



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

### PROCESSO ADMINISTRATIVO CVM Nº 19957.004478/2019-56

Reg. Col. 1439/19

**Recorrente:** GAFISA S.A.  
**Assunto:** Recurso contra decisão da SEP que concluiu pela irregularidade das condições do aumento de capital de Gafisa S.A. de abril de 2019.  
**Diretora Relatora:** Flávia Perlingeiro

### RELATÓRIO

#### I. OBJETO

1. Trata-se de recurso com pedido de concessão de efeito suspensivo (“Recurso”), interposto por Gafisa S.A. (“Gafisa”, “Companhia” ou “Recorrente”) contra manifestação da Superintendência de Relações com Empresas (“SEP” ou “Área Técnica”) que concluiu pela irregularidade das condições do aumento de capital da Companhia objeto de aviso aos acionistas divulgado pela Companhia em 16.04.2019 (“Aviso Original”)<sup>1</sup>.

#### II. FATOS

1. A questão surgiu no âmbito do Processo Administrativo CVM nº 19957.004478/2019-56, o qual se originou da análise, no âmbito do Plano Bienal de Supervisão Baseada em Risco (“SBR”), de aumento de capital por subscrição privada (“Operação” ou “Aumento de Capital”), objeto de deliberação pelo conselho de administração (“CA”) da Companhia, em reuniões de 09 e 15.04.2019<sup>2</sup>, divulgado ao mercado por meio de fatos relevantes publicados, respectivamente, nas datas acima referidas<sup>3</sup>, e informada no Aviso Original, para os fins do art. 30, inciso XXII, da Instrução CVM (“ICVM”) nº 480/2009, então vigente.

2. Em resumo, o Aviso Original informava que o CA da Gafisa havia aprovado o aumento do capital social da Companhia, divulgando as condições da Operação e procedimento a serem adotados pelos acionistas que desejassem subscrever as novas ações.

3. Ao analisar o Aviso Original, a SEP considerou (i) que havia inconsistências em sua redação, além da falta de informações e documentos exigidos pela Lei nº 6.404, de 15.12.1976 (“LSA”) e pela ICVM nº 480/2009, quanto a operações dessa natureza; e (ii) que o Aumento de Capital previa a aplicação de dois deságios escalonados sobre o preço de emissão, de maneira que,

---

<sup>1</sup> Doc. 0737655.

<sup>2</sup> Doc. 0737651.

<sup>3</sup> Docs. 0737652 e 0737654.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

na prática, a Operação teria três preços de emissão distintos. Ademais, não restou claro para a SEP que critério foi utilizado para a fixação do preço de emissão ou dos bônus sobre ele incidentes.

4. As falhas e inconsistências identificadas pela Área Técnica foram comunicadas à Companhia, por meio do Ofício nº 86/2019/CVM/SEP/GEA-3, de 18.04.2019 (“Ofício SEP 86”)<sup>4</sup>, tendo sido solicitado o refazimento do Aviso Original de forma a que fossem divulgadas ao mercado as informações faltantes e os devidos esclarecimentos.

5. Na mesma ocasião, a SEP também solicitou que a Gafisa informasse a cronologia dos eventos que culminaram na propositura da Operação, bem como se manifestasse quanto aos dispositivos legais em que se apoiava para a proposição da estrutura de preço de emissão contida no Aviso Original, evidenciando, ainda, a manifestação de comitês e outros órgãos internos acerca da Operação, incluindo, sem limitação, os cálculos que ampararam o preço de emissão e bônus.

6. A Companhia atendeu às referidas solicitações, reapresentando, em 26.04.2019, novo aviso aos acionistas com as informações solicitadas pela SEP (“Aviso Republicado”), e encaminhando, em 03.05.2019, resposta aos demais questionamentos feitos pela Área Técnica<sup>5</sup>.

7. Com base no Aviso Republicado e nas informações enviadas, a SEP manifestou seu entendimento quanto à Operação, consubstanciado no Ofício nº 110/2019/CVM/SEP/GEA-3, de 10.05.2019 (“Ofício SEP 110”)<sup>6</sup>, enviado ao DRI da Companhia, nos seguintes termos principais:

2. A respeito, 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.”

3. 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, 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.”

4. 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 (...) aumento de capital.

5. 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

<sup>4</sup> Doc. 0738744.

<sup>5</sup> Doc. 0750406.

<sup>6</sup> Doc. 0755112.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

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.

6. 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 (...) 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.

7. Por fim, verifica-se a ocorrência de três diferentes preços de emissão (...): o preço de R\$6,02 por ação, a ser aplicado como referência em eventual leilão, o preço de R\$ 5,12 por ação, com o a ser aplicado no exercício do direito de preferência dos acionistas e R\$ 4,96 por ação, (...) 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.

8. Em 17.05.2019, a Companhia se manifestou acerca do entendimento da SEP, informando que (i) prosseguiria com a Operação em curso; e (ii) apresentaria recurso ao Colegiado da CVM, fundamentando sua posição por meio de opiniões externas<sup>7</sup>.

9. Em 27.05.2019, a Gafisa protocolou, nos termos da Deliberação CVM nº 463/2003, então vigente, o Recurso ao Colegiado da CVM, contrapondo-se ao entendimento exarado no Ofício SEP 110 e defendendo a regularidade da estrutura do Aumento de Capital.

10. A despeito da interposição do Recurso, o Aumento de Capital em questão foi efetivado nos moldes estabelecidos pela Companhia<sup>8</sup>.

### III. RECURSO

11. O Recurso aborda os seguintes aspectos atinentes à Operação: (i) existência de apenas um preço de emissão; (ii) ausência de vedação ao Aumento de Capital nos moldes estipulados; (iii) fundamentação dos valores envolvidos no Aumento de Capital; (iv) indispensabilidade do Aumento de Capital; e (v) proteção ao melhor interesse dos acionistas. Os argumentos desenvolvidos pela Companhia na peça recursal podem ser assim resumidos:

- (i) A Gafisa estipulou um único preço de emissão de ações no Aumento de Capital, de R\$ 5,12, utilizando-se conjuntamente dos critérios previstos nos incisos I e III do art. 170, §1º, da LSA, em estrito cumprimento ao próprio artigo em questão, que permite a aplicação alternativa ou conjunta dos critérios de aumento de capital;

---

<sup>7</sup> Doc. 0760881.

<sup>8</sup> A estrutura de aplicação de dois deságios foi igualmente utilizada na 2ª tranche de um novo aumento de capital realizado pela Gafisa, cuja análise encontra-se sobrestada pela SEP, no âmbito do Processo CVM nº 19957.007942/2019-66, aguardando igualmente a decisão do Colegiado com relação ao Recurso, dada a correlação com o tema objeto da controvérsia.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

(ii) O CA tomou como base para a fixação do preço de emissão a perspectiva de rentabilidade futura da Gafisa, como previsto no inciso I do §1º do art. 170 da LSA. O intervalo de preço da análise de rentabilidade futura apresentada pela consultoria especializada Eleven Serviços de Consultoria e Análise S.A. (“Eleven”), em seu relatório de análise e avaliação para fins de fixação do preço de emissão (“Laudo de Avaliação”), era de R\$ 6,31 e R\$ 5,73 e o ponto médio desse intervalo (R\$ 6,02) foi tomado como base;

(iii) No entanto, 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 Gafisa<sup>9</sup>, havia fundado receio de que utilizar apenas o critério de rentabilidade futura poderia não estimular tal adesão. Isso porque os acionistas somente teriam retorno de seu investimento, sob a forma de distribuição de lucros, depois da absorção do prejuízo acumulado (de R\$ 2,3 bilhões, conforme demonstrações financeiras de 31.12.2018); e, a expectativa do mercado para a fixação do preço de emissão das ações no Aumento de Capital era de R\$ 4,95 por ação;

(iv) Por sua vez, a elevada oscilação do preço das ações da Gafisa em bolsa que vinha sendo observado limitou a eficácia da utilização do critério das cotações das ações isoladamente, conforme previsto no inciso III, do §1º, do referido art. 170, conforme evidenciado pelo Laudo de Avaliação, ao mesmo tempo em 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 captação de recursos e um potencial de risco de diluição injustificada dos atuais acionistas;

(v) Sendo assim, a Companhia realizou estudos internos – de modo a capturar a volatilidade no período de 09.03.2019 (após a dissipação dos efeitos do leilão ocorrido no dia 14.02.2019) a 09.04.2019 (data da divulgação do Fato Relevante referente ao Aumento de Capital), e expurgar a sazonalidade conjuntural havida, dada a expectativa sobre o cenário macroeconômico brasileiro –, os quais apontaram oscilação negativa do valor de mercado das ações no período analisado de -19,75% (“Taxa de Desvalorização”). Tal percentual foi obtido considerando o preço de fechamento das cotações, extraindo-se disso a taxa de desvalorização diária de -1,04%. Com base nisso, foi calculada a taxa de desvalorização mensal considerando a média de 21 pregões/mês;

(vi) A estipulação do preço de emissão deu-se em um cenário no qual a Gafisa teve de conciliar sua vital necessidade de capitalização, estipulando preço que garantisse a adesão à operação, com o atendimento aos requisitos legais e critérios previstos nos incisos I e III do §1º do art. 170 e sem que se causasse injustificada diluição de seus acionistas;

---

<sup>9</sup> Conforme explicitado no Recurso, “o endividamento da Companhia era de R\$889 milhões, ante uma disponibilidade de caixa de apenas R\$137 milhões. A Companhia está com uma alavancagem elevadíssima, sendo que o indicador de dívida líquida sobre o patrimônio líquido atingiu 152,5% ao final de 2018”.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

(vii) A solução encontrada pela Gafisa para tanto foi a aplicação de dois deságios sobre o valor base, tendo em vista a Taxa de Desvalorização. De início, a Gafisa decidiu estipular deságio de 15% sobre o valor base para o exercício do direito de preferência pelos acionistas interessados, perfazendo o preço de emissão no valor de R\$5,12, de modo a estimular a participação de seus acionistas. Em seguida, visando a evitar diluição injustificada, e, ao mesmo tempo, estimular a subscrição de sobras ao prestigiar os acionistas que o fizessem, 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. Desse modo, a Companhia estipulou o deságio máximo de 17,55% para a subscrição das sobras, perfazendo o valor de R\$ 4,96<sup>10</sup>;

(viii) A propósito, o valor correspondente à aplicação máxima de deságio (i.e., R\$4,96 por ação) seria superior ao que perceberia caso fosse aplicada diretamente a Taxa de Desvalorização sobre o preço de emissão (i.e., R\$ 4,83 por ação), sendo superior, inclusive, à expectativa de fixação de preço da mídia especializada (de R\$ 4,95 por ação);

(ix) Tendo em vista a indispensabilidade da subscrição integral do Aumento de Capital, a faculdade legal de determinar os critérios do § 1º do art. 170 de maneira alternada ou cumulativa, e a desvantagem financeira de aplicar isoladamente um dos critérios do § 1º do art. 170 para atingimento desse objetivo, a Companhia decidiu pela combinação de dois desses critérios, no pleno exercício de sua discricionariedade para delimitação da cumulação dos critérios. Para tanto, aplicou, em menor proporção, o comportamento da cotação em bolsa e, em maior proporção, a perspectiva de rentabilidade futura, e entendeu que a combinação destes seria fundamental para o estabelecimento de um preço justo e condizente com a visão da administração sobre a Companhia;

(x) Haja vista a exposição do cálculo pelo qual foi delimitado o preço de emissão feita acima e em resposta apresentada pela Gafisa ao Ofício SEP 86, e com base em precedente da CVM<sup>11</sup>, a Companhia defendeu que teria restado claro, também, o cumprimento do disposto no parágrafo 7º do art. 170<sup>12-13</sup>;

---

<sup>10</sup> Para garantir a subscrição integral do Aumento de Capital, a Companhia, consoante alegado, optou por valer-se, num eventual leilão na B3, da contratação de agentes autônomos/*backstop investors*, os quais geralmente são remunerados numa base de 3% sobre o firme das ações não adquiridas.

<sup>11</sup> PAS CVM nº 2004/3098.

<sup>12</sup> Art. 170, §7º: A proposta de aumento do capital deverá esclarecer qual o critério adotado, nos termos do § 1º desse artigo, justificando pormenorizadamente os aspectos econômicos que determinaram a sua escolha.

<sup>13</sup> Para corroborar seus argumentos, mencionou o voto do Presidente Relator Marcelo Trindade, no PAS CVM nº 2004/3098: “(...) 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”. Citou lições de Fábio Comparato sobre a natureza discricionária e não vinculada do poder decisório da assembleia ou do CA, quanto à fixação do preço de emissão das ações em aumento de capital; e trechos do Parecer de Orientação CVM nº 1/1978, a concluir que a filosofia principal do § 1º do art. 170 visa a evitar que, por ocasião de uma nova emissão, o preço fixado para a subscrição possa acarretar diluição da participação dos antigos acionistas, que, mesmo tendo direito de preferência à subscrição, não o exerçam.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

(xi) O fato de não haver previsão legal ou regulamentar expressa que regule operação de aumento de capital mediante pagamento de mais de um valor não afeta a legalidade da estrutura do Aumento de Capital, em operação eminentemente privada, à qual deve-se aplicar a lógica de direito privado, ou seja, não havendo qualquer vedação legal, não há que se falar que a estipulação de dois deságios na operação do Aumento de Capital representa, por si só, uma irregularidade, prevalecendo a autonomia privada;

(xii) O Aumento de Capital deve ser analisado, ainda, sob a ótica do princípio da preservação da empresa e com vistas à continuidade do exercício de sua função social, uma vez que a Gafisa se viu na obrigação de proceder à realização da Operação para a arrecadação dos recursos que a permitissem continuar a desenvolver seu objeto social e atuar no mercado de maneira economicamente saudável, ante as sensíveis condições econômicas e financeiras em que se encontrava, sendo, conseqüentemente, compelida a, respeitando os preceitos legais aplicáveis, criar incentivos para a participação dos acionistas, representados pelos deságios;

(xiii) Não houve prejuízo aos acionistas, na medida em que a Gafisa conduziu o Aumento de Capital com total transparência e boa-fé, divulgando amplamente as informações da Operação aos seus acionistas e ao mercado, a saber: a) premissas da Operação; b) termos e condições gerais; c) parecer favorável do Conselho Fiscal; e d) laudo de avaliação econômica da Companhia utilizado para o cálculo do preço de emissão, restando claro que a operação visava tão somente à capitalização de recursos pela Gafisa e não, de forma alguma, a diluição da participação de acionistas não controladores; e

(xiv) A anuência dos sócios com a estrutura proposta para o Aumento de Capital era indiscutível, e pode ser identificada em dois momentos distintos, quais sejam, a aprovação de aumento do limite do Capital Autorizado pelo voto favorável da quase unanimidade dos acionistas presentes em assembleia, correspondentes a 11.996.207 ações (correspondente a 99,87% das ações presentes e 26,80% das ações totais da Companhia), e a adesão, ampla, ao Aumento de Capital antes mesmo do início do período de subscrição de sobras (até o momento da interposição do Recurso, segundo a Companhia, haviam sido subscritas 12.170.035 ações, correspondentes a 46,32% do Aumento de Capital, não tendo sido registradas reclamações e/ou pedidos de esclarecimentos ou questionamentos de qualquer ordem por parte de acionistas perante a CVM.

12. A Recorrente instruiu a peça recursal com cartas-pareceres da lavra de Otávio Yazbek e Luciana Dias, respectivamente, favoráveis à regularidade dos procedimentos adotados pela Companhia no âmbito da Operação, pugnando pela juntada oportuna de seus pareceres, caso fosse mantida a decisão da SEP, com a remessa do Recurso ao Colegiado.

#### **IV. ANÁLISE DA SEP**

13. Ao receber o Recurso, a SEP se manifestou contrariamente ao pedido de efeito suspensivo, entendendo que tal providência não seria aplicável sobre um entendimento manifestado pela



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

Superintendência, mas esclarecendo, na mesma oportunidade, que não apuraria responsabilidades relacionadas à Operação, enquanto o Colegiado não se manifestasse sobre o Recurso interposto<sup>14</sup>.

14. Quanto ao mérito, a SEP analisou os pontos levantados pela Recorrente<sup>15</sup>, porém, concluiu que as razões recursais não foram relevantes para alterar o entendimento exarado no Ofício SEP 110, mantendo seu entendimento no tocante aos procedimentos adotados pela Gafisa e aos critérios que permearam a decisão da administração, sugerindo o encaminhamento ao Colegiado, com base no inciso III da Deliberação CVM nº 463/2003<sup>16</sup>.

15. Em sua análise, a SEP aduziu, em linhas gerais, o seguinte:

- (i) A Operação prevê mais de um preço de emissão, o que se depreende do teor do Aviso aos Acionistas e, ainda, do fato de os próprios pareceristas contratados pela Companhia terem afirmado que o caso concreto trata de situação em que há mais de um preço de emissão para uma mesma série de ações;
- (ii) O critério adotado pela Gafisa para determinação do preço de emissão não encontra respaldo na LSA, visto que essa norteou 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;
- (iii) A aplicação de ágio ou deságio, nos termos do §1º do art. 170 da LSA, é prerrogativa exclusiva em relação ao disposto no inciso III (fixação do preço de emissão tendo em vista a cotação das ações da companhia em bolsa de valores ou no mercado de balcão organizado), e mesmo assim, em função das condições de mercado; a Companhia misturou formas de valoração de naturezas diferentes para justificar seu preço de emissão, aplicando o deságio previsto no inciso III do §1º do art. 170 ao valor de perspectiva de rentabilidade futura do inciso I;
- (iv) Nenhum dos critérios previstos no §1º do art. 170 da LSA justifica a existência de preços diferentes de emissão para a mesma classe de ações, ou mesmo, outros valores;
- (v) A estrutura proposta, com diferentes preços de emissão, privilegia um grupo de acionistas em detrimento de outro, ensejando a diluição injustificada dos acionistas que decidirem por não aderir à Operação;
- (vi) 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 Gafisa extrapolou a interpretação do §1º do art. 170, criando, a fim de explicar o valor desejado, uma combinação conveniente de dois

<sup>14</sup> Conforme Ofício nº 129/2019/CVM/SEP/GEA-3, de 30.05.2019 (Doc. 0768210).

<sup>15</sup> A análise foi objeto do Relatório nº 63/2019-CVM/SEP/GEA-3 (“Relatório SEP”) (Doc. 0772674).

<sup>16</sup> III - Dentro do prazo de 15 (quinze) dias úteis, contados do recebimento do recurso, caberá ao Superintendente que houver proferido a decisão recorrida reformá-la ou mantê-la, em despacho fundamentado, encaminhando, na segunda hipótese, o processo ao Colegiado, por meio do Superintendente-Geral.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

critérios, da qual resultou um preço abaixo do menor valor verificado a partir da aplicação dos critérios previstos no §1º do art. 170 da LSA, notadamente analisados pela Companhia, e constantes do Laudo de avaliação realizado por terceiro;

(vii) A aplicação de deságio (e pior, mais de um deságio) a um preço definido por perspectiva de rentabilidade não é admitida pela Lei. 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. 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;

(viii) Eventual aplicação conjunta dos critérios seria utilizar-se de uma ponderação dos valores conforme os mesmos obtidos, para, dentro dessa faixa, determinar um preço de Emissão baseado em cada um dos critérios, mas sem misturar critérios de natureza diferentes, fazendo com que parte de um critério seja aplicado sobre o outro, de natureza diferente e que tecnicamente não admite tal aplicação; sendo assim, a Companhia aplicou o art. 170, §1º, da LSA de forma inconsistente, indo 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;

(ix) A preocupação do Parecer de Orientação CVM nº 01/78 é de que a companhia usasse como base para fixação do preço de emissão o valor nominal de uma determinada ação quando todos os critérios indicam que o valor deveria ser superior a tal valor nominal, pois isso causaria diluição injustificada. Embora no caso concreto, não existisse a referência de valor nominal, foi utilizada uma referência criada pela combinação irregular de dois critérios de natureza diferentes, ou seja, 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;

(x) A LSA, aparentemente, sequer previu a hipótese de uma mesma espécie de ação poder ter dois preços de emissão, tendo o Parecer de Orientação CVM nº 5/1979 recomendado, mesmo no caso de múltiplas ações, a adoção de um mesmo preço para as diferentes classes ou espécies, admitindo que haja preços diferentes, quando as cotações das diferentes classes ou espécies forem muito díspares e justificadas por volume e liquidez no mercado;

(xi) No caso do segundo desconto aplicado sobre o preço de emissão para os acionistas que subscreverem sobras, ainda que o efeito financeiro para a Gafisa fosse o mesmo, o efeito para os acionistas seria diferente, pois aqueles que subscreverem as sobras teriam 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);



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

(xii) Ainda que não haja vedação expressa, a utilização de preços diferentes para uma mesma espécie de ação, em diferentes etapas da mesma operação de aumento de capital, vai de encontro a princípios e disposições da LSA, conflitando, ainda, com os Pareceres de Orientação da CVM para operações dessa natureza, uma vez que não trata todos os acionistas da mesma forma, privilegiando, de um lado, desproporcionalmente os acionistas que desejarem exercer seu direito de preferência, e causando, de outra parte, a diluição injustificada dos acionistas que decidirem não exercer seu direito de preferência.

16. Para detalhes sobre as discussões que permearam as posições cotejadas pela Área Técnica e pela Recorrente, abordadas também em meu voto, faço referência, ainda, ao Relatório SEP.

### V. PARECERES APRESENTADOS PELA RECORRENTE

17. Em 01.10.2019, a Companhia apresentou as versões definitivas dos pareceres jurídicos da lavra de Otávio Yazbek e Luciana Dias<sup>17</sup>, respectivamente, juntadas aos autos, com vistas a incrementar os subsídios para a análise da estrutura adotada pela Gafisa na Operação, reforçando seus argumentos a favor da regularidade das condições do Aumento de Capital.

É o relatório.

Rio de Janeiro, 28 de fevereiro de 2023.

Flávia Sant'Anna Perlingeiro

Diretora Relatora

---

<sup>17</sup> Docs. 0851292 e 0851293. A Companhia informou que cópias dos Pareceres foram também enviadas à SEP.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

### PROCESSO ADMINISTRATIVO CVM Nº 19957.004478/2019-56

Reg. Col. 1439/19

**Recorrente:** GAFISA S.A.  
**Assunto:** Recurso contra decisão da SEP que concluiu pela irregularidade das condições do aumento de capital de Gafisa S.A. de abril de 2019.  
**Diretora Relatora:** Flávia Perlingeiro

### VOTO

#### I. ESCOPO

1. Nos termos relatados, o Recurso<sup>1</sup> objetiva, em suma, que o Colegiado reforme o entendimento da SEP que considerou irregulares as condições do Aumento de Capital em tela.
2. Antes de analisar o mérito recursal, cabe tecer breves considerações sobre o cabimento do Recurso, tendo em vista, principalmente, os procedimentos de supervisão e apuração ainda não concluídos, a possibilidade de instauração de eventual processo administrativo sancionador pela Área Técnica, os termos da decisão recorrida e as atribuições reservadas ao Colegiado da CVM.
3. Importa registrar que a manifestação da Área Técnica contra a qual a Gafisa recorreu restou consubstanciada no Ofício SEP 110, como detalhado no Relatório.
4. Por meio do referido expediente, a SEP, no curso de procedimento de supervisão, expôs seu entendimento acerca da existência de irregularidades na fixação do preço de emissão no Aumento de Capital da Companhia, em descumprimento ao art. 170, §1º, da Lei nº 6.404/1976, resumidamente de duas ordens: (i) a precificação teria ocorrido em desconformidade com os critérios estabelecidos naquele dispositivo; e (ii) teriam sido estabelecidos “*três diferentes preços de emissão no aumento de capital*”, sendo que “*a definição de preços diferentes para uma mesma espécie de ações em um aumento de capital não encontra previsão legal ou regulamentar*”.
5. No mesmo ofício, a SEP informou à Gafisa que, do seu entendimento, caberia recurso ao Colegiado, nos termos dos incisos I e X da Deliberação CVM nº 463/2003<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup> Os termos iniciados em letra maiúscula utilizados neste voto que não estiverem nele definidos têm o significado que lhes foi atribuído no relatório que o antecede (“Relatório”).

<sup>2</sup> Dispunham os referidos dispositivos, com a redação vigente à época da interposição do Recurso: “I - Das decisões proferidas pelos Superintendentes da Comissão de Valores Mobiliários – CVM caberá recurso para o Colegiado no prazo de 15 (quinze) dias, contados da sua ciência pelo interessado; (...) X - O procedimento previsto nesta deliberação também será aplicável às opiniões, manifestações de entendimentos e pareceres das áreas técnicas da CVM, nos quais poderá ser requerido o exame da questão pelo Colegiado”.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

6. Em resposta, a Companhia informou que pretendia prosseguir com o Aumento de Capital e que recorreria ao Colegiado solicitando a revisão do entendimento constante do Ofício SEP 110, o que fez por meio da interposição do Recurso em 27.05.2019<sup>3</sup>.

7. Ressalto, inicialmente, que, embora a SEP tenha manifestado o seu entendimento acerca dos preços de emissão adotados na Operação, ainda não formou sua convicção quanto à lavratura, ou não, de termo de acusação, de forma que, a rigor, não proferiu uma decisão que tenha exaurido sua atuação de supervisão e fiscalização. Assim, o Recurso de que se trata enquadrou-se no item X da Deliberação CVM nº 463/2003, então vigente<sup>4</sup>, aplicável “às opiniões, manifestações de entendimentos e pareceres das áreas técnicas da CVM”<sup>5</sup>.

8. Nesse contexto, a análise recursal deste Colegiado é limitada e não abrange aspectos casuísticos, que demandam a instrução e o exame de todo o conjunto fático-probatório em relação à Operação e às condutas apuradas, a fim de formar a convicção acusatória quanto a reunião de elementos suficientes de materialidade e autoria, o que se insere nas atribuições da Área Técnica, a quem compete o juízo acusatório, em linha com o modelo institucional, que há muito vem sendo adotado na Autarquia, de segregação das instâncias acusatória e julgadora<sup>6</sup>.

9. Registro, por oportuno, que a Recorrente suscitou, em suas razões recursais, aspectos que, em sua opinião, poderiam justificar a diluição a ser sofrida por seus antigos acionistas no Aumento de Capital<sup>7</sup>, como a indispensabilidade do aumento diante da situação econômico-

---

<sup>3</sup> O fato de a Companhia ter levado a efeito o Aumento de Capital não importou, a meu ver, perda do objeto recursal. Como mencionado, o Recurso é contra entendimento manifestado pela SEP, visando à apreciação pelo Colegiado. Permanece, portanto, o interesse da Recorrente em ver examinados seus argumentos em favor do Aumento do Capital, inclusive porque a decisão do Colegiado poderá influenciar o desfecho do procedimento de supervisão conduzido pela SEP, sobrestado justamente no aguardo de interpretação dos dispositivos legais da LSA aplicáveis ao caso.

<sup>4</sup> Posteriormente revogada pela Resolução CVM (“RCVM”) nº 46, de 31.08.2021.

<sup>5</sup> Embora a Companhia tenha recorrido ao Colegiado com fundamento no inciso I da Deliberação CVM nº 463/2003, entendo que a indicação errônea do dispositivo aplicável da norma não prejudica o conhecimento do Recurso, à luz dos princípios orientadores do processo administrativo, em especial os da eficiência e do formalismo moderado.

<sup>6</sup> Até 2002, o Colegiado exercia papel relevante tanto na função acusatória da CVM, quanto em sua função julgadora. Em 2002, com a edição da Deliberação CVM nº 457, houve uma evolução importante em relação à delimitação das competências do Colegiado. Referida norma atribuiu autonomia às Superintendências e às Comissões de Inquérito para o exercício das funções acusatórias. Ao mesmo tempo em que se promoveu maior eficiência para a condução das atividades da Autarquia, as alterações realizadas em 2002 aperfeiçoaram o próprio sistema punitivo da CVM, evitando que o Colegiado fosse instado a se manifestar e formular acusações sobre casos que posteriormente seriam levados ao seu próprio julgamento. Dessa forma, buscava-se inibir potenciais conflitos que poderiam decorrer dessa acumulação de funções. A reforma de 2002, portanto, teve como um dos principais objetivos a segregação de funções acusatória e julgadora, porque se entendeu, à época, que esse era um desenho institucional mais adequado a cumprir com os princípios inerentes aos processos administrativos sancionadores (“PAS”), em especial, o da independência dos julgadores. Assim, nos termos da reforma, às áreas técnicas coube o desempenho da função acusatória e, ao Colegiado, o exercício da função julgadora. Essa evolução na estrutura e distribuição de competências no âmbito da CVM foi reafirmada com a edição da Deliberação CVM nº 538, de 2008, e na ICVM nº 607, de 2019, que regia os PAS até o advento da RCVM nº 45, de 2021, atualmente em vigor e em que mantida a referida divisão de competências.

<sup>7</sup> No percentual de 36,99%, considerando o montante máximo do Aumento de Capital informado no Aviso Original.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

financeira então enfrentada pela Gafisa e a realização de estudos internos para fundamentar a precificação das novas ações. Essas circunstâncias, entretanto, não foram examinadas no Relatório SEP e dependem de aprofundamento do exame no âmbito da supervisão e fiscalização, a abranger a análise de outras condições, circunstâncias e condutas atinentes ao Aumento de Capital, para apuração de eventuais responsabilidades por violação ao art. 170, §1º, da LSA, atribuição que incumbe tão somente à Área Técnica, não podendo o Colegiado substituí-la nesse mister.

10. Ressalvo, porém, que essa limitação em sede recursal não impede o Colegiado de tecer considerações sobre a adequada interpretação dos dispositivos legais aplicáveis ao caso e recomendações quanto a aspectos que não tenham sido considerados pela Área Técnica ou que mereçam maior aprofundamento, sendo este o escopo desta análise. Esse exame é especialmente oportuno considerando que a matéria tratada nos autos consubstancia questão inédita, relevante para orientação do mercado, em benefício da eficiência da atuação administrativa.

11. Outro ponto que importa destacar diz respeito ao interesse recursal da Recorrente. A esse respeito, noto que, além de insurgir-se contra a interpretação manifestada pela SEP acerca do disposto no §1º do art. 170 da LSA, a Recorrente, em suas razões recursais, sustentou a regularidade da Operação à luz do disposto no §7º daquele mesmo artigo.

12. Ocorre que, como relatado, as inconsistências apontadas pela SEP envolvendo a justificativa pormenorizada para o preço de emissão proposto no Aumento de Capital, nos termos do §7º do art. 170, constaram do Ofício SEP 86<sup>8</sup>, que analisou o Aviso Original e por meio do qual a SEP solicitou, dentre outros pontos, o seu refazimento, a fim de que fossem divulgadas ao mercado as informações faltantes e os devidos esclarecimentos.

13. Em atendimento à solicitação da SEP, a Companhia divulgou, em 26.04.2019, o Aviso Republicado. Com base no Aviso Republicado e nas informações enviadas pela Companhia, a SEP manifestou seu entendimento em relação à Operação, consubstanciado no Ofício SEP 110, ocasião em que não foram mais apontadas inconsistências à luz do disposto no art. 170, §7º, da LSA<sup>9</sup>.

14. Assim, entendo que, nesse particular, não subsiste o interesse recursal da Recorrente, que pressupõe a existência de uma decisão ou manifestação que lhe é desfavorável<sup>10</sup>, o que não é o caso, tendo em vista que o entendimento contido no Ofício SEP 86 quanto ao cumprimento da

---

<sup>8</sup> Doc. 0738744.

<sup>9</sup> As referências feitas no Relatório SEP (Doc. 0772674), emitido após o recebimento do Recurso, no sentido de confirmar o atendimento pela Gafisa à norma do art. 170, §7º, da LSA, não caracterizam, a meu ver, alteração superveniente em relação ao Ofício 110, tendo em vista que os termos do referido ofício foram mantidos na íntegra pela SEP, que concluiu que os pontos levantados pela Recorrente “*não foram relevantes para alterar o entendimento exarado no Ofício nº 110/2019/CVM/SEP/GEA-3 de 10.05.2019*”.

<sup>10</sup> Confira-se, nesse sentido, o PA CVM nº 19957.010393/2017-45, Dir. Rel. Gustavo Borba, j. em 17.04.2018.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

obrigação de informar exigida pelo §7º do art. 170 da LSA foi revisto espontaneamente pela Área Técnica no Ofício SEP 110 e mantido no Relatório nº 63/2019-CVM/SEP/GEA-3<sup>11</sup>.

15. Remanesce, contudo, o interesse quanto às questões referentes a regularidade e consistência do quanto adotado pela Gafisa no estabelecimento do preço de emissão das ações objeto do Aumento de Capital, à luz dos preceitos aplicáveis, notadamente o art. 170, §1º, da LSA.

16. Feitos esses esclarecimentos, passo a analisar o mérito recursal.

## II. FIXAÇÃO DE PREÇOS DE EMISSÃO DISTINTOS PARA AS NOVAS AÇÕES ORDINÁRIAS

### a) *Resumo dos entendimentos da SEP e da Companhia*

17. A SEP entendeu que a definição de preços diferentes para uma mesma espécie de ações em um aumento de capital não encontra previsão legal ou regulamentar, admitindo que sejam estabelecidos preços diferentes apenas quando as cotações das diferentes classes ou espécies forem muito díspares e justificadas por volume e liquidez no mercado, como, de modo excepcional, facultou o Parecer de Orientação CVM nº 5/1979. Ou seja, mesmo nessas situações, a regra ainda seria a estipulação de um único preço de emissão.

18. A Companhia, por outro lado, defendeu ter estabelecido, no plano fático, um único preço de emissão para as novas ações ordinárias que seriam emitidas, de R\$5,12. Nesse sentido, alegou que para chegar a esse preço de emissão teria apurado um valor base de R\$6,02 por ação, mediante avaliação realizada por empresa de consultoria independente, mas fez incidir, sobre esse “valor base”, um deságio de 15%, considerando a desvalorização das ações em bolsa, apurada segundo estudos internos, obtendo, dessa forma, o preço de emissão de R\$5,12, que seria pago pelos acionistas que exercessem o direito de preferência.

19. Explanou, ainda, a Companhia que concedeu um desconto adicional (ou bônus) de 3% para os subscritores de eventuais sobras, para estimular a adesão ao Aumento de Capital, atingindo-se, no caso, o valor de R\$4,96 por ação, com um deságio de 17,55% sobre o valor base.

20. Subsidiariamente, argumentou a Gafisa que a Operação é eminentemente privada, aplicando-se a lógica de direito privado, pela qual, não havendo vedação legal, não há que se falar que a estipulação de dois deságios no Aumento de Capital represente, por si só, uma irregularidade.

---

<sup>11</sup> Vale lembrar que “a escolha equivocada de um critério não implica descumprimento do §7º do art. 170, desde que da leitura da proposta da administração, consiga-se extrair os elementos necessários para contestar a escolha do critério pela administração da companhia. Por esses motivos, os argumentos de adequação do critério adotado são pouco relevantes para determinação da observância do §7º, embora possam ser levados em consideração na fixação da pena” (trecho do voto do Diretor Pedro Oliva Marcilio de Sousa, no julgamento do PAS CVM nº RJ2004/5392).



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

### **b) Existência de mais de um preço de emissão**

21. Destaco, primeiramente, que o valor de R\$6,02 foi expressamente enunciado como preço de emissão das ações, no Aumento de Capital, conforme reunião do CA da Companhia, realizada em 15.04.2019<sup>12</sup>, e como tal informado aos acionistas e ao mercado em geral, não apenas por meio de fato relevante datado de 15.04.2019<sup>13</sup>, como também no Aviso Original<sup>14</sup>.
22. Houve, ainda, menção ao referido preço de emissão no parecer do conselho fiscal que analisou a Operação, exarado igualmente em 16.04.2019<sup>15</sup>.
23. Inicialmente, os preços de R\$5,12 e de R\$4,96 por ação não foram expressamente reconhecidos pela Companhia como “preços de emissão” das ações, tendo sido denominados como “valores” ou “valores de subscrição” das ações, nos primeiros avisos e fatos relevantes publicados, ou seja, seriam os preços resultantes da aplicação dos bônus escalonados de 15% e 17,55%, respectivamente, sobre o preço de emissão.
24. Por sua vez, a partir do Aviso Republicado de 26.04.2019, quando a Companhia já havia recebido a primeira intimação da SEP para prestar informações e adotar providências com relação ao Aumento de Capital, e, na sequência, no aviso aos acionistas de 29.05.2019, relativo à subscrição das sobras, emitido quando a Recorrente já havia sido notificada sobre o entendimento da Área Técnica acerca das irregularidades, a Gafisa, paulatinamente, passou a considerar o preço de R\$6,02 como sendo um “preço base da emissão” ou um “valor base”, evitando mencioná-lo como sendo o preço de emissão das ações.
25. Concomitantemente, porém, a Gafisa passou a ser referir aos valores de R\$5,12<sup>16</sup> e de

---

<sup>12</sup> Conforme constou da ata da referida reunião: “Foi deliberado pelos conselheiros presentes, e sem ressalvas: (...) Por maioria: (viii) Definir (...) que: i. O preço para a emissão de novas ações ordinárias (...) será de R\$6,02 (seis reais e dois centavos) por ação, conforme validado por empresa especializada”.

<sup>13</sup> De acordo com o fato relevante: “O Conselho de Administração da Companhia aprovou, ainda, os seguintes detalhes do aumento de capital (...) Preço por ação será de R\$6,02 (seis reais e dois centavos), conforme validado por empresa especializada”.

<sup>14</sup> No aviso de acionistas citado, a Gafisa assim dispôs: “3. Preço de Emissão por Ação. O preço de emissão será de R\$ 6,02 (seis reais e dois centavos) por ação (...) O preço de emissão das sobras será o mesmo do indicado no item 3 acima, isto é R\$ 6,02 (seis reais e dois centavos) por ação, sendo igualmente aplicando bônus de 15% (quinze por cento) sobre o preço de emissão e, ainda, um bônus adicional de 3% (três por cento), perfazendo o valor de R\$4,96 (quatro reais e noventa e seis centavos)”.

<sup>15</sup> Segundo o referido parecer, o Conselho Fiscal opinou favoravelmente à aprovação da proposta de aumento do capital aprovada pelo CA, mediante a emissão de ações, “a um preço por ação de R\$ 6,02 (seis reais e dois centavos) por ação (...) aplicando-se bônus de 15% (quinze por cento) sobre o preço de emissão na subscrição do aumento de capital dentro do prazo de 30 (trinta) dias do direito de preferência, ou seja, o valor da subscrição, neste caso, será de R\$ 5,12 (cinco reais e doze centavos) por ação”.

<sup>16</sup> No Aviso Republicado, a Gafisa informou que o “preço base da emissão será de R\$ 6,02 (seis reais e dois centavos) por ação (...) 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



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

R\$4,96 como “preços de emissão”<sup>17</sup>. Por fim, ao recorrer ao Colegiado, a Companhia defendeu a existência de um único preço de emissão, de R\$5,12 por ação, na medida em que o valor de R\$6,02 consubstanciaria um referencial ou “valor base” e o valor de R\$4,96, a ser pago pelas sobras, se subscritas por acionistas que tenham exercido o direito de preferência, corresponderia ao valor resultante do desconto de 3% sobre o preço de emissão.

26. Sob o ponto de vista conceitual, não há dúvida de que o preço de emissão corresponde a valor a ser pago, em dinheiro ou bens, pelo subscritor, em troca do recebimento das ações, no aumento de capital. É a contraprestação devida para a obtenção da titularidade da ação<sup>18</sup>.

27. Logo, se esse valor sofre variação durante o procedimento de aumento de capital, forçoso reconhecer que há, substancialmente, mais de um preço de subscrição, independentemente das denominações que se lhes atribuem nos avisos, comunicados e demais atos societários emanados da companhia: “preço base de emissão”, “valor base”, preço resultante da aplicação de “bônus”, “prêmio” ou “desconto” etc. A terminologia ou denominação não altera a substância do ato.

28. Como se observa pela leitura das atas de reunião do CA, do fato relevante e dos avisos aos acionistas divulgados pela Companhia, todos os valores acima mencionados foram considerados como “preços de emissão” das ações, ainda que de forma e em momentos distintos.

29. A Gafisa mostrou um comportamento inconstante, a esse respeito, à medida em que a fiscalização da SEP avançava, mas é possível evidenciar que houve, de fato, o estabelecimento de 3 (três) preços de emissão distintos para as ações no âmbito do Aumento de Capital: (i) o preço de emissão de R\$6,02 por ação, que, na prática, seria o referencial para eventual leilão das sobras em Bolsa; (ii) o preço de emissão de R\$5,12, a ser pago pelos acionistas que exercessem o direito de

---

*subscrição das sobras”. Em outro trecho do documento ainda constou que o “saldo não rateado, seja por ausência de interesse ou impossibilidade de rateio conforme indicado acima, será vendido no pregão da B3 pela Planner Corretora de Valores S.A., em benefício da Companhia, com preço de emissão de R\$6,02 (seis reais e dois centavos)”.*

<sup>17</sup> No aviso aos acionistas de 29.05.2019, a Gafisa se referiu ao aumento de capital mediante emissão de novas ações ordinárias “pelo valor base de R\$ 6,02 (seis reais e dois centavos) por ação ordinária (...) sendo-lhe aplicado um bônus escalonado: (i) de 15% (quinze por cento) aplicado sobre o valor base da emissão para aqueles acionistas que exercerem o seu direito de preferência, representando um preço de emissão de R\$ 5,12 (cinco reais e doze centavos) por ação ordinária; e (ii) adicional de 3% (três por cento) aplicado sobre o preço do direito de subscrição do item anterior para aqueles acionistas que exercerem o direito de adquirir sobras, representando um preço de emissão de R\$ 4,96 (quatro reais e noventa e seis centavos) por ação ordinária, na subscrição das sobras”. A Companhia se referiu aos “preços de emissão” de R\$5,12 e R\$4,96 em outros trechos desse documento.

<sup>18</sup> Veja-se que: “Preço de emissão da ação é o valor, em dinheiro ou bens, que o subscritor se obriga a pagar para adquirir a ação. É preço no sentido de contraprestação no negócio pelo qual a companhia coloca em circulação a ação por ela criada. A designação “preço” adotada pela LSA foi criticada com o argumento de que a palavra representa a prestação do comprador no contrato de compra e venda, mas ela é correntemente usada para significar a prestação em dinheiro de diversos outros tipos de contratos, e justifica-se por exprimir a idéia de contraprestação com mais clareza do que a expressão “valor de emissão”.” (PEDREIRA, José Luiz Bulhões e LAMY FILHO, Alfredo (Coordenadores). Direito das Companhias. Rio de Janeiro: Forense. 1ª ed., 2009, p. 231).



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

preferência; e (iii) o preço de emissão de R\$4,96, a ser pago pelos acionistas que, exercendo o direito de subscrição, optassem, adicionalmente, por subscrever as sobras.

30. Assinalo, a propósito, que, mesmo os pareceristas que, a pedido da Recorrente, manifestaram-se sobre a questão, abordaram a viabilidade de serem estabelecidos diferentes preços de emissão em momentos distintos da colocação das ações<sup>19</sup>.

31. Entendo, portanto, que não merece reparo o entendimento da SEP a respeito do tema.

### *c) Legalidade da fixação de mais de um preço de emissão*

32. A primeira das principais controvérsias que aqui se coloca, ainda não enfrentada em precedentes, diz respeito à possibilidade de se fixar, em um mesmo aumento de capital, preços de emissão diferenciados para ações da mesma espécie e classe.

33. A Recorrente sustentou que o Aumento de Capital consubstanciaria operação eminentemente privada, sujeita à lógica de direito privado, segundo a qual, na ausência de qualquer vedação legal, deve ser admitida a estipulação de mais de um preço de emissão (ou de descontos escalonados sobre o preço de emissão) para ações de uma mesma espécie.

34. Nesse sentido, segundo a Gafisa, desde que o aumento de capital não enseje a diluição injustificada dos antigos acionistas – efeito que o legislador quis afastar à luz do disposto no art. 170 da LSA –, a estipulação de mais de um preço de emissão que atenda aos interesses da companhia e dos acionistas, não seria, por si só, irregular.

35. Concordo, por um lado, que a LSA não contém, de fato, um dispositivo que vede expressamente a emissão de ações por preços diversos numa mesma operação de aumento de capital. Assim, essa possibilidade não deve ser aprioristicamente excluída pelo intérprete.

36. Nesse sentido, aliás, a própria CVM já se manifestou acerca da possibilidade de emissão de ações com preços de emissão diferenciados, em um mesmo aumento capital<sup>20</sup>. O Parecer de

---

<sup>19</sup> Luciana Dias, no item 6 de sua carta-parecer, aduziu: “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 (...) de aumento de capital da Gafisa, as ações serão emitidas a um preço de R\$ 5,12 por ação durante os 30 dias do período de exercício do direito de preferência, ao passo que, no período de subscrição de sobras, a subscrição será feita ao valor de R\$ 4,96”.

<sup>20</sup> De acordo com o Parecer de Orientação CVM nº 5/1979: “1. 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. Esse princípio se afigura como lógico porque, em se tratando de ações do capital de uma mesma companhia, serão sempre iguais dois entre os fatores legais determinantes do preço de emissão (conforme o § 1º do art. 170 da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976), ou seja, o valor do patrimônio líquido e as perspectivas de rentabilidade da companhia emissora. Somente poderá variar, eventualmente, o terceiro fator, qual seja, o valor de cotação no mercado de cada um dos tipos das ações a serem emitidas. 2.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

Orientação CVM nº 5/79, embora indique que seja adotado, via de regra, um único preço de emissão nas ofertas de ações, admite que a companhia emissora estabeleça preços específicos para diferentes classes ou espécies de ações apenas excepcionalmente, quando suas cotações forem muito díspares e justificadas por volume e liquidez no mercado<sup>21</sup>. Verifica-se, desse modo, que a adoção de preços diversos para ações ordinárias e preferenciais tem como pressuposto a disparidade nos valores econômicos dessas ações.

37. No presente caso, todavia, as ações são da mesma espécie e classe (ações ordinárias). Assim, conceitualmente, têm as mesmas características intrínsecas, de modo que a mensuração de seu valor econômico, para fins de aumento de capital<sup>22</sup>, é a mesma. Em outras palavras, tais ações têm idêntico valor econômico, uma vez que o resultado da avaliação das mesmas ações seguindo critérios diversos é o mesmo.

38. Como se sabe, a sistemática da lei societária assegura tratamento igualitário entre os acionistas<sup>23</sup> e veda que, na hipótese de aumento de capital, os antigos acionistas da companhia tenham sua participação injustificadamente diluída, por meio da emissão de ações por preço que não esteja condizente com o seu valor econômico. Para apuração desse valor, o §1º do art. 170<sup>24</sup> estabeleceu três critérios balizadores: a perspectiva de rentabilidade da companhia (inciso I), o valor do patrimônio líquido da ação (inciso II) e a cotação de suas ações no mercado (inciso III)<sup>25</sup>.

---

*Excepcionalmente, porém, afigurar-se-á como admissível, na hipótese, a diversidade de preços de emissão em um mesmo aumento de capital. Tal exceção, no entanto, cuja análise será objeto deste Parecer, deverá se restringir aos casos em que os diversos tipos de ações a serem emitidas: 1. apresentem cotações no mercado significativamente díspares; e 2. possuam, todos, significativos índices de negociabilidade.”*

<sup>21</sup> “Esses dois requisitos não de ser cumulativos. A ausência de qualquer um deles frustra a diversificação de preços. É, outrossim, de hialina evidência que essa emissão excepcional deverá ser devidamente justificada, principalmente no caso de ocorrer diluição para um dos tipos de ações” (LUCENA, José Waldecy. Das Sociedades anônimas - comentários à lei (arts. 121 a 188), vol. 2. Rio de Janeiro: Renovar, 2009, p. 853).

<sup>22</sup> Não se aplica, aqui, eventual sobrepreço ao valor das ações ordinárias representativas do controle em casos de alienação do controle acionário (conforme art. 254-A da LSA).

<sup>23</sup> Pode- mencionar, nesse sentido, o disposto no §1º do art. 109, segundo o qual “[a]s ações de cada classe conferirão iguais direitos aos seus titulares”.

<sup>24</sup> “Art. 170. Depois de realizados 3/4 (três quartos), no mínimo, do capital social, a companhia pode aumentá-lo mediante subscrição pública ou particular de ações. § 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.”.

<sup>25</sup> Consoante se extrai da Exposição de Motivos que acompanhou a LSA: “p) para proteção dos acionistas minoritários, o § 1º estabelece que 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-las por preço superior, conduz à diluição desnecessária e injustificada dos acionistas que não têm condições de acompanhar o aumento, ou simplesmente desatentos à publicação de atos societários. A emissão de ações pelo valor econômico é a solução que melhor protege os interesses de todos os acionistas, inclusive daqueles que não subscrevem o aumento, e por isso deve ser a adotada pelos órgãos competentes para deliberar sobre o aumento de capital”.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

39. A análise quanto à conformidade dos preços de emissão adotados no Aumento de Capital aos critérios legais será abordada em detalhe na seção seguinte. Por ora, destaco que tanto a doutrina<sup>26</sup> quanto a jurisprudência<sup>27</sup> da CVM têm reconhecido que os critérios legais constantes dos referidos incisos são referenciais, balizas de orientação e elementos indicativos, que devem ser levados em consideração para a fixação do preço de emissão “sempre que possível”<sup>28</sup>.

40. Com efeito, não é raro que a adoção objetiva dos critérios elencados na LSA seja, na prática, inviável, a depender da situação da companhia. Essa inviabilidade, quando real e consistente, permite uma maior flexibilidade na determinação do preço de emissão, justamente a fim de não impedir que as companhias venham a se capitalizar no mercado.

41. Assim, admite-se que os administradores tenham uma margem de discricionariedade para decidir quanto ao critério mais adequado para a determinação do preço de emissão, que pode inclusive consistir em critério diverso daqueles previstos na lei, desde que a escolha seja tomada a partir daqueles parâmetros e mediante o sopesamento dos elementos do caso concreto de forma consistente e verdadeira, orientado sempre pelo interesse social de modo a não provocar a diluição injustificada dos antigos acionistas<sup>29</sup>.

42. O juízo de ponderação, portanto, deve ser feito pelos administradores em consonância com o objetivo da norma de evitar a diluição injustificada dos antigos acionistas, o que, a meu ver, implica que as variáveis estejam associadas ao valor econômico das ações. Afinal, a liberdade conferida aos administradores não é arbitrária, razão pela qual a definição do preço deve estar

---

<sup>26</sup> Para Fábio Konder Comparato: “Diz-se, aí, que o preço de emissão deve ser fixado ‘tendo em vista’, três valores econômicos dos títulos. A expressão legal ‘tendo em vista’ deve ser sublinhada. Ela não indica uma determinação precisa, do tipo ‘pela média de tais e tais valores’, ou então, ‘por este ou aquele valor’. O ‘ter em vista’, no caso, significa levar em consideração, ou ter em conta; o que importa em conferir ao órgão societário que fixa o preço de emissão de ações uma certa latitude de apreciação, ou um perímetro decisório.” (A Fixação do Preço de Emissão das Ações no Aumento de Capital da Sociedade Anônima, Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo: Revista dos Tribunais, nº 81, 1991, pp. 80-81). No mesmo sentido: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A Lei das S.A., Vol. II, Pareceres*. RJ: Renovar, 2ª Edição, p. 275; PENTEADO, Mauro Rodrigues. *Aumentos de Capital das Sociedades Anônimas*. São Paulo: Quartier Latin, 2ª Edição, p. 248; e LUCENA, José Waldecy. *Das Sociedades Anônimas – Comentários à Lei*, Vol. II. RJ: Renovar, 2009, p. 842.

<sup>27</sup> Alguns exemplos: PAS CVM nº 19957.008086/2019-66, de minha relatoria, j. em 27.09.2022; PAS CVM nº 19957.005983/2019-18, Rel. Presidente Marcelo Barbosa, j. em 10.08.2021; PAS CVM nº RJ2009/8316, Rel.ª Dir.ª Luciana Dias, j. em 09.04.2013; Processo CVM nº RJ2010/16884, Rel. Dir. Otavio Yazbek, j. em 17.12.2013; e voto do Presidente Marcelo Trindade no PAS CVM nº RJ2004/3098, j. em 25.01.2005.

<sup>28</sup> O Parecer de Orientação CVM nº 1/1978 já consignava que “um exame mais aprofundado do texto do citado dispositivo legal, bem como da exposição de motivos da Lei nº 6.404/76, na parte alusiva àquele dispositivo, revela que a intenção do legislador foi a de exigir a observância dos três mencionados parâmetros sempre que possível”.

<sup>29</sup> “A única razão que pode justificar a diluição é o interesse da companhia. Se os negócios sociais exigem quantidade adicional de capital próprio que somente pode ser obtida pela via do aumento do capital social, justifica-se a subordinação do interesse individual dos acionistas (o de preservar o valor econômico de suas ações) ao interesse social de manter ou expandir as atividades da companhia. A diluição somente é legítima, entretanto, na medida em que se impõe para atender ao interesse social.” (LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A Lei das S.A., Vol. II, Pareceres*. Rio de Janeiro: Renovar, 2ª Edição, p. 276).



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

**fundamentada economicamente**, em termos objetivos e em função de interesses legítimos da companhia emissora.

43. No caso, como mencionado, o aumento, mediante subscrição particular, envolveu apenas a emissão de ações ordinárias, que foram oferecidas aos acionistas por dois preços distintos, de acordo com o momento da subscrição: (i) durante o período do exercício do direito de preferência, o valor para a subscrição foi de R\$ 5,12 por ação; e (ii) no período de subscrição de sobras, o preço foi de R\$ 4,96 por ação. Foi, ainda, estabelecido que, para eventual leilão das sobras em Bolsa, o preço de emissão para os novos investidores seria de R\$ 6,02 por ação.

44. A análise acerca da legalidade dessa estratégia é tarefa bastante desafiadora, não apenas por seu ineditismo, mas também por sua complexidade. Para enfrentá-la, começo ressaltando dois aspectos importantes. O primeiro é o de que o Aumento de Capital se deu mediante subscrição particular. O segundo refere-se ao fato de que a distinção de preços foi feita à luz de destinatários considerados em duas dimensões: (i) entre acionistas; e (ii) entre acionistas e novos investidores.

45. No âmbito das ofertas públicas, vige a regra de unicidade do preço de emissão, devendo eventuais situações excepcionais serem previamente submetidas à análise da CVM. Essa lógica já constava da ICVM nº 400/2003 e foi mantida na atual RCVM nº 160/2022, que a substituiu, porém com alguns ajustes no que tange às hipóteses que autorizam a adoção de preços diferenciados.

46. De acordo com a redação constante do art. 23<sup>30</sup> da antiga ICVM nº 400/2003, a CVM poderia autorizar a diversidade de preços em duas situações: (i) no caso de ações de espécie e classe distintas (na linha do já mencionado Parecer de Orientação CVM nº 5/1979); ou (ii) no caso de destinatários distintos. A despeito de a norma não ter especificado o que seriam destinatários distintos, recorde-se que nas emissões públicas, a rigor, pode haver até duas fases de colocação – uma prioritária para os acionistas e outra destinada à subscrição pública<sup>31</sup>.

47. Registre-se, a propósito, que a diferenciação entre destinatários já havia sido referendada pela antiga Superintendência Jurídica desta Autarquia no Parecer CVM/SJU/Nº 068, de 05.11.1980<sup>32</sup>, que admitiu a possibilidade de o preço de emissão ser fixado em valores diferentes

---

<sup>30</sup> “Art. 23. O preço da oferta é único, mas a CVM poderá autorizar, em operações específicas, a possibilidade de preços e condições diversos **consoante tipo, espécie, classe e quantidade de valores mobiliários ou de destinatários**, fixados em termos objetivos e em função de interesses legítimos do ofertante, admitido ágio ou deságio em função das condições do mercado.” (grifei).

<sup>31</sup> Contudo, é bastante usual que tais operações sejam realizadas com a supressão do direito de preferência ou redução do prazo para seu exercício, no caso das companhias abertas de capital autorizado, conforme o disposto no art. 172 da LSA, em textual: “Art. 172. O estatuto da companhia aberta que contiver autorização para o aumento do capital pode prever a emissão, sem direito de preferência para os antigos acionistas, ou com redução do prazo de que trata o § 4º do art. 171, de ações e debêntures conversíveis em ações, ou bônus de subscrição, cuja colocação seja feita mediante: I - venda em bolsa de valores ou subscrição pública; (...)”.

<sup>32</sup> Textualmente: “EMENTA: Admissível a possibilidade de ser o preço das ações ofertadas publicamente diferente



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

entre os novos e os antigos acionistas, mesmo no caso de ações do mesmo tipo (espécie e classe), assegurado, porém, que o preço de venda ao público não seja inferior ao pago pelos acionistas por ocasião do exercício do direito de preferência<sup>33-34</sup>.

48. Note-se que o pressuposto aqui era de que se estava diante de uma oferta pública e que poderia haver relevante modificação da cotação das ações no decurso do aumento de capital, ou seja, cuidava-se, no limite, de diferenciação de preços por se considerar que as ações, embora do mesmo tipo, apresentariam, ao longo do tempo, valores econômicos distintos. De fato, o parecer em referência assim esclarece: *“É importante frisar que o parâmetro ‘cotação da[s] ações no mercado’ deve constituir, em última análise, a única justificativa para tais modificações, visto que os demais – valor do patrimônio líquido e perspectivas de rentabilidade – já terão sido considerados quando da determinação do preço de emissão das ações”*.

49. Assim, pode-se concluir que o racional por trás do tratamento diferenciado entre destinatários de uma mesma oferta estava amparado nas seguintes premissas: (i) a distinção não seria tida entre os antigos acionistas, e sim entre esses e novos investidores; (ii) a variação no preço de emissão estaria estritamente correlacionada à modificação do valor econômico da ação ao longo do tempo; e (iii) a variação não poderia implicar na diluição injustificada dos antigos acionistas.

50. Na prática, contudo, não havia muito espaço para essa diferenciação, uma vez que é praxe

---

*daquele fixado às ações subscritas pelos acionistas no exercício do direito de preferência. (...) Cremos não existir nenhum óbice legal a que seja o preço das ações ofertadas publicamente diferente daquele pelo qual os antigos acionistas as subscreverem no exercício do direito de preferência. Pelo contrário, razões há no sentido de que, em diversas situações, seja esse procedimento adotado. Sob o ponto de vista das companhias, a fixação de preço único para as duas fases de colocação de uma emissão poderá ser danosa a seu patrimônio não só por representar uma captação de recursos a um custo maior de capital, na hipótese de elevação da cotação de suas ações em Bolsa no período compreendido entre a deliberação da emissão e o lançamento das ações a mercado, como também, por acarretar fortes prejuízos aos intermediários garantidores da operação, nos casos de queda da cotação daqueles papéis. Em razão de haver a Lei das S.A., em seu artigo 170, §2º, facultado à assembleia geral, quando for de sua competência deliberar sobre o aumento, a delegação ao conselho de administração da fixação de novo preço para as ações colocadas ao público, a CVM tem admitido que lhe seja este encaminhado em época posterior a da apresentação do pedido de registro, devendo, porém, ser informado a esta Autarquia antes da concessão do registro, com a respectiva justificativa.”*

<sup>33</sup> Com a ICVM nº 400/2003, a diferenciação passou a depender de autorização específica da CVM.

<sup>34</sup> De forma semelhante, o Parecer CVM/SJU/Nº 082, de 12.10.1978, inclinou-se pela possibilidade de variação do preço de subscrição em diferentes momentos da oferta quando houvesse variação dos parâmetros de fixação do preço e desde que inexistente diluição injustificada dos antigos acionistas, nos seguintes termos: *“Tem-se discutido muito sobre a possibilidade de variação do preço de emissão num mesmo aumento de capital, em face da variação, ao longo do período de subscrição do aumento, dos parâmetros que necessariamente norteiam a fixação daquele preço, tendo sempre como princípio básico a não diluição injustificada da participação dos antigos acionistas, contido no § 1º do artigo 170 da Lei nº 6.404/76.”* No caso analisado pelo parecer em questão, porém, a SJU foi contrária à variação do preço, concluindo: *“Ora, o caso em espécie absolutamente não se enquadra no entendimento exposto no parágrafo anterior. O preço de emissão diferente para os novos acionistas, além de não ter sido fixado com base em valores diversos daqueles que embasaram a fixação do preço para os antigos acionistas, apoia-se em filosofia diametralmente oposta àquela prevista no citado § 1º do artigo 170, já que pretende proteger os novos acionistas.”*



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

no mercado que as ofertas públicas sejam realizadas com exclusão do direito de preferência (ou redução do prazo para seu exercício)<sup>35-36</sup> e a precificação das ações é definida por meio de procedimento de coleta de intenções de investimento (*bookbuilding*) realizado pouco antes do registro da oferta e início da negociação.

51. A par disso, assinalo que os princípios do tratamento equitativo entre os destinatários da oferta e da unicidade do preço de emissão foram reafirmados pela CVM no âmbito do Processo CVM nº 19957.006485/2021-15, no qual o Colegiado admitiu a realização de ofertas públicas com estruturas de investimento âncora associadas à celebração de contratos de opção, na premissa de que tais contratos eram exercíveis contra os acionistas (e não contra a companhia emissora), e, por isso, não se alteraria a relação entre a companhia ofertante e os demais destinatários, inclusive no que tange ao preço da oferta<sup>37</sup>.

52. A nova RCVM nº 160/2022, por sua vez, passou a ter uma redação mais restritiva, acolhendo a diversidade de preços apenas no caso de ações de espécie e classe distintas<sup>38</sup>, embora a alteração tenha pouco efeito prático, pelos motivos acima mencionados<sup>39</sup>.

53. Nas subscrições privadas, por sua vez, não há a procura de novos investidores, e os acionistas têm direito de preferência para a subscrição das novas ações, cujo prazo não será inferior

---

<sup>35</sup> Conforme o já mencionado art. 172 da LSA.

<sup>36</sup> Como consignado na Exposição de Motivos da Lei nº 6.404/1976, permite-se a exclusão do direito de preferência nas emissões públicas pois “além de por vezes dificultar a organização da distribuição de emissão no mercado, não tem importância como instrumento de proteção dos acionistas contra modificação da sua porcentagem no capital social, porque qualquer um pode adquirir ações no mercado”.

<sup>37</sup> Conforme registrado na ata de reunião do Colegiado de 05.10.2021: “O Acordo de Investimento e o Contrato de Opção (em conjunto, “Ancoragem”), segundo o Colegiado, consubstanciam negócios jurídicos privados, celebrados entre os investidores âncoras e os Acionistas Originais, não figurando a Emissora como parte em tais negócios. Trata-se de um conjunto de direitos e obrigações que, embora contratadas em razão da Oferta, que é exclusivamente primária, não altera a relação entre a Ofertante e os destinatários da Oferta, de modo que os arts. 21 e 23 da Instrução CVM nº 400/2003 encontram-se observados neste caso concreto, estando assegurados o tratamento equitativo entre os destinatários e aceitantes da Oferta; e a unicidade do preço da Oferta.” (grifei).

<sup>38</sup> “Art. 61. O preço da oferta é único. § 1º A CVM pode autorizar, em operações específicas, a possibilidade de preços e condições diversos **consoante tipo, espécie e classe**, fixados em termos objetivos e em função de interesses legítimos do ofertante, admitido ágio ou deságio em função das condições do mercado, conforme disposto no inciso III do § 1º do art. 170 da Lei nº 6.404, de 1976.” (grifei).

<sup>39</sup> No âmbito da audiência pública da nova RCVM 160/2022, um dos participantes propôs a inclusão de um novo dispositivo permitindo a definição de preços distintos, mais favoráveis, para o exercício do direito de preferência, em função de interesses legítimos dos atuais acionistas ou cotistas. No entanto, a sugestão não foi acolhida. Como constou no Relatório de Análise: “A alegação de que inexistente esforço de venda direcionado à base de cotistas não pode ser generalizada, pois há diversos casos em que essa prática é verificada, sobretudo quando a base de investidores se encontra pulverizada. Assim, é comum que a adesão dos atuais cotistas a novas ofertas públicas decorra do esforço de divulgação, que torna o exercício do direito de preferência um componente essencial de tais ofertas.”. Assim, verifica-se que a questão foi analisada com enfoque nos custos de emissão, não tendo sido levado em conta outras perspectivas, como a variação do valor econômico da ação ao longo do procedimento, o que, pelos motivos já mencionados, encontra-se aderente à realidade das subscrições públicas.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

a 30 dias (art. 171, §4º, LSA)<sup>40</sup>. Após o término desse prazo, eventuais sobras podem ser destinadas aos acionistas que haviam solicitado reserva, mediante rateio, ou vendidas em bolsa<sup>41</sup>. Aqui, portanto, as ações somente são ofertadas ao público se nem todos os acionistas tiverem interesse no exercício da preferência e na subscrição das sobras, resultando em ações sem tomador imediato.

54. Antes de iniciar a análise das questões que dizem respeito ao caso, cabe observar que a possibilidade de serem estabelecidos preços de emissão diferenciados entre os atuais acionistas e os novos investidores que vierem a subscrever as sobras das sobras (ações que não encontraram tomador na colocação junto aos acionistas) é matéria controversa. Se por um lado a estratégia poderia facilitar a colocação do aumento nos casos excepcionais em que ocorressem alterações substanciais no valor econômico da ação no decurso do período de exercício do direito de preferência, na linha do já mencionado Parecer CVM/SJU/Nº 068/80, por outro lado, não encontra respaldo na doutrina<sup>42</sup> e em decisões do Superior Tribunal de Justiça<sup>43</sup>.

55. De todo modo, no caso em apreço, ressalto que o Aumento de Capital foi integralmente subscrito pelos acionistas da Companhia<sup>44</sup>, razão pela qual o exame da questão adicionaria um

---

<sup>40</sup> Art. 171. Na proporção do número de ações que possuem, os acionistas terão preferência para a subscrição do aumento de capital. (...) § 4º O estatuto ou a assembléia-geral fixará prazo de decadência, não inferior a 30 (trinta) dias, para o exercício do direito de preferência.

<sup>41</sup> V. art. 171, §7º, da LSA: “Na companhia aberta, o órgão que deliberar sobre a emissão mediante subscrição particular deverá dispor sobre as sobras de valores mobiliários não subscritos, podendo: a) mandar vendê-las em bolsa, em benefício da companhia; ou b) rateá-las, na proporção dos valores subscritos, entre os acionistas que tiverem pedido, no boletim ou lista de subscrição, reserva de sobras; nesse caso, a condição constará dos boletins e listas de subscrição e o saldo não rateado será vendido em bolsa, nos termos da alínea anterior.”

<sup>42</sup> Nas palavras de Paulo de Tarso Domingues: “Em primeiro lugar, convém sublinhar que a fixação de diversos valores de emissão apenas é possível para diferentes operações que incidam sobre o capital social. Significa isto que numa determinada emissão de ações (seja no momento constitutivo da sociedade, seja em posteriores aumentos de capital), o valor de emissão deve ser um só para todas ações emitidas no âmbito dessa operação” porque “só dessa forma fica assegurado o fundamental princípio de direito societário de igualdade de tratamento entre os sócios.” (DOMINGUES, Paulo de Tarso. *Traços Essenciais do Novo Regime das Ações sem Valor Nominal*. In: *Capital Social Livre e Ações sem Valor Nominal*. Coord.: Domingues, Paulo de Tarso; Carvalho, Maria Miguel. Coimbra: Almedina, 2011, p. 117). No mesmo sentido é a opinião de Mario Engler Pinto Junior: “Na subscrição pública, assim como na subscrição particular, todos os potenciais subscritores devem ser tratados de forma equitativa, o que supõe, entre outras coisas, a igualdade de condições para aquisição das ações ofertadas, sobretudo no que se refere ao fator preço. Vale dizer, o preço deve ser o mesmo para todos os subscritores, salvo raríssimas exceções plenamente justificáveis (v.g., desconto concedido aos empregados da companhia emissora).” (JUNIOR, Mario Engler Pinto. *A Capitalização da Companhia*. In: Finkelstein, Maria Eugênia Reis; Proença, José Marcelo Martins (coords.), *Sociedades Anônimas*, São Paulo: Saraiva, 2007, pp. 265-266). Cf., ainda: PENTEADO, Mauro Rodrigues. *Aumentos de Capital das Sociedades Anônimas*, 2ª ed., São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 252; EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada, Vol. II – Arts. 121 a 188*. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 499.

<sup>43</sup> Cf.: AgRg no Ag 16361/RS, Rel. Min. Eduardo Ribeiro, Terceira Turma, j. 05.05.1992, publicado no DJ em 01.06.1992, p. 8045: “Não viola o artigo 170, parágrafo 1º, da Lei 6.404/76 a decisão que determina sejam as ações subscritas pelo mesmo valor que o fizeram os demais acionistas, devidamente corrigido, ainda que em época posterior, já que criados obstáculos indevidos a que isso se fizesse. Trata-se do mesmo aumento de capital, não devendo haver emissões com preços diferenciados.”

<sup>44</sup> Como informado no Aviso aos Acionistas publicado pela Gafisa em 24.06.2019, disponível no site da CVM.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

grau de complexidade a este processo desnecessário, estando, portanto, fora do escopo deste voto. Sendo assim, restrinjo esta análise à verificação da conformidade da fixação de preços de emissão diversos entre os próprios acionistas.

56. A esse respeito, entendo pertinente tecer as seguintes considerações.

57. Inicialmente, repiso que a lei societária assegura tratamento isonômico entre os acionistas da mesma classe, o que implica reconhecer ser vedado fixar preços que impliquem em tratamento não equitativo entre eles<sup>45</sup>. Nesse sentido, a fixação de um preço mais vantajoso para os acionistas que subscreverem as sobras, por meio de um desconto adicional, parece-me contrariar os objetivos da lei, porquanto lhes assegura uma menor diluição de suas participações acionárias em relação aos demais acionistas, ainda que todas as ações tenham o mesmo valor econômico.

58. Em segundo lugar, assinalo que a flexibilidade aplicável à fixação do preço de emissão já permite que a companhia tenha mecanismos para se proteger dos efeitos de uma eventual variação do valor econômico da ação ao longo do procedimento. Afinal, é conferida aos administradores legitimidade para ajustarem o valor encontrado a partir de qualquer dos critérios elencados no art. 170, §1º, da LSA, mediante o sopesamento dos elementos do caso concreto de forma consistente e verdadeira, e desde que orientados pelo interesse social<sup>46</sup>.

59. Noto, por exemplo, que, para os fins do art. 170, §1º, III, da LSA, os administradores têm liberdade para escolher o período das cotações computadas no preço de emissão, podendo apurar o valor de mercado da ação a partir de uma média das cotações de um determinado número de pregões, de maneira a reduzir a influência de alguma volatilidade momentânea e capturar o real valor econômico da ação. Além disso, o referido dispositivo admite a aplicação de ágio ou deságio sobre a cotação das ações, de modo que eventuais condições de mercado possam ser consideradas na definição do preço de emissão, quando necessário para a concretização do aumento de capital.

60. De modo semelhante, observo inexistir obrigação de vinculação entre o valor apurado em laudo de avaliação e o preço de emissão, como já reconhecido por esta CVM<sup>47</sup>. Assim, os

---

<sup>45</sup> A respeito do princípio da igualdade entre os acionistas, bem elucida Nelson Eizirik: “O âmbito de aplicação do princípio da igualdade entre os acionistas de uma mesma classe deve ser apreciado sob 2 (duas) perspectivas: a igualdade formal de direitos incorporados à ação e atribuídos ao acionista e a igualdade substancial, que impede o tratamento discriminatório. Enquanto o princípio da igualdade formal centra-se no plano dos direitos que cada uma das ações confere ao seu titular, o da igualdade substancial de tratamento volta-se para a maneira como a sociedade trata os acionistas concretamente, em determinadas situações, como, por exemplo, no exercício do direito de preferência, na compra das próprias ações e em operações de reorganização societária.” (EIZIRIK, Nelson. *Lei Das S/A Comentada*, Vol. I – Arts. 1º a 120. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 608).

<sup>46</sup> Cf., a propósito, o Processo Administrativo CVM nº RJ2010/16884, Rel. Dir. Otavio Yazbek, j. em 17.12.2013.

<sup>47</sup> P.ex., PAS CVM nº 19957.005983/2019-18, Rel. Presidente Marcelo Barbosa, j. em 10.08.2021; PAS CVM nº RJ 2009/8316, Dirª. Relª. Luciana Dias, j. em 09.04.2013; Processo CVM nº RJ2004/5476, Rel. Presidente Marcelo Trindade, j. em 01.03.2005.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

administradores têm “*ferramentas dinâmicas para perquirir o interesse social, atuando de forma sempre circunscrita aos seus deveres fiduciários*”<sup>48</sup>.

61. Ademais, não se pode ignorar que a estratégia de descontos escalonados abre espaço para eventuais abusos e dificulta sobremaneira a fiscalização da conformidade da diluição suportada pelos antigos acionistas, por meio da variação no preço, ao disposto na normal legal, em especial considerando a flexibilidade conferida à fixação do preço de emissão.

62. Por fim, ressalto que, em termos práticos, o acionista pode exercer o seu direito de preferência até o trigésimo dia (ou até o último dia caso tenha sido fixado prazo maior), e, portanto, até pouco antes do início do período de subscrição das sobras, quando as condições vigentes serão basicamente as mesmas. Esse ponto me parece relevante na medida em que denota não subsistir razão econômica para a adoção de preços diversos entre os próprios acionistas, o que reforça que o mecanismo promove um tratamento desigual, diluindo injustificadamente aqueles que não participarem do rateio das sobras, em contrariedade ao disposto no art. 170, §1º, da LSA.

63. A propósito, no que tange ao racional econômico do escalonamento, e já retornando ao caso concreto, destaco que a Gafisa justificou a aplicação do desconto adicional de 3% para o rateio das sobras como forma de “*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*”, sendo que “*teri[a] como justificativa reverter em benefício dos acionistas participante[s] do aumento eventual comissão para os agentes autônomos que atuariam na intermediação das ações da Companhia com potenciais investidores*”<sup>49</sup>.

64. Nesse cenário, verifica-se que o escalonamento sequer teria correlação com a modificação do valor econômico da ação ao longo do tempo, o que evidencia que o real objetivo da concessão do desconto adicional para o rateio das sobras parece ter sido unicamente garantir a atratividade do preço para incentivar a participação dos acionistas na subscrição do aumento.

65. Esclareço que a concessão de desconto no preço de emissão é estratégia legítima e bastante usual como forma de permitir a colocação do aumento, porquanto, do contrário, o acionista poderia realizar a aquisição de ações diretamente no mercado secundário. Naturalmente, contudo, o desconto deve ser concedido indiscriminadamente a todas as ações do mesmo tipo, as quais, como dito, têm idêntico valor econômico, a fim de não conduzir à diluição injustificada de parcela da base acionária e ao tratamento desigual entre acionistas.

66. Além disso, a necessidade de conferir atratividade ao aumento de capital não pode ser

---

<sup>48</sup> Como ressaltado pela Diretora Relatora Luciana Dias, no PAS CVM nº RJ 2009/8316, j. em 09.04.2013.

<sup>49</sup> Conforme consignado no Aviso Republicado (Doc. 0749063).



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

usada como justificativa para promover um tratamento não igualitário entre os subscritores de ações de mesma espécie e classe. Afinal, como mencionado, o preço deve ser economicamente justificado, não sendo suficiente que esteja embasado no pretexto genérico de uma maior atratividade ou aceitação do mercado, a fim de evitar que seja fixado de forma descompromissada com o valor econômico da ação, na contramão do que pretendeu o legislador societário. A esse respeito, remeto ao meu voto no PAS CVM nº 19957.008086/2019-66, recentemente julgado, em que fui acompanhada pelos demais membros do Colegiado<sup>50</sup>:

Dito isso, é pertinente realçar que a potencial demanda pelas ações é um dos fatores de relevo nas considerações feitas para fins de fixação do preço de emissão de novas ações, mas não o único, cabendo também a ponderação de outros fatores endógenos e exógenos à companhia, sempre tendo por base as diretrizes constantes da LSA. Entendo que essa é uma ressalva importante para delimitar a discricionariedade dos administradores na precificação do aumento, tendo em vista que o atendimento ao interesse social não se perfaz com o ingresso de recursos a qualquer preço, sob o pretexto genérico de uma maior atratividade ou aceitação do mercado. Do contrário, se estaria abrindo margem para abusos, uma vez que a captação será naturalmente facilitada quanto menor for o preço de emissão, e a diluição injustificada pode ocorrer não apenas com captações desnecessárias, mas também com captações necessárias que não tenham sido adequadamente precificadas.

67. No mesmo sentido, destaca-se a lição de Mauro Rodrigues Penteadó<sup>51</sup>:

Já não é possível cogitar-se a respeito da diversidade de preços de emissão, em relação a ações de uma única espécie ou classe, a pretexto de viabilizar a colocação junto ao público das sobras das ações emitidas e não subscritas pelos antigos acionistas, pois embora tal solução tenha sido propugnada entre nós, contrapõe-se ela frontalmente à *ratio legis* do art. 170, § 1º.

68. A propósito, a meu juízo, não merece prosperar o argumento trazido pelos pareceristas de que o deságio adicional seria uma faculdade oferecida a todos os acionistas que subscrevessem o direito de preferência e, por esse motivo, não consubstanciaria favorecimento de alguns acionistas em detrimento de outros. Com efeito, a lógica é a mesma do direito de preferência, faculdade também oferecida a todos os acionistas, e que por si só não resolve o efeito diluidor que decorre de uma incorreta precificação das ações, à luz do disposto no §1º do art. 170 da LSA.

69. Diante do exposto, entendo que a concessão de um bônus adicional para o rateio das sobras não encontra respaldo legal.

### III. APLICAÇÃO DOS CRITÉRIOS DO §1º DO ART. 170 DA LSA

<sup>50</sup> PAS de minha relatoria, j. em 27.09.2022.

<sup>51</sup> *Aumentos de Capital das Sociedades Anônimas*, 2ª ed., São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 252.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

### a) *Resumo dos Entendimentos da SEP e da Companhia*

70. De acordo com a SEP, a Companhia teria aplicado o art. 170, §1º, da LSA, de forma inconsistente, pois não teria utilizado nenhum dos critérios lá previstos para a precificação das ações emitidas no âmbito do Aumento de Capital.

71. Isso porque a Companhia aplicou um deságio que levou o preço de emissão para fora da faixa de valores informada como resultado do estudo de perspectiva de rentabilidade futura, constante do Laudo de Avaliação elaborado pela consultoria especializada contratada.

72. Segundo a SEP, a aplicação de deságio, nos termos do artigo 170, §1º, inciso III, só é prevista para os casos em que o preço de emissão é determinado pela cotação de suas ações em bolsa de valores ou no mercado de balcão organizado, e mesmo assim, somente em função de condições de mercado<sup>52</sup>, não havendo previsão legal para aplicação de deságio sobre preço de emissão definido por perspectiva de rentabilidade futura.

73. Para a SEP, eventual aplicação conjunta dos critérios seria utilizar-se de uma ponderação dos valores conforme os mesmos obtidos, para, dentro dessa faixa, determinar um preço de emissão baseado em cada um dos critérios, mas sem misturar critérios de natureza diferentes, fazendo com que parte de um critério seja aplicado sobre o outro, de natureza diferente e que tecnicamente não admite tal aplicação.

74. A Recorrente, por sua vez, manifestou inconformismo contra o entendimento da SEP. A esse respeito, informa a Recorrente que tomou a perspectiva de rentabilidade futura<sup>53</sup> como base principal para a estipulação dos referidos preços de emissão, conforme avaliação de empresa de

---

<sup>52</sup> Dispõe o dispositivo legal em questão: “§ 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: (...) 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).

<sup>53</sup> “Há vários métodos para se calcular as perspectivas de rentabilidade: (i) modelo do valor dos dividendos descontados, que tem como base o fluxo futuro de dividendos; (ii) método baseado no indicador preço/lucro (P/L) de ações similares, que utiliza a comparação da empresa com outras que apresentam características semelhantes, por atuarem no mesmo setor, ou terem nível tecnológico comparável; (iii) modelo de capitalização dos lucros, que parte dos lucros médios ponderados antes dos juros e impostos e procede à sua capitalização com o uso de uma taxa subjetivamente determinada; e (iv) modelo dos múltiplos de fluxo de caixa e/ou do EBITDA, mediante o qual se busca obter o valor do potencial de geração do caixa, antes de consideradas as depreciações, produzidas pelos ativos operacionais (excluindo-se assim as receitas financeiras), sem os efeitos decorrentes da forma de financiamento da empresa (excluindo-se também as despesas financeiras) e antes dos efeitos dos impostos sobre o resultado. Dentre todos os modelos de avaliação econômica, atualmente o do fluxo de caixa livre descontado é aquele tido como o que melhor apresenta a efetiva capacidade de geração de riqueza de determinado empreendimento, já que se propõe a retratar o seu potencial econômico, nele incluído o seu goodwill. Assim, muito resumidamente, o valor econômico da companhia representa o potencial de geração de riqueza que seus ativos propiciam, dentro de um período determinado (o “período de projeção”), trazidos a valor presente, mediante uma taxa de desconto que represente adequadamente o risco desse fluxo.” (EIZIRIK, Nelson. A Lei das S/A Comentada. Volume III - Artigos 138 ao 205. São Paulo: Quartier Latin, 2ª ed., rev. e amp., 2015, pp. 278-279).



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

consultoria especializada, e aceitou como referência para o caso o ponto médio do intervalo de preço obtido segundo esse método, apurando o que chamou de “valor base” (de R\$6,02 por ação).

75. Em seguida, a Gafisa considerou que a elevada oscilação do preço das ações em bolsa que vinha sendo observada limitou a eficácia da utilização do critério das cotações das ações isoladamente, previsto no art. 170, §1º, III, conforme evidenciado pelo Laudo de Avaliação.

76. Nesse sentido, a Recorrente informou ter realizado estudos internos<sup>54</sup> – de modo a capturar a volatilidade no período de 09.03.2019 (após a dissipação dos efeitos do leilão ocorrido no dia 14.02.2019) a 09.04.2019 (data da divulgação do primeiro fato relevante<sup>55</sup> referente ao Aumento de Capital), e expurgar a sazonalidade conjuntural havida, dada a expectativa sobre o cenário macroeconômico brasileiro –, os quais apontaram oscilação negativa do valor de mercado das ações no período analisado de -19,75%.

77. Além disso, segundo alegado pela Companhia, a utilização exclusiva do critério de valor de mercado implicaria a fixação de preço de emissão superior àquele baseado na perspectiva de rentabilidade futura, representando dificuldade ainda maior para a arrecadação de recursos e um potencial de risco de diluição injustificada dos então acionistas.

78. Diante desse cenário, a solução encontrada pela Companhia foi a aplicação de dois deságios escalonados sobre o “valor base”, tendo em vista o percentual de desvalorização do valor de mercado das ações apontado nos estudos internos (de 19,75%). De início, a Companhia decidiu estipular deságio de 15% sobre o “valor base” para o exercício do direito de preferência pelos acionistas interessados, perfazendo o preço de emissão no valor de R\$5,12, de modo a estimular a participação de seus acionistas.

79. Em seguida, decidiu pela aplicação de um novo deságio (3%) para o valor de subscrição de sobras. Desse modo, a Companhia estipulou o deságio máximo de 17,55% para a subscrição das sobras, perfazendo o valor de R\$ 4,96<sup>56</sup>.

80. Tendo em vista a faculdade legal de determinar os critérios do §1º do art. 170 de maneira alternada ou cumulativa, e a desvantagem financeira de aplicar isoladamente um dos critérios previstos no §1º do art. 170 para atingimento desse objetivo, a Recorrente alegou ter decidido pela combinação de dois desses critérios, aplicando, em menor proporção, o comportamento da cotação em bolsa e, em maior proporção, a perspectiva de rentabilidade futura.

---

<sup>54</sup> Registre-se que a Companhia não chegou a juntar aos autos os referidos estudos internos.

<sup>55</sup> Doc. 0737652.

<sup>56</sup> O deságio máximo foi calculado pela aplicação de deságio adicional, equivalente aos 3% de remuneração dos agentes autônomos/*backstop investor* sobre o valor de exercício do direito de preferência.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

81. A Companhia informou que precisou conciliar sua alegada “vital necessidade” de capitalização, estipulando preço que garantisse a adesão à operação, com o atendimento aos requisitos legais, atendo-se, porém, aos critérios previstos nos incisos I e III do §1º do art. 170. Desse modo, a Gafisa considerou ter atuado no pleno exercício de sua discricionariedade para delimitação da cumulação dos critérios e que a combinação destes seria fundamental para o estabelecimento de um preço justo e condizente com a visão da administração sobre a Companhia.

**b) *Limites à discricionariedade da Companhia na aplicação do art. 170, §1º, da LSA***

82. Assinalo, preliminarmente, que a regularidade da fixação de mais de um preço de emissão já foi tratada na seção anterior deste voto, à qual me reporto.

83. Desse modo, para evitar repetições desnecessárias, nesta seção abordarei apenas a questão da conformidade da metodologia utilizada pela Recorrente na estipulação do primeiro preço de emissão, no valor de R\$5,12, para os acionistas subscritores do direito de preferência.

84. Inicialmente, releva pontuar que a verificação do cumprimento do art. 170, §1º, da LSA não se esgota em uma análise acerca da escolha do critério para a fixação do preço de emissão (i.e., se o preço de emissão foi fixado tendo em vista, alternativa ou conjuntamente, os critérios legais), sob uma perspectiva *formal*. Abrange, também, uma perspectiva *procedimental*, voltada ao exame da diligência dos administradores no processo de tomada de decisão para a definição do preço de emissão, conforme estabelecido nos arts. 153 a 156 da LSA<sup>57</sup>. Como bem pontuou o ex-Diretor Pedro Marcílio, no julgamento do PAS CVM nº RJ2004/5392, julgado em 29.08.2006:

A análise do processo de tomada de decisão voltada à diligência e lealdade dos administradores, é essencial para definir o cumprimento do disposto no art. 170, §§1º e 2º, uma vez que o §1º não dá preferência a qualquer dos critérios ou estabelece regras para a escolha de cada um deles nas situações concretas. Em outras palavras, a escolha de qualquer um dos critérios (ou a combinação desses critérios) é legítima com base no art. 170, §1º, a não ser que se demonstre que os administradores violaram seus deveres de lealdade e diligência, conforme estabelecido nos arts. 153 a 156.

85. Do ponto de vista formal, repiso que, historicamente, tem prevalecido na CVM uma interpretação mais flexível do art. 170, §1º, da LSA, uma vez que o referido dispositivo faculta à companhia estabelecer o preço de emissão das ações em aumento de capital “*tendo em vista*” os critérios previstos nos incisos I a III, o que não significa que esse deva coincidir com um dos valores apurados segundo os referidos critérios, nem deva ser uma média entre tais montantes.

---

<sup>57</sup> Como bem resumiu o Presidente Relator Marcelo Barbosa no PAS CVM 19957.005983/2019-18, j. em 10.08.2021: “a imputação de violação ao art. 153 em casos de irregularidades em operações de aumento de capital não se dá automaticamente, mas depende da identificação de elementos que demonstrem a existência de um nexo de causalidade entre a suposta falta de diligência na conduta do administrador e eventual descumprimento dos §1º ou §7º do art. 170”.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

86. Existe, de fato, um juízo de discricionariedade da administração da companhia emissora quanto à conveniência e à oportunidade de aplicar um único critério ou uma ponderação entre mais de um deles<sup>58</sup>. Esse juízo sofrerá a influência de diversas circunstâncias, caso a caso<sup>59</sup>, e, como anteriormente mencionado, deverá ser economicamente fundamentado, em termos objetivos e em função de interesses legítimos da companhia emissora.

87. No entanto, embora não caiba à CVM ditar o mérito da decisão quanto à fixação do preço de emissão em si, a decisão dos administradores não é insindicável, cabendo ao órgão regulador analisar se a escolha da administração foi embasada em fundamentos verdadeiros e consistentes, sem diluição injustificada dos antigos acionistas. Como já se pronunciou a CVM, “*esse poder discricionário na fixação do preço de emissão, exatamente porque não arbitrário, é passível de avaliação, seja pelo Poder Judiciário, seja pela CVM no caso das companhias abertas*”<sup>60</sup>.

88. Em outras palavras, não basta que a proposta faça referência a algum (ou alguns) dos critérios previstos na lei, sendo também necessário que a escolha seja fundamentada em dados consistentes e informações verdadeiras para não acarretar a diluição injustificada dos antigos acionistas<sup>61</sup>. Assim, a “consideração” dos critérios não pode ser feita de forma arbitrária.

---

<sup>58</sup> Como ensina JOSÉ WALDECY LUCENA: “*Temos para nós, a respeito dessa tríade de critérios, que há de ser acatada a lição de Lamy Filho, com conotação de interpretação autêntica, já que emanada de um dos co-autores do anteprojeto da Lei atual, de que o parágrafo 1º em comento foi incluído na Lei, para acentuar que as ações deveriam ser emitidas pelo seu valor econômico – que não é a soma, nem a média, mas a resultante dos três critérios de referência enumerados na Lei, como parâmetros para informar a decisão dos administradores. E faz, em conclusão, asserto definitivo que há de ser sempre levado em conta, no trato da matéria: “Mas, nenhuma lei jamais poderia impor um preço, ou um critério único para fixá-lo, tantas são as variáveis que influem, ou podem influir, nessa decisão de mercado. Essa é zona da discricionariedade do administrador, e da assembleia geral, de seu direito de escolher entre alternativas, de tomar decisões que nenhuma lei pode invadir, pois são ditadas pelo mercado, sob pena de esclerosar a atividade econômica”*” (Das Sociedades anônimas - comentários à lei (arts. 121 a 188). Rio de Janeiro: Renovar, vol. 2, 2009, p. 842).

<sup>59</sup> Assim, por exemplo, NELSON EIZIRIK, ao comentar sobre os critérios previstos no §1º do art. 170 da LSA, explica que: “*Tratando-se de companhia aberta com ações negociadas em Bolsa de Valores ou em mercado de balcão organizado e dotadas de índices razoáveis de liquidez, o parâmetro mais adequado será o de cotação de suas ações. (...) Se a companhia é fechada, ou, sendo aberta, suas ações não apresentam liquidez no mercado, o preço de emissão deverá levar em consideração os 2 (dois) outros parâmetros: a perspectiva de rentabilidade da companhia; e o valor de patrimônio líquido da ação, isoladamente ou em conjunto, a critério da companhia. (...) A utilização do valor patrimonial contábil pode ocorrer no caso de sociedades constituídas para a manutenção ou consolidação de bens imóveis ou para a realização de investimentos de longa maturação, cujas taxas de retorno sejam de difícil mensuração. Também é aconselhável a utilização do valor patrimonial quando a companhia necessita com urgência de recursos, ou o montante da emissão é reduzido, não podendo aguardar um laudo que apure o seu valor econômico ou não dispondo de recursos para contratar uma empresa especializada (...) Mediante o parâmetro mencionado no inciso I do § 1º, busca-se aferir a taxa de retorno do investimento representado pela subscrição de ações dentro de um período determinado; ou seja, transmite-se ao subscritor a informação sobre quanto provavelmente lucrará, para que ele possa comparar tal alternativa de investimento com outras.*” (A Lei das S/ A Comentada. Volume III - Artigos 138 ao 205. São Paulo: Quartier Latin, 2ª ed., rev. e amp., 2015, pp. 275-277).

<sup>60</sup> Processo CVM nº RJ2010/16884, Dir. Rel. Otávio Yazbek, j. em 17.12.2013.

<sup>61</sup> Nesse sentido, destaca-se que, no já mencionado Processo CVM nº RJ2010/16884, o Colegiado, seguindo o voto do Diretor Relator Otávio Yazbek, entendeu que o preço de emissão não teria sido adequadamente fixado porque



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

89. Quando a lei possibilita que os critérios previstos nos incisos I a III do §1º do art. 170 da LSA sejam utilizados conjuntamente, isso significa que a Companhia pode apurar o valor da ação segundo um, dois ou três desses critérios, e a partir do resultado dessas apurações, individualmente realizadas, e mediante as devidas justificativas técnicas e econômicas, fazer uma ponderação entre os valores obtidos, para, então, estabelecer um preço de emissão que será uma resultante dessa ponderação e, logicamente, poderá não coincidir com nenhum dos valores apurados mediante a aplicação individual de cada um dos critérios considerados<sup>62</sup>.

90. Reitere-se que nada impede que essa ponderação se utilize ainda de um quarto critério, desde que a decisão seja tomada a partir dos três parâmetros previstos naquele dispositivo, apurados individualmente, conforme dito acima<sup>63</sup>. Naturalmente, a adoção de um novo critério, diverso dos previstos na lei, impõe um ônus ainda maior sobre os administradores, que deverão atuar com especial cuidado e diligência na defesa dos interesses da companhia, que se traduz na colocação das novas ações ao menor custo de capital possível observados os preceitos legais<sup>64</sup>.

91. No caso em tela, ao estabelecer o preço de emissão das ações, a Recorrente aduziu ter aplicado sobre o “valor base” – que consubstanciava o valor da ação sob o critério da perspectiva de rentabilidade – taxa de desconto que refletia, em parte, o comportamento do valor bursátil dessas mesmas ações, sob a justificativa de que estaria a realizar uma combinação dos critérios previstos nos incisos I e III do §1º do art. 170, adotando, “*em maior proporção, a perspectiva de rentabilidade futura*” e, “*em menor proporção, o comportamento da cotação*”<sup>65</sup> em bolsa.

92. O inciso III supracitado dispõe que o preço de emissão pode ser fixado tendo em vista a cotação das ações da companhia em bolsa de valores ou no mercado de balcão organizado, admitido ágio ou deságio em função das condições do mercado. A meu ver, o critério a que esse preceito se refere, a ser utilizado alternativa ou conjuntamente com os demais (previstos nos incisos I e II), é o “valor de mercado” das ações – determinado, na exata dicção da lei, pela

---

sobre o valor de cotação das ações foi aplicado um deságio calculado com base em fator que não refletia as condições de mercado. Assim, embora se tenha adotado critério previsto na lei (o de cotação das ações), os elementos considerados não teriam sido verdadeiros e consistentes.

<sup>62</sup> “A lei não requeria, em sua redação original, que o preço de emissão fosse fixado segundo os três critérios de avaliação, aplicados cumulativamente, mas apenas “tendo em vista” esses critérios. Primeiro, porque é excepcional a coincidência dos resultados da avaliação da mesma ação seguindo critérios diversos e seria impossível observar norma que prescrevesse emissão correspondente, simultaneamente, a três valores diferentes.” (Luiz Alberto Colona Rossman In Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira (coord.). Direito das Companhias. V. 2. Rio de Janeiro: Forense, 1ª ed., 2009, pp. 1.408-1.409)

<sup>63</sup> A respeito, cf.: PAS CVM nº RJ2009/8316, Rel<sup>a</sup>. Dir<sup>a</sup>. Luciana Dias, j. em 09.04.2013, e PAS CVM nº 19957.008086/2019-66, de minha relatoria, j. em 27.09.2022.

<sup>64</sup> Nesse sentido, cabe novamente referência à decisão do Colegiado no âmbito do Processo CVM nº RJ2010/16884, bastante elucidativa: “o interesse social, no que tange à fixação do preço de emissão, corresponde ao maior valor que torne possível a subscrição do total das ações emitidas na operação”.

<sup>65</sup> Doc. 0767148, p. 12.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

“cotação” dos referidos papéis – e não uma suposta “taxa de desconto”, ainda que referenciada no percentual de valorização ou desvalorização das ações em Bolsa durante certo tempo (i.e., no “comportamento da cotação”)<sup>66</sup>.

93. Da mesma forma, o referido desconto não representa uma estimativa de lucros futuros da Companhia, não constituindo, portanto, fator para o cálculo do valor da ação com base no critério de perspectiva de rentabilidade.

94. Observo, por oportuno, que, segundo o Laudo de Avaliação, o preço ponderado de mercado das ações variava entre R\$7,74 (no período de 09.04.2019 a 12.04.2019) e R\$12,51 (no período de 52 semanas anteriores ao fato relevante de 09.04.2019)<sup>67</sup>. A fazer incidir sobre o menor desses valores o deságio de 15%, seria alcançada a cifra de R\$6,58, bastante superior aos R\$5,12 obtidos pela Gafisa, ao aplicar o deságio sobre o “valor base” (ou valor de rentabilidade da ação). Mesmo aplicando integralmente o percentual de desvalorização apurado nos estudos internos da Companhia (-19,75%) sobre o menor preço ponderado de mercado, o valor resultante ainda seria de R\$ 6,21 por ação, que também supera consideravelmente o preço de emissão de R\$5,12.

95. Assim, não parece ter havido uma “combinação” propriamente dita dos critérios legais, porquanto o preço de emissão se encontrava fora do intervalo de valores apurado com base nos critérios de perspectiva de rentabilidade e cotação da ação (R\$ 6,02 e R\$ 12,51, respectivamente), ainda quando considerados os menores daqueles valores (R\$ 5,73 e 7,74, respectivamente) ou mesmo quando considerado o menor preço ponderado de mercado do laudo ajustado pelos percentuais de desvalorização, conforme dito acima.

96. Não obstante, como dito, os valores encontrados a partir de qualquer dos critérios elencados no art. 170, §1º, da LSA, podem ser ajustados de acordo com as circunstâncias do caso concreto. Nessa dinâmica, o fato de o preço de emissão ter sido estabelecido fora da faixa de valores informada no Laudo de Avaliação, que avaliou o valor econômico segundo o critério da perspectiva de rentabilidade, não é, por si só, sinônimo de irregularidade, devendo ser consideradas, em cada caso, as demais circunstâncias envolvidas no aumento de capital.

97. Desse modo, a análise de um eventual descumprimento ao disposto na norma requer também o exame da conformidade da conduta dos administradores na fixação do preço de emissão das ações, isto é, perquirir se eles atuaram com observância dos deveres fiduciários, também sob

---

<sup>66</sup> Art. 170 (...) § 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: (...) 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.

<sup>67</sup> Feita a ressalva de que “houve uma sequência relevante de movimentações não ordinárias nas ações, suficientemente agudas para comprometer a assertividade da metodologia” (Doc. 0749076).



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

a ótica procedimental. É dizer: impõe-se que a escolha do preço de emissão seja feita de maneira informada, refletida e desinteressada.

98. No caso, como mencionado, a solução adotada não seguiu a opinião do assessor refletida no Laudo de Avaliação, que recomendou a precificação das ações com base na perspectiva de rentabilidade e ressaltou que a cotação das ações em bolsa não seria critério adequado em razão da elevada oscilação no valor das ações, que comprometeria a assertividade da metodologia<sup>68</sup>.

99. Conforme a jurisprudência da CVM, o laudo de avaliação não é necessário – nem vinculante – na definição do preço das ações a serem emitidas em um aumento de capital, mas trata-se de *“um passo importante para a tomada de uma decisão diligente, sobretudo diante de um assunto complexo e que demanda certo grau de especialização, como a definição do preço por ação pelo método da perspectiva de rentabilidade futura da companhia”*<sup>69</sup>.

100. Nesse sentido, se os administradores entenderam adequado buscar o assessoramento técnico de consultoria especializada para a fixação do preço de emissão, ao tomarem uma decisão diversa daquela que lhes foi indicada, devem agir com diligência e fundamentadamente. Assim, embora não precisem seguir as recomendações constantes do laudo para a fixação do preço de emissão, devem adotar cuidados e providências concretas com vistas a que a decisão em relação ao preço seja justificada economicamente, de forma verdadeira e consistente, para evitar a diluição injustificada dos antigos acionistas.

101. Ao que parece, o desconto aplicado sobre o valor de perspectiva de rentabilidade apurado no Laudo de Avaliação não estava correlacionado com o valor econômico da ação, e sim com a maior atratividade do preço para incentivar a participação dos acionistas na subscrição do aumento, o que, como dito, não seria suficiente para o atendimento do art. 170, §1º, da LSA.

102. A propósito, noto que no Aviso Republicado constou que o deságio teria *“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”*. Mais adiante, contudo, restou informado que não houve garantia de subscrição por parte de quaisquer acionistas: *“A Companhia desconhece qualquer compromisso firme de subscrição das ações a serem emitidas no Aumento de Capital, não havendo, portanto, obrigação de qualquer parte relacionada de subscrever ações no Aumento de Capital”*.

103. Como dito, todo o conjunto fático-probatório deverá ser analisado pela Área Técnica, no âmbito dos trabalhos de supervisão e fiscalização, para apuração de eventuais responsabilidades.

---

<sup>68</sup> Doc. 0749076.

<sup>69</sup> PAS CVM nº 19957.005983/2019-18, Rel. Presidente Marcelo Barbosa, j. em 10.08.2021.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

104. De todo modo, considerando a presença de indícios de que a decisão do CA que fixou o preço de emissão das ações no Aumento de Capital pode não ter atendido com suficiência adequada o disposto no art. 170, §1º, c/c art. 153, da LSA, caberá à SEP retomar e complementar a sua análise do caso para formar sua convicção quanto à conduta dos administradores da Companhia no âmbito do Aumento de Capital.

#### IV. CONCLUSÃO

105. Diante de todo o exposto, voto por conhecer do recurso e negar-lhe provimento, devendo o processo ser devolvido à SEP para que analise as questões destacadas pelo Colegiado e avalie a adoção de eventuais medidas adicionais.

É como voto.

Rio de Janeiro, 28 de fevereiro de 2023.

Flávia Sant'Anna Perlingeiro

Diretora Relatora