de outro. (Anexo Carta Luciana Dias, §5º) – *grifo nosso*

38. Temos então três preços: (i) o preço de emissão propriamente dito, que o Recorrente qualifica como “Valor Base” e que serviria de base para eventual leilão após a rodada de sobras; (ii) o valor de R\$ 5,12 após aplicado o primeiro deságio, e referente ao exercício do direito de preferência; e (iii) o valor de R\$ 4,96, aplicado na rodada de sobras.

39. Ainda que o Recorrente alegue a existência de apenas um preço de emissão, a própria redação do Aviso aos Acionistas afirma que o preço de emissão é de R\$ 6,02 por ação. E que os demais preços são decorrência de bônus aplicados sobre esse valor. Na hipótese mais restritiva, em que as ações não vão a leilão, temos pelo menos o exercício dos preços de R\$ 5,12 e R\$ 4,96 por ação, para a mesma espécie de ações, na mesma Operação.

40. Trata-se evidentemente de caso em que há mais de um preço de emissão para uma mesma espécie de ação, ao contrário do que alega o Reclamante. Nesse sentido, não podemos afirmar que o preço de emissão é único apenas porque a Companhia está repassando um custo que incorreria ao preço de emissão das suas ações. Para o acionista o efeito é nítido: pagará menos pela mesma coisa que outrora pagaria mais.

41. Dessa forma, mantenho o entendimento de haver três preços de emissão para a mesma espécie de ações, tal como manifestado no Ofício nº 110/2019/CVM/SEP/GEA-3, reservando para o decorrer do presente relatório os motivos pelos quais entendo que tal prática, no caso concreto, está em desacordo com o que dispõe o §1º do art. 170 da Lei 6.404/76 (“LSA”).

ii. da liberalidade em combinar critérios de natureza diferentes

42. O Requerente afirma que o Preço de Emissão foi definido com base nos incisos I e III do §1º do art. 170 da Lei 6.404/76, que permite a aplicação

conjunta dos critérios lá elencados.

43. A Companhia afirma que levou em consideração, inicialmente, os três critérios de fixação de preço previstos nos incisos I, II e III do parágrafo 1º do art. 170 da LSA. Entretanto, a oscilação do preço das ações em bolsa limitou a eficácia da utilização do critério das cotações das ações isoladamente, conforme Inciso III do dispositivo aqui citado.
44. Por este motivo, “o Conselho de Administração tomou como base para a fixação do Preço de Emissão a perspectiva de rentabilidade futura, (...). O intervalo de preço da análise de rentabilidade futura apresentada pelo Relatório Eleven era de R\$ 6,31 e R\$ 5,73. O ponto médio deste intervalo, de R\$ 6,02, foi assumido como Valor Base e definido no Aviso Aos Acionistas, como preço de emissão das ações da Operação”.
45. Complementarmente, a Companhia “realizou estudos internos de modo a capturar a volatilidade no período de 9 de março de 2019 (após a dissipação dos efeitos do leilão ocorrido no dia 14 de fevereiro de 2019) a 9 de abril de 2019 (data da divulgação do Fato Relevante referente ao Aumento de Capital). Tais estudos apontaram oscilação negativa do valor de mercado das ações no período analisado de -19,75% (“Taxa de Desvalorização”)”.
46. Assim, a Gafisa esclarece que “a estipulação do Preço de Emissão deu-se em um cenário no qual a Companhia teve de conciliar o atendimento aos requisitos legais, atendo-se, porém, aos critérios previstos nos incisos I e III do art. 170, conforme acima mencionado, e sem que se causasse injustificada diluição da participação acionária de seus acionistas; com sua vital necessidade de capitalização, estipulando preço que garantisse a adesão à operação.”
47. Segundo a Companhia, a solução encontrada “foi a aplicação de dois deságios escalonados sobre o Preço de Emissão, tendo em vista a Taxa de Desvalorização. De início, a Companhia decidiu estipular deságio de 15% sobre o Valor Base para o exercício do direito de preferência pelos acionistas interessados”, “de modo a estimular a participação de seus acionistas”, o que gerou o valor de R\$5,12, a ser aplicado no exercício do direito de preferência.
48. Em seguida, a Companhia “decidiu pela aplicação de um novo deságio para o valor de subscrição de sobras. O deságio máximo foi calculado pela aplicação de deságio equivalente aos 3% de remuneração dos agentes autônomos/*backstop investor* sobre o valor de exercício do direito de preferência”, culminando no valor de R\$ 4,96 por ação, a ser aplicado na rodada de sobras.
49. Entendo que o critério adotado pela Companhia para determinação do preço de emissão **não** encontra respaldo na LSA pelos seguintes motivos, que serão detalhados nos parágrafos seguintes:
- a. a Companhia norteia a definição do preço de Emissão na atratividade e no estímulo a adesão dos acionistas, deliberadamente estipulando um preço fora dos parâmetros definidos pelos critérios previstos no §1º do art. 170 da LSA;
 - b. a aplicação de ágio ou deságio, nos termos do §1º. do art. 170 da LSA, é prerrogativa exclusiva do inciso III;
 - c. a Companhia mistura formas de valoração de naturezas diferentes para justificar seu preço de emissão, aplicando o deságio previsto no inciso III §1º. do art. 170 da LSA ao valor de perspectiva de rentabilidade futura do inciso I;

- d. nenhum dos critérios em tela justifica a existência de preços diferentes de emissão para a mesma classe de ações, ou mesmo, valores propostos pela Companhia;
- e. a estrutura proposta, com diferentes preços de emissão, privilegia um grupo de acionistas em detrimento de outro.

ii.a. da atratividade como Norte para a definição de preço para o aumento de capital

- 50. Em seu Recurso, a Companhia esclarece que “tem experimentado grandes dificuldades financeiras nos últimos anos” e que “está com uma alavancagem elevadíssima, sendo que o indicador de dívida líquida sobre o patrimônio líquido atingiu 152,5% ao final de 2018”.
- 51. Por esse motivo, segundo a Companhia, “o financiamento de suas atividades por meio de novos créditos tornou-se demasiadamente custosa, não sendo de seu interesse” e por isso, “foi idealizado o presente Aumento de Capital, de modo que os acionistas auxiliassem a Companhia”.
- 52. O Recorrente afirma que “a Companhia viu-se diante não de uma escolha, mas da obrigação de proceder à realização do Aumento de Capital para a arrecadação dos recursos que permitirão que a Companhia continue a desenvolver seu objeto social e atuar no mercado de maneira economicamente saudável”.
- 53. Nesse sentido, como já esclarecido no parágrafo 44, o Conselho de Administração tomou como base para a definição do preço de emissão o ponto médio da análise de rentabilidade futura realizada por terceiro (a saber R\$ 6,02).
- 54. Entretanto, a Gafisa afirma que, “a simples estipulação do valor de R\$6,02, sem a aplicação de deságios, não representaria opção economicamente viável para a Companhia, haja vista a importância e necessidade de a administração exercer seus melhores esforços para que o Aumento de Capital fosse bem-sucedido e de ampla adesão pelos acionistas. Considerando-se as circunstâncias econômicas e financeiras da Companhia, havia fundado receio de que utilizar apenas o critério de rentabilidade futura poderia não estimular tal adesão” e que “**a expectativa do mercado para a fixação do preço de emissão das ações no Aumento de Capital era de R\$ 4,95 por ação**”(grifo nosso).
- 55. A Gafisa prossegue afirmando que “utilizar somente a cotação em bolsa igualmente não representaria um critério justo” haja vista a grande oscilação das ações da Companhia no passado próximo, e que a “utilização exclusiva deste critério, ainda, implicaria a fixação de preço de emissão superior àquele baseado na perspectiva de rentabilidade futura, **representando dificuldade ainda maior para a arrecadação de recursos pela Companhia e um potencial de risco de diluição injustificada dos atuais acionistas**” - grifo nosso. (sobre a cotação, a título de informação, a cotação das ações da Gafisa em 12.04.2019, pregão imediatamente anterior à divulgação do aumento de capital, era de R\$ 7,82 por ação. No Dia 15.04.2019, a cotação das ações da Gafisa caiu para R\$ 7,49 e na data do presente relatório - 07.06.2019 - as ações da Gafisa eram negociadas a R\$ 5,38).
- 56. Parece-me, pelo teor do Recurso, que a Companhia já tinha em vista uma referência de preço e busca, através da aplicação dos critérios elencados no §1º do art. 170 da LSA, um valor que, na prática, se encaixasse

nessa faixa.

57. Porém, como ela mesmo afirma no Recurso, não teve sucesso ao aplicar independentemente os critérios do dispositivo citado: o preço mínimo previsto pela perspectiva de rentabilidade futura (R\$ 5,73 por ação) era superior à expectativa de mercado e o preço obtido pela aplicação de taxa de desvalorização calculada sobre a cotação das ações, nas palavras da Companhia, era ainda “superior àquele baseado na perspectiva de rentabilidade futura”.
58. A meu ver, ao usar a atratividade como o principal parâmetro para a definição do preço, e frente a situação em que os critérios previstos na LSA apresentavam um preço de emissão superior ao que considerava atrativo, a Companhia extrapola a interpretação do §1º do art. 170 da LSA, criando uma combinação de dois critérios conveniente para explicar o valor desejado.
59. A combinação de critérios como realizada pela companhia, resultou em um preço abaixo do menor valor verificado, aplicados os critérios previstos no §1º do art. 170 da LSA, notadamente analisados pela Companhia, e constantes do Laudo de avaliação realizado por terceiro. (Documento SEI 0749076). Adicionalmente, a aplicação de deságio (e pior, mais de um deságio) a um preço definido por perspectiva de rentabilidade não é admitida pela Lei.

ii.b da liberalidade na aplicação do deságio conforme art. 170 §1º inciso III da LSA

60. O art. 170, §1º da Lei 6.404/76 versa que:

§ 1º O preço de emissão deverá ser fixado, sem diluição injustificada da participação dos antigos acionistas, ainda que tenham direito de preferência para subscrevê-las, tendo em vista, alternativa ou conjuntamente:

I - a perspectiva de rentabilidade da companhia;

II - o valor do patrimônio líquido da ação;

III - a cotação de suas ações em Bolsa de Valores ou no mercado de balcão organizado, **admitido ágio ou deságio em função das condições do mercado.** (grifei)

61. Nesse sentido, a Lei reserva ao inciso III a prerrogativa de admitir ágio ou deságio à cotação das ações da companhia, e mesmo assim, em função das condições de mercado.
62. O Recorrente afirma que ao se utilizar de deságio no preço definido pelo valor econômico, estaria aplicando conjuntamente os incisos I e III do dispositivo em comento, e que pela redação do §1º do art. 170, isso seria possível.
63. O recorrente se atém ao fato da redação do parágrafo 1º prever a palavra “conjuntamente” para aplicar o ágio do inciso III ao preço calculado conforme o critério do inciso I.
64. Nesse ponto, não é possível concordar com o recorrente, haja vista que o deságio é prerrogativa exclusiva do inciso III. Se não o fosse, estaria previsto na redação do § 1º como um todo, sendo aplicável a qualquer critério definido no dispositivo em comento.
65. Não é o caso: a Lei prevê que o deságio seja aplicado apenas a cotação das ações, e mesmo assim, em função de condições de mercado.

ii.c. da combinação de critérios de naturezas diferentes

66. O ágio e o deságio estão associados pela Lei à cotação das ações em bolsa pela natureza do critério de valoração de preço que a cotação oferece: trata-se de um valor que reflete a melhor estimativa que o mercado poderia dar para o valor da empresa em um determinado momento, uma vez que reflete as negociações feitas com as partes que compõem as ações da empresa neste momento.
67. Entretanto, tal como uma foto, é um valor estático em relação a um determinado momento, e representa as condições de mercado relacionadas à época das cotações que o compõe. É um valor associado a um momento.
68. Por esse motivo, de maneira a capturar perspectivas futuras, a Lei admite o ágio e o deságio ao preço de emissão definido com base em cotação das ações em bolsa, como indicado no inciso III do §1º do art. 170 das LSA.
69. Por outro lado, a perspectiva de rentabilidade (ou também chamada de valor econômico) de que trata o inciso I do §1º do art. 170 das LSA, considera e mensura a capacidade futura da Companhia de gerar riqueza para si e seus acionistas através de suas atividades e ativos.
70. Sobre a perspectiva de rentabilidade futura, ensina Carvalhosa^[2] que:

A adoção desse método de aferição de preço das ações, que nos parece o mais adequado, (...), decorre do consenso de que o fundamental para a verificação do valor de uma companhia é o fluxo de caixa descontado (...) o valor de uma companhia não mais se afere pelo patrimônio líquido, mas por sua capacidade de produção de dinheiro.

O valor de fluxo de caixa descontado requer previsões explícitas dos fluxos de caixa livre da companhia à disposição dos acionistas de uma companhia. E o fluxo de caixa livre assinala o lucro projetado da empresa, adicionando itens que não representam mais saída de caixa (amortizações e depreciações) e diminuindo-se as necessidades financeiras de investimento (fixo ou capital de giro). Assim fazem parte dos fluxos de caixa livres os componentes do patrimônio da Companhia que possam ser realizados imediatamente, desde que não afetem a sua operacionalidade. (...)

Assim, o fluxo de caixa é igual à geração de caixa, ou seja, receitas da Companhia descontadas das despesas, exceto as que não representam saída de caixa (...). A capacidade de fluxo de caixa demonstra o quanto a companhia é rentável e saudável, daí o resultando o seu valor econômico.

71. Em resumo, a perspectiva de rentabilidade futura é a estimativa, feita com as melhores informações que se tem no momento, para o valor que a companhia é capaz de gerar para seus acionistas, e, portanto, incorpora as condições futuras de mercado nas previsões de fluxo de caixa da companhia usadas para seu cálculo.

72. Novamente, trago os ensinamentos de Carvalhosa^[3]:

“(...) esse critério de valor econômico é o que realmente revela, com maior certeza, o preço justo das ações que a companhia pretende emitir em um aumento de capital”

73. Dessa forma, a aplicação de um deságio sobre um valor calculado por metodologia de fluxo de caixa descontado, nada mais é que um desconto injustificado sobre uma grandeza que representa a melhor estimativa do quanto a Companhia vale, de acordo com as perspectivas de funcionamento futuras.

74. Chama a atenção o fato dos valores obtidos, aplicados os diferentes deságios propostos, fugirem à faixa de preço sugerido pela metodologia de valor econômico, e evidenciados no laudo usado como base pela administração da Companhia.
75. Na prática, o valor a que a Companhia chega, ao combinar os dois critérios de natureza diferentes, é menor que o menor valor encontrado, aplicados todos os critérios elencados no parágrafo 1º do art. 170 da LSA.
76. A Companhia afirma, citando o voto do ex-presidente da CVM Marcelo Trindade no PAS 2004/3098, que, “conforme a melhor doutrina, a interpretação do disposto no § 1º do artigo 170 deve no sentido de que os critérios constantes de seus incisos são elementos indicativos que devem ser justificadamente ponderados para a fixação do preço de emissão, devendo a determinação dos critérios estar embasada em fundamentos verdadeiros e consistentes, sob pena de se causar a diluição injustificada dos demais acionistas.”
77. Não se está questionando que a Companhia usasse tais critérios de maneira indicativa, para balizar a escolha do preço de emissão. O que ocorre é que ela os usa de maneira inconsistente, combinando critérios de natureza diferentes, aplicando o deságio reservado à cotação das ações ao preço definido por perspectiva de rentabilidade, e isso vai contra os princípios que regem a definição de um preço de emissão fixado nos termos do já mencionado art. 170, que não cause diluição injustificada, conforme disposto na LSA.
78. Eventual aplicação conjunta dos critérios seria utilizar-se de uma ponderação dos valores obtidos conforme os mesmos, para, dentro dessa faixa, determinar um preço de Emissão baseado em cada um dos critérios, mas sem misturar critérios de natureza diferentes.
79. Quanto essa aplicação conjunta dos critérios, Carvalhosa, exemplifica dois casos em que entende que a definição do preço pode ser balizada pela aplicação de dois ou mais critérios elencados no art. 170 parágrafo 1º:

Nas hipóteses em que voluntariamente houver conjugação de dois ou três três fatores, deve ficar claro que não são eles somatórios, mas, sim, ponderados, cabendo à administração da companhia harmoniza-los. Isto para que, de um lado, não haja colocação com ágio inferior ao valor real da ação, fato que a lei denomina "diluição injustificada da participação dos antigos acionistas"; e, de outro, para que haja viabilização do aumento. Desta forma, v. g., uma companhia aberta que faça subscrição pública de capital — em que entram os três fatores - tendo suas ações cotadas em Bolsa ou no mercado de balcão organizado a, v. g., R\$ 2,08, com valor de patrimônio líquido por ação de R\$ 1,80, e uma perspectiva de rentabilidade (valor econômico) de R\$ 0,80 por ação, deve emitir as novas por um valor ponderado em que prevalecera aproximadamente o do patrimônio líquido, a fim de que haja atrativo no mercado para a colocação do novo capital.

Em um outro exemplo de emissão pública de capital, o valor de cotação de R\$ 1,60, de patrimônio líquido de R\$ 2,10 e perspectivas de rentabilidade de R\$ 0,25 por ação não prevalecera o fator patrimônio líquido, mas, sim, o da cotação em Bolsa. Nesse caso, a emissão pública deveria ser de um valor um pouco inferior ao deste último, ou seja: R\$ 1,40. Neste caso, haveria "diluição justificada".

80. Não é, portanto o que ocorre no caso concreto, em que parte de um critério é aplicado sobre o outro, de natureza diferente e que tecnicamente não admite tal aplicação. O deságio aplicado alegadamente reflete a variabilidade

das cotações das ações da companhia, e como tal deveria ser aplicado a valor definido pelas cotações em si, e não a valor definido por método de fluxo de caixa descontado, cuja faixa de máximo e mínimo já havia sido definida dentro do relatório apresentado pela Eleven Financial Research.

81. Nesse sentido, chamo a atenção para o disposto no Parecer de orientação CVM nº 1, de 27 de setembro de 1978:
2. A Lei em tal dispositivo [nota: art. 170, estabeleceu que, em se tratando de aumentos de capital através da emissão de novas ações, o preço de emissão das ações deverá ser fixado levando-se em consideração os seguintes três parâmetros: o valor da cotação das ações no mercado; o valor de patrimônio líquido; e as perspectivas de rentabilidade da Companhia. Tudo especificamente com vista a evitar-se uma "diluição injustificada da participação dos antigos acionistas, ainda que tenham direito de preferência para subscrevê-las".
 3. Em relação à interpretação que deva ser atribuída ao precitado dispositivo legal, lembra-se, de início, o seguinte trecho da exposição de motivos da referida LEI Nº 6.404, que enuncia: "As novas ações devem ser emitidas por preço compatível com o valor econômico da ação (de troca, de patrimônio líquido ou de rentabilidade) e não pelo valor nominal. **A emissão de ações pelo valor nominal, quando a companhia pode colocá-la por preço superior, conduz à diluição desnecessária e injustificada da participação dos acionistas, que não tem condições de acompanhar o aumento.** A existência do direito de preferência nem sempre oferece proteção adequada a todos os acionistas. 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".
- (...)
- a observância dos três aludidos parâmetros, com a devida prevalência de um ou outro sobre os demais, visa especificamente a evitar que, por ocasião de uma nova emissão de ações, o preço fixado para a subscrição das mesmas possa acarretar uma diluição da participação dos antigos acionistas da Companhia que, mesmo tendo direito de preferência à subscrição, não o exerçam. Esta é a filosofia principal do aludido parágrafo 1º do art. 170.
82. Da leitura do Parecer de orientação CVM nº 1/78, verificamos a preocupação da CVM em orientar que os critérios elencados na Lei sejam respeitados de maneira a evitar a diluição injustificada de ações.
83. Mais especificamente, a preocupação do referido parecer é de que a companhia usasse como base o valor nominal de uma determinada ação quando todos os critérios indicam que o valor deveria ser superior a tal valor nominal. Ou seja, se existe um valor (a saber, o valor nominal em tela) abaixo do valor estipulado pelos demais critérios, de acordo com o parecer, a utilização deste valor mais baixo causaria diluição injustificada, indo contra a Lei.
84. No caso concreto, não existe a referência de valor nominal, mas uma referência criada pela combinação irregular de dois critérios de natureza diferentes: a Companhia optou por usar as partes que lhe foram mais convenientes dos critérios dispostos no §1º do art. 170 para chegar a um preço de emissão próximo ao que entendia que o mercado tinha como um valor aceitável, buscando o sucesso da operação.
85. Nesse ponto, volto a chamar a atenção para o disposto no Parecer de orientação CVM nº 1, de 27 de setembro de 1978:

11. Em princípio deverá se admitir como uma hipótese da diluição "justificada" da participação dos antigos acionistas a hipótese em que, se apresentando como inviável a colocação no mercado de uma emissão a preço fixado com base no comentado parágrafo 1º do art. 170, for adotado preço menor. Entender-se o contrário importaria em vedar à companhia se capitalizar via Mercado. No entanto, a "inviabilidade" da colocação das ações por preço fixado em obediência ao parágrafo 1º do art. 170 há que ser real. **A simples justificativa de que "é inviável o lançamento no mercado por valor superior ao aceito pelo próprio mercado", com a conseqüente e irrestrita adoção do valor de cotação como o único parâmetro a ser observado na fixação do preço de emissão, não é suficiente. Isto porque a simples contingência de um mercado nem sempre será bastante justificativa para diluir-se a participação dos antigos acionistas, por ocasião de uma emissão de ações.** (grifo nosso)

86. Chamo ainda a atenção para o disposto no parágrafo 7º do Parecer de Orientação CVM nº 5/79:

A emissão de ações, ao contrário, a preço inferior ao do mercado, ocasionaria, obviamente, além de uma provável queda do nível de cotação das ações da companhia no mercado, um injustificável abalo no patrimônio dos acionistas de tal companhia, os quais veriam a parcela de seu patrimônio representada por tais ações desvalorizada por ato da própria companhia

87. Fica claro, pela leitura dos trechos dos dois pareceres que, ao nortear a definição do Preço de Emissão pela alegada aceitação do mercado, e combinar, irregularmente, critérios de naturezas diferentes para justificar preço de emissão abaixo dos critérios definidos na Lei, a Companhia enseja a diluição injustificada dos acionistas que decidirem por não aderir à Operação.

ii.d. da inexistência de previsão para diferentes preços dentro do mesmo aumento de capital

88. Além do fato do preço de emissão ser definido por critério não previsto na Lei, verifica-se, como já demonstrado no presente relatório, a existência de três diferentes preços para uma mesma espécie de ação, no mesmo aumento de capital.

89. A aplicação escalonada do deságio, inicialmente 15% para os acionistas que exercerem o direito de preferência, e 3% para os que mantiverem interesse em adquirir sobras não encontra, reconhecidamente pelo próprio Recorrente, previsão na Lei ou na Norma.

90. A Lei, por sua vez, trata do Preço de Emissão, em diversas oportunidades, sempre no singular. Aparentemente, sequer se previu a hipótese de que uma mesma espécie de ação poderia ter dois preços, até porque, a depender do mercado, o menor (no caso de um mercado tentando para o comprador) ou o maior (no caso de um mercado tendendo para o vendedor) preço prevaleceria.

91. O Parecer de Orientação CVM nº5/79 tangencia o assunto em seu primeiro parágrafo:

O Em matéria de fixação do preço de emissão de ações em aumento de capital por subscrição, quando emitidas ações de diversas espécies, classes e/ou formas, a regra geral é a do estabelecimento de um único preço para todas as ações.

92. Percebe-se a preocupação do parecer em, mesmo no caso de

múltiplas ações, recomendar a adoção de um mesmo preço para as diferentes classes ou espécies, admitindo, entretanto, que hajam preços diferentes, quando as cotações das diferentes classes e/ou espécies forem muito díspares e justificadas por volume e liquidez no mercado.

93. Não é o caso, entretanto do caso concreto. Os diferentes preços em tela se referem à mesma espécie de ação, e diferem ao longo das etapas do Aumento de Capital: (i) no exercício do direito de preferência, R\$ 5,12 e, (ii) na rodada de sobras, R\$ 4,96, ambos fora da faixa definida pelos critérios previstos no §1º do art. 170 da LSA.
94. De acordo com a Companhia, o segundo preço representa o repasse, em forma de “desconto” para os subscritores que desejassem subscrever sobras, de taxa que a Gafisa teria que pagar a terceiros para a colocação das ações no mercado.
95. Ou seja, ainda que o efeito financeiro para a Companhia seja o mesmo, o efeito para os acionistas é diferente. Os acionistas que subscreverem as sobras terão direito a uma condição especial na compra de novas ações (exceto na remota hipótese de 100% de exercício do direito de preferência por parte da base de acionistas da Companhia).
96. Em outras palavras, apenas os acionistas que subscreverem o aumento de capital proposto pela Companhia, terão direito a comprar ações ao valor de R\$ 4,96 por ação.
97. Assim, ainda que não haja vedação expressa, entendo que a utilização de preços diferentes para uma mesma espécie de ação, em diferentes etapas da mesma operação de aumento de capital vai contra o disposto na Lei e nos Pareceres de Orientação para operações dessa natureza, uma vez que não trata todos os acionistas da mesma forma.

ii.e. do prejuízo a determinado grupo de acionistas

98. Ao promover um preço menor e mais vantajoso para os acionistas na rodada de sobras, a Companhia privilegia desproporcionalmente os acionistas que desejarem exercer seu direito de preferência.
99. Conforme já explicitado no presente relatório, a definição do valor de R\$ 5,12 por ação, por si só, já causaria diluição injustificada pela utilização de preço abaixo da faixa de valores nos termos da Lei, privilegiando os acionistas que exercerem o seu direito de preferência sobre os demais que não exercerem.
100. Ao oferecer, apenas para os acionistas subscritores da primeira fase do aumento de capital, um preço ainda mais vantajoso, na rodada de sobras, que o oferecido para toda a base de acionistas, a companhia estimula artificialmente a participação desse primeiro grupo, estimulando a diluição dos acionistas que não desejam aderir à operação ou não consideraram o preço inicialmente oferecido vantajoso para si.
101. Dessa forma, entendo que a estrutura proposta, de deságios escalonados sobre o preço de emissão para a mesma espécie de ação causa diluição injustificada do grupo de acionistas que decidir não exercer seu direito de preferência.

iii. da insuficiência de informações para caracterizar o atendimento ao §7º do art. 170 da LSA

102. A Companhia afirma, no Recurso, que “cumpriu sua obrigação de plena divulgação dos termos e condições do Aumento de Capital, bem como os critérios para fixação do Preço de Emissão, resta claro que a Companhia também cumpriu as exigências legais do art. 170, §7º da Lei das Sociedades por Ações.”
103. De fato, no aviso republicado, sem considerar as irregularidades identificadas na formação do preço e identificadas no presente relatório, a Companhia informa aos acionistas, no Aviso Republicado, o racional de cálculo e explica os critérios utilizados para a definição dos preços de emissão utilizados, ainda que inconsistentes com os critérios previstos na Lei.
104. Cabe destacar que a justificativa prevista no §7º do art. 170 apenas foi incluída no Aviso Republicado, em 26.04.2019, após as solicitações contidas no Ofício nº 86/2019/CVM/SEP/GEA-3, e posteriormente ao início do período de subscrição (inciado em 24.04.2019).

iv. da existência de vedação à utilização de preços diferentes

105. Em sua manifestação o Recorrente afirma que por se tratar de Companhia regida pelo Direito Privado, a ausência de previsão quanto possibilidade ou impossibilidade, da aplicação de dois deságios ao preço de emissão de ações em uma operação de aumento de capital social, não há que se falar “que a estipulação de dois deságios na operação do Aumento de Capital representa, por si só, uma irregularidade”.
106. Afirma o Recorrente que a SEP estaria aplicando à Companhia regra de direito público, pelo que entende que a estrutura proposta é viável legalmente.
107. De fato, como já exposto no presente relatório, não há previsão legal autorizando ou impedindo a aplicação de dois deságios como no caso concreto.
108. Entretanto, como já demonstrado nos parágrafos 88 a 97, tal estrutura vai de encontro a princípios e disposições da Lei, pelo que, entendendo ser irregular e nociva a determinado grupo de acionistas, causando a estes diluição injustificada.

v. da importância da Operação para a Companhia e interesse dos acionistas

109. Por fim, a Companhia discorre sobre a importância do Aumento de capital para a Companhia, considerando sua situação financeira atual e a dificuldade em obtenção de financiamento por crédito.
110. Segundo o Recorrente, o Aumento de Capital “é indispensável para o financiamento e continuidade das atividades da Companhia”, pelo que afirma que o “ordenamento jurídico pelo princípio da preservação das atividades da empresa, de modo a permitir a continuidade do desenvolvimento de suas atividades e de sua função social”.
111. O Recorrente afirma, ainda, que a Operação protege o melhor interesse dos acionistas, e que que “a operação visa tão somente à capitalização de recursos pela Companhia e não, de forma alguma, a diluição da participação de acionistas não controladores”.
112. Para tal, o Recorrente recorre a Modesto Carvalhosa, quando o mesmo cita que:

A diluição será injustificada apenas quando o preço da emissão, resultante da adoção de um ou mais critérios for inconsistente e falso, visando sua adoção diluir a participação dos acionistas não controladores.[4]

113. Trata-se entretanto, de frase retirada de um contexto maior, quando Modesto Carvalhosa discorre sobre a diluição injustificada fundada no menor preço de emissão apurado com adoção do critério de valor econômico. Abaixo, transcrevemos o contexto da citação destacada pelo Recorrente[5]:

Não pode o acionista arguir diluição injustificada fundado no menor preço de emissão apurado com adoção de critério de valor econômico, vis-a-vis a de patrimônio líquido. Essa diferença em muitos casos poderá ser considerável. O mesmo ocorre com a adoção do critério de cotação no mercado, tendencialmente menor que o de patrimônio líquido.

A diluição será injustificada apenas quando o preço da emissão, resultante da adoção de um ou mais critérios for inconsistente e falso, visando sua adoção diluir a participação dos acionistas não controladores.

114. Percebe-se que, a todo o tempo, o jurista se vale dos critérios constantes do §1º do art. 170 da LSA, e que afirma que “haverá diluição injustificada quando o preço de emissão resultante da adoção de um ou mais critérios for inconsistente”, que, conforme exposto no presente relatório (especialmente nos parágrafos 77 a 84), pela adoção de diversos deságios, e pela utilização inconsistente de critérios de naturezas diferentes, é entendimento que se aplica ao caso concreto.

V- Conclusão

115. A análise da Operação no âmbito do plano de Supervisão Baseada em Risco que originou o processo em referência resultou de uma série de diligências visando à obtenção de documentação que permitisse um razoável juízo quanto à regularidade dos procedimentos adotados pela Companhia e razoabilidade dos critérios que permearam a decisão da administração, considerando seus deveres fiduciários e os limites de atuação da supervisão no que se refere às decisões negociais. Nesse sentido, foram consideradas as informações e documentos fornecidos pela Companhia em atendimento às solicitações realizadas pela CVM, bem como comunicados ao mercado, atas e demais documentos disponibilizados publicamente pela Companhia a seus investidores.

116. Na presente análise foram abordadas diversas particularidades do caso em tela, tendo em vista os pontos levantados pelo Recorrente, mas que, a nosso ver, não foram relevantes para alterar o entendimento exarado no Ofício nº 110/2019/CVM/SEP/GEA-3 de 10.05.2019.

117. Assim sendo, sugiro o envio do presente processo à SGE, recomendando o seu posterior encaminhamento ao Colegiado, nos termos do inciso III da Deliberação CVM nº 463/03.

Rodrigo Paiva Gonçalves

Analista

De acordo,

À SEP,

Gustavo dos Santos Mulé

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] a saber, R\$ 6,02 proveniente da faixa média do laudo apresentado pela Eleven Financial Research

[2] Carvalhosa, Modesto; Comentários à Lei de Sociedades Anônimas – 3º. Volume, pág 531-532

[3] Carvalhosa, Modesto; Comentários à Lei de Sociedades Anônimas – 3º. Volume, pág 529

[4] CARVALHOSA, Modesto, Comentários à Lei de Sociedades Anônimas. v. 3. 6 ed. So Paulo; Saraiva, 2014. p. 748.



Documento assinado eletronicamente por **Rodrigo Paiva Gonçalves, Analista**, em 07/06/2019, às 17:11, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Gustavo dos Santos Mulé, Gerente**, em 07/06/2019, às 17:12, 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 07/06/2019, às 17:39, 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 07/06/2019, às 21:10, 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://super.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, informando o código verificador **0772674** e o código CRC **B616F7CF**.

*This document's authenticity can be verified by accessing https://super.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, and typing the "Código Verificador" **0772674** and the "Código CRC" **B616F7CF**.*
