



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

PROCESSO ADMINISTRATIVO CVM Nº 19957.008764/2021-13

Reg. Col. 2617/22

Interessado:	Argucia Income Fundo de Investimento em Ações Argucia Quark Fundo de Investimento Multimercado Sparta Fundo de Investimento em Ações – BDR Nível I Argucia Endowment Fundo de Investimento Multimercado Dust Fundo de Investimento em Ações – BDR Nível I Electra Fundo de Investimento em Ações
Assunto:	Recurso contra decisão da SRE que concluiu pela não obrigatoriedade de realização de oferta pública de aquisição de ações por aumento de participação na Companhia de Eletricidade do Estado da Bahia – Coelba
Relator:	Diretora Flávia Perlingeiro
Voto:	Diretor Otto Eduardo Fonseca de Albuquerque Lobo

MANIFESTAÇÃO DE VOTO

1. Trata-se de recurso interposto por acionistas minoritários da Coelba¹ contra entendimento da SRE em consulta formulada sobre eventual obrigação de realização de OPA por aumento de participação, consoante previsto no art. 4º, §6º, da Lei nº 6.404/76² e art. 26 da ICVM 361, na aquisição, pela Neoenergia, das ações de emissão da Coelba detidas pela Previ.
2. Respeitosamente, apresento esta breve manifestação de voto para divergir do voto

¹ Os termos iniciados em letra maiúscula utilizados nesta manifestação de voto e que não estiverem aqui definidos têm o significado que lhes foi atribuído no voto do Relator ou no respectivo relatório.

² Art. 4º. Para os efeitos desta Lei, a companhia é aberta ou fechada conforme os valores mobiliários de sua emissão estejam ou não admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários. - §6º O acionista controlador ou a sociedade controladora que adquirir ações da companhia aberta sob seu controle que elevem sua participação, direta ou indireta, em determinada espécie e classe de ações à porcentagem que, segundo normas gerais expedidas pela Comissão de Valores Mobiliários, impeça a liquidez de mercado das ações remanescentes, será obrigado a fazer oferta pública, por preço determinado nos termos do § 4º, para aquisição da totalidade das ações remanescentes no mercado.



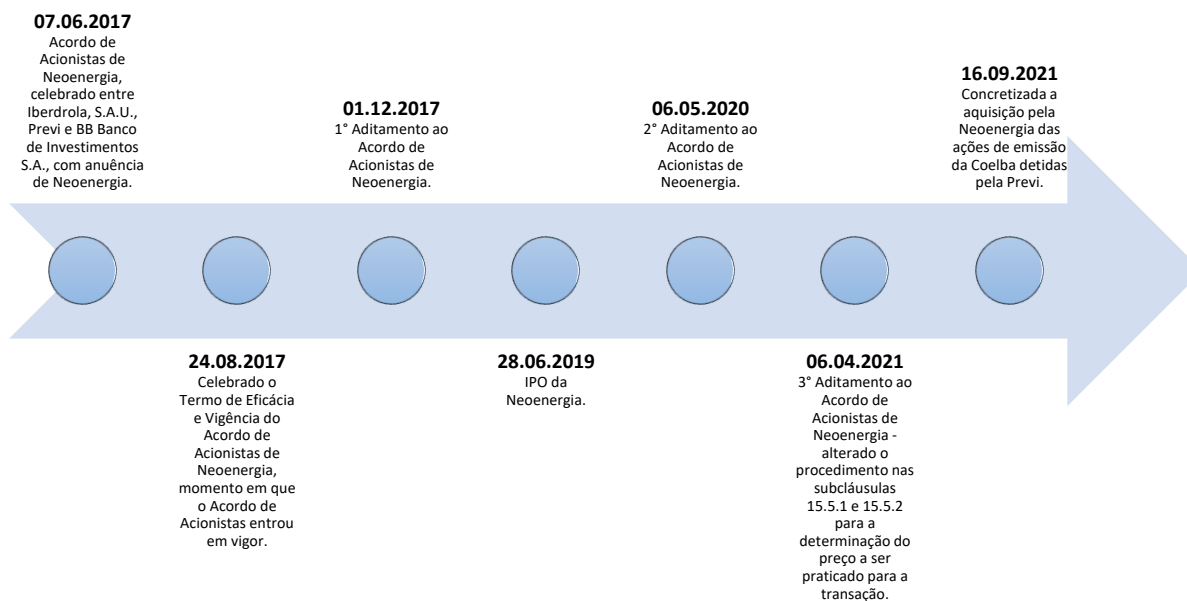
COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

proferido pela Diretora Relatora Flávia Perlingeiro³, de modo a rejeitar o recurso⁴ ora analisado.

3. Para a análise do caso, entendo ser relevante destacar a sequência cronológica dos eventos que levaram a concretização da Operação, conforme abaixo ilustrado:



4. O ponto de partida para a discussão sobre a incidência do art. 4º, §6º, da Lei nº 6.404/76 e art. 26 da ICVM 361 perpassa, necessariamente, pelo enquadramento conferido às ações detidas pela Previ e objeto da aquisição pela Neoenergia — se como ações em circulação para efeito de OPA ou se “ações detidas pelo acionista controlador, por pessoas a ele vinculadas, por administradores da companhia objeto, e aquelas em tesouraria”.

5. A questão se desdobra em outras duas dúvidas:

- a) Se há relação de vinculação entre a Previ e a Neoenergia, controladora da Coelba, nos termos do inciso III do art. 3º da ICVM 361; e
- b) Em que momento se deu a aquisição pela Neoenergia das participações detidas pela Previ na Coelba — se à época em que a Previ fazia parte do bloco de controle da Neoenergia ou em momento posterior a sua saída do bloco de controle.

6. Em relação à primeira questão colocada, concordo com a análise da SRE e sua conclusão

³ Doc. 1749329.

⁴ Doc. 1506712.



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

no sentido de que a Previ não pode ser considerada como pessoa vinculada ao acionista controlador da Coelba (Neoenergia), para fins da ICVM 361. Por conseguinte, acompanho, neste ponto, o voto da Diretora Relatora.

7. A divergência reside, portanto, em relação à segunda questão, isto é, quanto ao momento em que se configurou a aquisição, pela Neoenergia, das ações de emissão da Coelba então detidas pela Previ.

8. Inicialmente, cabe tecer breves comentários a respeito da OPA por aumento de participação.

9. A esse respeito, destaco que o artigo 4º, §6º, da Lei das S.A.⁵ prevê que o acionista controlador será obrigado a realizar a OPA por aumento de participação, caso adquira *“ações da companhia aberta sob o seu controle que elevem sua participação, direta ou indireta, em determinada espécie e classe de ações à porcentagem que, segundo normas gerais expedidas pela Comissão de Valores Mobiliários, impeça a liquidez de mercado das ações remanescentes”*.

10. A CVM, por seu turno, no exercício da competência atribuída pelo referido dispositivo, estabeleceu, no art. 26 da ICVM 361, a obrigatoriedade de realização de OPA *“sempre que o acionista controlador, pessoa a ele vinculada, e outras pessoas que atuem em conjunto com o acionista controlador ou pessoa a ele vinculada, adquiram, por outro meio que não uma OPA, ações que representem mais de 1/3 (um terço) do total das ações de cada espécie e classe em circulação”*.

11. Já a definição de ações em circulação consta do inciso III do art. 3º da referida Instrução, o qual prevê como *“todas as ações emitidas pela companhia objeto, excetuadas as ações detidas pelo acionista controlador, por pessoas a ele vinculadas, por administradores da companhia objeto, e aquelas em tesouraria”*.

12. O objetivo do arcabouço legal e normativo é impedir que o acionista controlador adquira quantidade significativa de ações que venha a reduzir a liquidez das mesmas⁶, além de coibir o

⁵ Cabe ressaltar que o referido dispositivo foi inserido na LSA por força da Lei 10.303, de 31.10.2001, que ampliou o rol de direitos protecionistas dos acionistas minoritários.

⁶ Neste ponto, oportuna a citação de trecho do voto do Diretor Carlos Alberto Rebello Sobrinho no Processo CVM 19957.000710/2016-34, julgado em 29.10.2019: “[...] as normas do §6º do art. 4º da LSA e no art. 26 da ICVM 361/02



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

chamado “fechamento branco de capital” — expressão utilizada para designar a aquisição, de forma gradativa, pelo controlador, de ações em circulação de emissão de companhia por ele controlada, sem que haja uma oferta pública para cancelar o registro da companhia perante a CVM⁷.

13. No caso em análise, a questão que se apresenta como fundamental para o deslinde do presente processo é se as ações objeto da aquisição pela Neoenergia, conforme o disposto na cláusula 15.5 do Acordo de Acionistas⁸, seriam ou não ações em circulação.

14. Neste ponto, filio-me ao entendimento exarado pela SRE, segundo o qual as ações de

objetivam mitigar os efeitos deletérios da redução da liquidez das ações remanescentes, após o limite do percentual de ações em circulação ser ultrapassado, caso no qual se estabelece um limite objetivo de que há impedimento da referida liquidez.”

⁷ Quanto ao fechamento branco de capital, a doutrina pontua que “[...] essa prática pode ser prejudicial aos interesses dos acionistas minoritários, na medida em que, ao adquirir quantidade significativa das ações de emissão de sua controlada, o acionista controlador reduz a liquidez dos papéis, sem, no entanto, assegurar ao acionista minoritário as proteções que lhe seriam conferidas caso a aquisição ocorresse por meio de uma oferta pública de cancelamento de registro. Com a liquidez reduzida, o acionista controlador passa a ter o poder de determinar o preço e as condições em que as ações de sua controlada serão negociadas no mercado secundário, visto que, caso resolva alienar suas ações, o acionista minoritário passa a ter como único comprador potencial o próprio acionista controlador. Além disso, constata-se que, historicamente, as aquisições promovidas pelo acionista controlador, nos casos de ‘fechamento branco’ de capital, não tratavam equitativamente os acionistas minoritários, visto que o controlador tinha liberdade para, a cada negociação, oferecer preços ou condições de pagamento diferenciados.” (EIZIRIK, Nelson. Mercado de Capitais – Regime Jurídico. São Paulo: Editora Quartier Latin,, 2019, p. 771)

⁸ 15.5 No prazo de 360 (trezentos e sessenta) dias, após a liquidação da OFERTA PÚBLICA INICIAL, o ACIONISTA ESTRATÉGICO [Iberdrola] deverá fazer com que a COMPANHIA [Neoenergia] envie à PREVI proposta firme para aquisição das participações societárias minoritárias detidas por PREVI nas CONTROLADAS da COMPANHIA. 15.5.1 Caso a PREVI não esteja de acordo com o preço ofertado pela COMPANHIA, deverá apresentar à COMPANHIA, no prazo de 30 (trinta) dias, a contar do recebimento da proposta firme, contraproposta respaldada em avaliação realizada por i) qualquer instituição financeira que possua área especializada, com experiência comprovada, em avaliações de empresas ou ii) consultoria especializada com experiência comprovada na emissão de laudo de avaliação de empresas ou ativos no setor elétrico brasileiro (“CONTRAPROPOSTA PREVI”).

15.5.2 Caso a COMPANHIA não esteja de acordo com o preço indicado na CONTRAPROPOSTA PREVI, deverá apresentar, no prazo de 30 (trinta) dias a contar do recebimento da CONTRAPROPOSTA PREVI, avaliação preparada por i) qualquer instituição financeira que possua área especializada, com experiência comprovada, em avaliações de empresas ou ii) consultoria especializada com experiência comprovada na emissão de laudo de avaliação de empresas ou ativos no setor elétrico brasileiro. Neste caso, o preço final deverá equivaler à média aritmética entre: (i) a média aritmética do preço da oferta da COMPANHIA e do preço da CONTRAPROPOSTA PREVI; e (ii) o preço indicado pelo segundo avaliador nos termos desta subcláusula 15.5.2.

15.5.3 A PREVI deverá vender e o ACIONISTA ESTRATÉGICO deverá fazer com que a COMPANHIA adquira, as participações societárias minoritárias em questão no prazo de 30 dias a contar da aceitação da proposta pela PREVI, da aceitação da contra-proposta pela COMPANHIA ou da divulgação do preço indicado pelo segundo avaliador, conforme aplicável.



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

emissão da Coelba, então detidas pela Previ, adquiridas pela Neoenergia não compunham o *free float* da Companhia, sobretudo por tratar-se de aquisição de ações entre integrantes do bloco de controle de uma companhia aberta⁹.

15. O entendimento da SRE se baseia no fato de que a alienação das ações foi contratada no Acordo de Acionistas¹⁰ celebrado em 07.06.2017, quando Neoenergia e Previ eram controladoras da Coelba e não na data da efetiva transferência das participações detidas pela Previ, em 16.09.2021.

16. Esta conclusão se dá pelo fato de, em 16.09.2021, quando da efetivação da venda pela Previ de suas participações minoritárias na Coelba para a Neoenergia, ambas, compradora e vendedora, estavam obrigadas a fazê-lo por força do disposto na Cláusula 15.5 do Acordo de Acionistas celebrado em 07.06.2017. Em vista do pleno adimplemento da obrigação vinculada, restou demonstrada a essência da negociação originalmente pactuada entre as partes¹¹ — de um contrato de compra e venda —, refletida na Cláusula 15.5 do Acordo de Acionistas.

17. Aliás, o Acordo de Acionistas não conferia às partes o direito de desistir do contrato. Ou seja, não obstante a eficácia da transferência das ações ter sido postergada para o momento futuro (360 dias após a liquidação da oferta pública inicial), a compra e venda de tais ações foi prevista naquela oportunidade, momento em que ambas as partes integravam o grupo de controle da Coelba.

⁹ Conforme dispõe o art. 4º-A, §2º, da LSA: “[c]onsideram-se ações em circulação no mercado todas as ações do capital da companhia aberta menos as de propriedade do acionista controlador, de diretores, de conselheiros de administração e as em tesouraria.”

¹⁰ Ao discorrer sobre o acordo de acionistas, Celso Barbi Filho pontua: “[...] a importância da identificação [da] natureza de contrato preliminar para o acordo de acionistas [reside na observação] do artigo 118, § 3º da Lei nº 6.404/76, dispondo esta que ‘nas condições previstas no acordo, os acionistas podem promover a execução específica das obrigações assumidas. A execução específica é a ação através da qual o credor obtém uma sentença que produz o mesmo efeito da obrigação de emitir declaração de vontade ou de celebrar contrato, que o credor se recusa a cumprir’. A própria Lei nº 6.404/76, ao estabelecer a possibilidade de execução específica das obrigações assumidas no acordo de acionistas, reconhece a sua natureza de contrato preliminar”. (BARBI FILHO, Celso. Acordo de Acionistas. Belo Horizonte: Editora Del Rey, 1993, p. 76 e 77).

¹¹ Neste sentido, a Lei da Liberdade Econômica assim prevê:
“Art. 113. Os negócios jurídicos devem ser interpretados conforme a boa-fé e os usos do lugar de sua celebração.
§ 1º A interpretação do negócio jurídico deve lhe atribuir o sentido que:
I - for confirmado pelo comportamento das partes posterior à celebração do negócio;”



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

18. Assim, independentemente da discussão acerca da existência ou não de um contrato perfeito de compra e venda¹², o Acordo de Acionista de 07.06.2017, ao gerar a obrigação vinculante, torna-se, para fins da análise ora realizada, o marco temporal para o enquadramento do objeto da transação (“participações minoritárias detidas pela Previ”), que inclui as ações subscritas por força do exercício do direito de preferência no âmbito dos aumentos de capital promovidos pela Coelba, as quais tiveram como objetivo simplesmente manter o percentual de participação detida pela Previ — 2,29% do capital social da Coelba.

19. Por todo o exposto, entendo que a participação na Coelba detida pela Previ alienada à Neoenergia não integrava o *free float* da Companhia, razão pela qual voto no sentido de rejeitar o recurso interposto por acionistas minoritários da Coelba, de modo a manter a decisão proferida pela SRE que reconheceu a inexigibilidade da realização de OPA por aumento de participação, nos termos do §6º do artigo 4º da Lei nº 6.404/1976 e do art. 26 da ICVM 361, pela Neoenergia.

É como voto.

Rio de Janeiro, 16 de maio de 2023.

Otto Eduardo Fonseca de Albuquerque Lobo

Diretor

¹² De tal forma, é oportuna a afirmação de Modesto Carvalhosa ao pontuar “a circunstância de criar obrigações para uma só das partes não tira a natureza contratual, pois só se torna perfeita a venda pelo acordo de vontades. A natureza contratual da opção não é, todavia, pacífica. Uma parte da doutrina, fundada no Código Civil italiano, considera a opção uma proposta irrevogável de contratar. Por haver, na espécie, duas manifestações de vontade – do outorgante e do beneficiário – está caracterizado o contrato. Trata-se, no entanto, como referido, de negócio em que a faculdade que regularmente exigir o cumprimento existe apenas para uma das partes. A outra não tem direito, mas, sim, obrigação, cujo adimplemento fica subordinado à vontade regularmente manifestada pelo outro contratante. A promessa unilateral de contratar confere ao beneficiário o direito regular de opção. O acionista conveniente promitente-vendedor encontra-se, pois, numa situação de sujeição, como referido, não podendo mais se opor à conclusão regular do negócio”. (CARVALHOSA, Modesto. Acordo de acionistas: homenagem a Celso Barbi filho. São Paulo: Editora Saraiva, 2011, p. 302).