PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM SEI N° 19957.008086/2019-66

Reg. Col. 1889/20

Acusados:	Roberto de Rezende Barbosa Manoel Felix Cintra Neto Luiz Masagão Ribeiro Jair Ribeiro da Silva Neto Afonso Antonio Hennel Walter Iorio
Assunto:	Apuração de responsabilidades de administradores do Banco Indusval S.A., por infrações ao disposto no art. 170, §§1º e 7º, da Lei nº 6.404/1976.
Diretora Relatora:	Flávia Perlingeiro

VOTO

I. OBJETO E ORIGEM

1. Trata-se de PAS[1] instaurado pela SEP para apurar a responsabilidade de Roberto Barbosa, Manoel Felix, Luiz Masagão, Jair Ribeiro, Afonso Hennel e Walter Iorio, na qualidade de membros do conselho administração do Indusval, por alegadas irregularidades em relação à operação de Aumento de Capital do Banco, aprovada em AGE realizada em 27.03.2019, na qual foi fixado o preço de emissão de R$ 3,50 por ação ordinária.

2. À exceção de Walter Iorio, que à época dos fatos era conselheiro independente e não detinha participação acionária no Indusval, os demais acusados eram também acionistas controladores do Banco.

3. As principais questões a serem decididas neste PAS consistem em saber (i) se o critério utilizado para a fixação do preço de emissão no Aumento de Capital do Banco estava em consonância com o disposto no §1º do art. 170 da LSA; e (ii) se a justificativa para a escolha do critério foi devidamente pormenorizada, como exigido nos termos do §7º do mesmo dispositivo.

4. Consoante a Proposta da Administração, o preço de emissão foi "*fixado **com base** na **combinação** dos critérios*" (grifei) de perspectiva de rentabilidade e de cotação das ações em bolsa (incisos I e III, respectivamente, do §1º do art. 170) e tais critérios, quando utilizados de forma

[1] 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").

isolada, eram inadequados para a precificação do Aumento de Capital, pois, à época, a perspectiva de rentabilidade do Banco, conforme apurado no Primeiro Laudo, acabou por estimar em zero o valor da ação e suas ações não tinham liquidez no mercado. Ainda segundo a Proposta, o preço de emissão foi fixado "*com base em critérios verificáveis e tendo em vista a situação patrimonial da instituição*", tendo sido feita menção ao patrimônio de referência do Indusval, então negativo.

5. A operação implicou em uma diluição de 82,4% para os acionistas que optaram por não exercer seu direito de preferência.

6. O Aumento de Capital foi realizado no contexto de grave crise financeira, que o Indusval passou a enfrentar a partir de 2015 e que foi agravada a partir de 2017, com seu desenquadramento em relação ao Índice de Basileia exigido pela regulamentação bancária[2].

7. Como forma de regularizar sua situação financeira, foram conduzidas pelo Indusval diversas tratativas com o BACEN e adotadas uma série de providências no sentido da redução de sua carteira de crédito, venda do controle de uma subsidiária relevante, captação de dívida e procura por investidores para a sua capitalização[3]. Como tais medidas se mostraram insuficientes para a recomposição dos índices regulatórios do Banco[4], o BACEN, por meio do Termo de Comparecimento nº 20/2018-BCB/DESUP[5], de 14.12.2018, demandou dos acionistas controladores o aporte de recursos adicionais.

8. O Aumento de Capital permitiu o ingresso de, aproximadamente, R$ 250 milhões em recursos novos para o Indusval[6], que viabilizou o saneamento dos índices regulatórios e afastou o iminente risco de decretação de regime de administração temporária ou de liquidação extrajudicial.

9. Grande parte do Aumento de Capital foi subscrita e integralizada por quatro dos cinco acionistas do bloco de controle, acusados neste PAS na qualidade de membros do conselho de administração, os quais haviam dado garantia firme de subscrição[7]. Roberto Barbosa aportou R$ 196 milhões, representativos de cerca de 80% do valor captado, e aumentou sua participação percentual no capital social de 13,34% para 66,94%. Jair Ribeiro, Manoel Felix e Luiz Masagão aportaram, respectivamente, R$ 16,3, R$ 15,5 e R$ 10,5 milhões, e sofreram, respectivamente, diluição em suas participações no Banco na ordem de 23,1%, 47,6% e 57,7%. Por sua vez, Afonso

[2] Conforme Resolução CMN nº 4.193/2013.
[3] Doc. SEI 0942113 – Docs. 3 e 4.
[4] Além do Índice de Basileia, o desenquadramento do Banco incluía o patrimônio de referência e o Adicional de Capital Principal – ACP, que também estavam negativos.
[5] Doc. SEI 0824913, p. 163.
[6] Como relatado, a Proposta da Administração compreendia um aumento de capital no valor mínimo de R$ 245.000.000,00 e máximo de R$ 325.500.000,00.
[7] Além dos controladores, outros acionistas aportaram, no Aumento de Capital, o valor de R$ 5,4 milhões, representativo de aproximadamente 2% do valor total subscrito.

Hennel não participou do Aumento de Capital e foi diluído em 82,4%[8].

10. É diante desse contexto que passo a analisar separadamente cada uma das acusações. Antes, contudo, cabe examinar preliminar suscitada.

II. PRELIMINAR

11. A defesa conjunta de Afonso Hennel, Jair Ribeiro, Luiz Masagão e Manoel Felix alegou, preliminarmente, que a acusação é genérica e não permite o exercício do direito de contraditório e ampla defesa, porque não teria levado em consideração os esclarecimentos prestados pelos defendentes em suas manifestações prévias.

12. Entendo, porém, não assistir razão aos Acusados. As acusações formuladas neste PAS não são genéricas e tanto o termo de acusação relatou e delineou claramente as condutas e responsabilidades imputadas aos acusados que as defesas oferecidas contraditaram fundamentadamente as alegações da SEP, razão pela qual rejeito a preliminar suscitada.

III. MÉRITO

Determinação do preço de emissão de novas ações (art. 170, §1º, da LSA)

13. A primeira questão discutida neste processo é se os administradores teriam fixado o preço de emissão no Aumento de Capital com base nos critérios constantes do §1º do art. 170 da LSA[9], sem distorções que provocassem uma diluição injustificada.

14. De acordo com a SEP, o preço atribuído às ações emitidas no âmbito da referida operação teria decorrido de negociação com o acusado Roberto Barbosa, membro do bloco de controle e do conselho de administração do Banco, critério que não encontraria respaldo no §1º do art. 170 e tampouco no "*entendimento firmado pelo Colegiado da CVM, em 09.04.2013, durante o julgamento do processo administrativo sancionador nº RJ-2009- 8316, de que:* (...) *um processo de negociação independente tende a tornar comutativa a operação e a demonstrar o cumprimento dos deveres fiduciários dos administradores previstos em lei*"[10].

---

[8] Doc. SEI 0942113, p. 55.
[9] 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.
[10] Item 23 do Termo de Acusação. Referência é feita ao PAS CVM nº RJ-2009/8316, Dirª. Relª. Luciana Dias.

15. Ainda segundo a Acusação, o preço de emissão de R$ 3,50 adotado no Aumento de Capital seria substancialmente inferior ao de R$ 12,70 por ação ordinária e preferencial fixado no aumento de capital realizado pelo Banco em 2015, de R$ 80 milhões, com base exclusivamente no critério de cotação das ações preferenciais na bolsa (inciso III, do §1º, do art. 170).

16. Ressalto, de plano, que a lei societária não veda a diluição dos antigos acionistas da companhia, mas, apenas, a diluição injustificada. A finalidade precípua do legislador com a indicação de critérios para a fixação do preço de emissão no §1º do art. 170 foi a de que as ações fossem emitidas por seu valor econômico e não pelo seu valor nominal, protegendo os acionistas contra diluições injustificadas[11].

17. Nessa perspectiva, tanto a doutrina[12] quanto a jurisprudência[13] da CVM têm reconhecido que os critérios legais constantes dos referidos incisos são referenciais, balizas e parâmetros de orientação, elementos indicativos (e não critérios estanques), que devem ser sopesados e levados em consideração para a fixação do preço de emissão "sempre que possível"[14].

18. 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.

---

[11] Conforme 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*".

[12] Nas palavras de 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*. In.: 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*. Rio de Janeiro: 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. Rio de Janeiro: Renovar, 2009, p. 842.

[13] Alguns exemplos: PAS CVM nº 19957.005983/2019-18, Rel. Presidente Marcelo Barbosa, j. em 10.08.2021; PAS CVM nº RJ2009/8316, Relª. Dirª. Luciana Dias, j. em 09.04.2013; PAS 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.

[14] O Parecer de Orientação CVM nº 1, de 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*".

19. A liberdade conferida aos administradores, contudo, não é arbitrária. A escolha da alternativa mais adequada para a precificação das novas ações deverá partir dos critérios elencados na lei, e ser ajustada, conforme o caso, com base em um juízo de ponderação dos elementos do caso concreto, orientado pelo interesse social[15] de modo a não provocar a diluição injustificada dos antigos acionistas.

20. No caso concreto, a perspectiva de rentabilidade do Indusval foi avaliada em zero, conforme demonstra o Primeiro Laudo juntado aos autos, que subsidiou a fixação do preço. Além disso, as ações ordinárias do Banco tinham pouca liquidez, especialmente frente ao volume de negociação que seria necessário para suportar o ingresso de até R$ 325 milhões no capital da Companhia, de modo que a cotação das ações em bolsa também se mostrava critério inadequado. A propósito, cabe destacar que, como relatado, o volume médio diário negociado nos 90 pregões anteriores à RCA para as ações ordinárias foi de apenas R$ 607,53 e, em somente 10 dos referidos 90 pregões as ações ordinárias, foram efetivamente negociadas.

21. Ainda a respeito da perspectiva de rentabilidade, frise-se que a conclusão do Primeiro Laudo não contradiz o que já vinha sustentando o Indusval, que, desde o terceiro trimestre de 2017, deixara de atender aos patamares mínimos do Índice de Basileia[16] e outros índices regulatórios[17]. Esse desenquadramento, inclusive, levou o BACEN a exigir dos acionistas controladores, em dezembro de 2018, a apresentação de um plano de capitalização para saneamento financeiro, sob pena de decretação de regime de administração temporária ou da liquidação extrajudicial. Assim, de fato, sustenta-se a assertiva de que sem a entrada dos novos recursos não haveria perspectiva de rentabilidade futura para a Companhia.

22. As Defesas também trouxeram elementos aptos a demonstrar a impropriedade de adoção do critério do valor do patrimônio líquido da ação. Como constou nas notas explicativas relativas ao ITR do 3º trimestre de 2018, o reconhecimento contábil de créditos fiscais no montante de R$

---

[15] "*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).

[16] Como registra o ITR do 3º trimestre de 2017, o Indusval apresentou um Índice de Basileia de 6,1%, frente ao patamar mínimo exigido pelo BACEN para o ano de 2017 de 9,25% (Doc. SEI 0824913, p. 266). Para o ano de 2018, o percentual mínimo exigido era de 8,625%, tendo o Banco, no entanto, apresentado índices negativos, de -6,9%, -12,5% e -16,8%, como registrado, respectivamente, nos ITRs do 1º, 2º, e 3º trimestres, apresentados à CVM, respectivamente, em 18.05.2018, 13.08.2018 e 14.11.2018, e disponíveis para consulta pública no site da Autarquia.

[17] Segundo informado na Proposta da Administração (Doc. SEI 0824913, p. 562): "*Em relação ao patrimônio de referência para efeitos de Banco Central do Brasil, informamos que em setembro de 2018 era negativo de (R$ 224.569.367,76) e que para o trimestre findo em dezembro de 2018, que será objeto de divulgação futura, não há expectativa que ser torne positivo*".

424,88 milhões se baseara na premissa de que o Banco geraria lucros tributáveis futuros com o ingresso de recursos no âmbito de aumento de capital[18]-[19]. Sem a realização do Aumento de Capital, não mais estaria presente o pressuposto que autorizou a contabilização dos créditos tributários e o patrimônio líquido do Banco indicado naquele demonstrativo (R$ 91,15 milhões) se tornaria negativo (de R$ -333,73 milhões), de maneira que, em realidade, também não era uma alternativa viável para a precificação da ação para fins do Aumento de Capital.

23. A situação patrimonial do Indusval era também refletida em seu patrimônio de referência, que, como demonstrado, era, à época, negativo.

24. Esses dados ilustram por que a situação financeira enfrentada a partir de 2017 era bastante diferenciada em relação àquela de 2015, quando o Banco ainda atendia aos patamares mínimos do Índice de Basileia e apresentava outros indicadores mais favoráveis[20], e corroboram o argumento das Defesas de que a operação de aumento de capital realizada em agosto de 2015, ao preço de R$12,70 por ação[21], com base no critério de cotação das ações preferenciais em bolsa, não serve de base para efetiva comparação com o Aumento de Capital realizado em 2019. Releva também pontuar que a operação de 2015 envolveu um valor substancialmente inferior (R$ 80 milhões), o que facilitava a colocação do referido aumento[22].

25. Ademais, a meu ver, não foram trazidos pela Acusação elementos que afastem os argumentos quanto à impertinência da adoção dos referidos critérios legais, como a existência de sinais de alerta não investigados pelos administradores ou de alguma falha na fundamentação adotada, ônus que, por definição, é da Acusação, e do qual, neste caso, ela não se desincumbiu.

26. Em razão da inadequação dos parâmetros legalmente previstos, e considerando que o valor de rentabilidade (zero) e o valor de cotação das ações ordinárias em bolsa (R$ 14,61) – que foram considerados como pontos extremos de um largo intervalo em que se situaria o preço de

[18] Nos termos da nota explicativa n° 11 (c) do 3° ITR de 2018 da Companhia, apresentado à CVM em 14.11.2018 e disponível para consulta pública no site da Autarquia: "*O estudo técnico sobre a realização dos créditos tributários foi elaborado pela administração do Banco, com base nos cenários atual e futuro, cujas premissas principais utilizadas nas projeções foram os indicadores macroeconômicos, de produção e custo de captação, o ingresso de recursos por meio do reforço de capital e realização de ativos.* (...)" (grifei).

[19] Para o reconhecimento contábil de créditos fiscais, as instituições financeiras devem apresentar histórico de lucros ou receitas tributáveis ou expectativa de geração de lucros ou receitas tributáveis futuros, como dispõem a Resolução CMN nº 3.059/2002 e a Circular BACEN n° 3.171/2002.

[20] A propósito, enquanto o 2° ITR de 2015 indicava que, até então, o Banco havia acumulado prejuízos financeiros no valor de R$ 259,8 milhões, o 3° ITR de 2018 indicava que esse valor tinha aumentado para R$ 790 milhões.

[21] O preço de emissão para o aumento de 2015 foi de R$ 1,27 por ação. O valor de R$ 12,70 considera o grupamento de 10 ações por um aprovado em AGE da Companhia realizada em 17.09.2018.

[22] Outra diferença apontada pelas Defesas foi o fato de que o aumento de 2015 envolveu também a emissão de ações preferenciais, que tinham maior liquidez. Embora esse argumento não possa ser de todo desconsiderado, tampouco me parece suficientemente robusto, uma vez que a quantidade de ações preferenciais que seriam emitidas (6.472.196) era bastante inferior à quantidade de ações ordinárias (56.519.930).

emissão – eram bastante díspares, a solução encontrada foi a negociação com os futuros subscritores, acionistas controladores e administradores do Banco. Como relatado, tais tratativas resultaram num preço de emissão de R$3,50 por ação, para o qual foi dada garantia firme de subscrição por parte de alguns membros do bloco de controle, em diferentes proporções entre eles, sendo que o compromisso de subscrição assumido por Roberto Barbosa compreendeu aproximadamente 80% do valor mínimo proposto para o Aumento de Capital.

27. Pelos argumentos expostos acima quanto à interpretação do §1º do art. 170 da lei societária, entendo que o simples fato de a alternativa encontrada não se subsumir aos critérios expressos naquele dispositivo não é suficiente para condenar os administradores, cabendo analisar se era real a alegada impertinência ou inviabilidade[23]. Assim, a questão perpassa por analisar se, à luz das circunstâncias do caso concreto, a adoção do referido parâmetro teria levado à diluição injustificada dos demais acionistas. É o que passo a fazer.

28. Para a SEP, a diluição injustificada teria ocorrido porque a negociação fora entabulada entre partes relacionadas, motivo pelo qual o preço de emissão não poderia gozar de presunção de comutatividade. Para fundamentar sua posição, a área técnica cita, como exemplo, o PAS CVM nº RJ-2009/8316, em que também se analisou irregularidades em operação de aumento de capital.

29. Naquele caso, a escolha do preço de emissão foi determinada mediante negociação realizada com os credores da companhia, que concordaram com a capitalização de seus créditos em aumento de capital por preço *superior* ao intervalo de valores previsto em laudo de avaliação. Ao avaliar o mérito da acusação feita pela SEP, que igualmente sustentava a ocorrência de infração ao §1º do art. 170 da LSA, o Colegiado ressaltou que o preço de emissão "*foi determinado por uma negociação independente de partes não relacionadas*" e concluiu que a negociação com os credores não teria violado o disposto naquele dispositivo.

30. No presente caso, as Defesas rebateram as conclusões da SEP e sustentaram que, à luz da regulamentação em vigor[24], embora os acionistas controladores sejam, em relação ao Indusval, partes relacionadas, seriam, entre si, parceiros comerciais, sócios, mas não partes relacionadas.

31. Consoante afirmaram, a presunção de comutatividade sobre as negociações havidas entre os membros do bloco de controle, partes independentes entre si, estaria preservada na medida em

[23] Destaque-se outro trecho do Parecer de Orientação CVM nº 1/1978: "*Em princípio deverá se admitir como uma hipótese da diluição "justificada" da participação dos antigos acionistas a hipótese em que, se apresentando como inviável a colocação no mercado de uma emissão a preço fixado com base no comentado parágrafo 1º do art. 170, for adotado preço menor. Entender-se o contrário importaria em vedar à companhia se capitalizar via Mercado. No entanto, a "inviabilidade" da colocação das ações por preço fixado em obediência ao parágrafo 1º do art. 170 há que ser real.*" (grifos no original)
[24] Deliberação CVM n° 642/2010, que aprova o Pronunciamento Técnico CPC nº 5 (R1).

que eles seriam titulares de interesses contrapostos: (i) de um lado, o acionista Roberto Barbosa, que integralizaria cerca de 80% do Aumento de Capital e não sofreria diluição, que buscava negociar o menor preço; e (ii) de outro, os controladores que seriam diluídos e tinham interesse na fixação do maior preço possível.

32. A esse respeito, não me parece que a negociação em questão possa ser propriamente considerada uma negociação entre partes independentes, como sustentam os Acusados. Se é certo que o interesse da companhia se manifesta de forma mais acentuada no aumento de capital em si, com o ingresso de novos recursos para o desenvolvimento de suas atividades, nem por isso se pode afirmar que o preço de emissão das ações lhe seria indiferente, posto consubstanciar fator que repercute em seu custo de capital[25]-[26].

33. O argumento também ignora que a fixação do preço de emissão em aumentos de capital dificilmente ocorrerá sem a chancela do acionista controlador e, em tese, pode deixar espaço para eventuais abusos, em detrimento do interesse da companhia[27]-[28].

34. Tal problema, contudo, não se coloca neste caso concreto. A meu ver, os elementos reunidos nos autos são suficientes para afastar a acusação de diluição injustificada, por demonstrarem (i) que a capitalização estava amparada em razão econômica legítima; e (ii) que a negociação entre os controladores foi, à época, a única alternativa possível para a fixação do preço de emissão em um aumento daquela dimensão e considerando a garantia de subscrição e

[25] Consoante descrito no Parecer de Orientação CVM nº 5, de 1979, que trata da possibilidade de haver diferenciação de preços, em um mesmo aumento de capital, para ações de espécies distintas: "*Por último, e já do ponto de vista da companhia, com reflexo, é óbvio, sobre seus acionistas, há que se mencionar que tal procedimento* [emissão de ações de espécies e cotações distintas a preço único] *acarretará, no que se refere ao preço de emissão em relação às ações preferenciais, um ilógico e elevado custo de capital, pois se estariam colocando estas ações, injustificadamente, a um preço expressivamente inferior ao seu valor de cotação*".

[26] Como destaca Thiago Feijó de Moraes: "*Portanto, conferiu-se à administração das companhias uma 'latitude de apreciação'. Com isso é outorgado um poder discricionário para, considerando as circunstâncias próprias da sociedade, tomar as decisões que melhor atendam ao interesse social, sendo este, no processo de fixação do preço de emissão, correspondente ao maior valor que possibilite a captação integral do montante subscrito, de modo que a companhia obtenha o menor custo de capital.*", quanto ao que cita o julgado no PAS CVM nº RJ2010/16884, j. em 17.12.2013, Rel. Dir. Otávio Yazbek (*Estudo sobre a atuação da CVM em aumentos de capital mediante subscrição de ações de sociedades anônimas*, Monografia apresentada em 2022 ao Departamento de Direito da PUC-RJ).

[27] Não à toa, a lei prevê diversos mecanismos para a proteção dos acionistas minoritários nessas operações, a exemplo do direito de preferência para a subscrição de novas ações (art. 171), regras relacionadas ao exercício do direito de voto (art. 115) e abuso de direito (art. 117), entre outros.

[28] "[A] *possibilidade de modificar o capital social – e, portanto, alterar os direitos de participação de todos os sócios – por deliberação da maioria presta-se ao abuso do direito de voto, e dos mais graves, em relação à minoria. E, pior, dos mais frequentes: é o caminho usual seguido pelo controlador que deseja esmagar o minoritário, afastá-lo do incômodo de prestar contas ao terceiro que lhe confiou a administração de sua parte no negócio, ou, ainda, que pretende tornar sua posição inatingível, para colocar a empresa a serviço de interesses que conflitam com os da sociedade.*" (LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A Lei das S.A., Vol. II, Pareceres*. Rio de Janeiro: Renovar, 2ª Edição, p. 248).

integralização do valor mínimo proposto para o Aumento de Capital, necessário para reenquadramento do Banco nos índices regulatórios.

35. Nesse sentido, a compreensão do contexto em que se deu o Aumento de Capital é fundamental. Com efeito, as normas que disciplinam as atividades bancárias estabelecem limites prudenciais com o objetivo de assegurar a solvência e liquidez das instituições financeiras, incluindo um montante mínimo de capital social e limites operacionais relacionados à estrutura de capitalização dos bancos. O desenquadramento em relação a esses índices, via de regra, sinaliza uma situação de crise financeira e sujeita os bancos aos efeitos de eventual decretação de regime de administração temporária ou liquidação extrajudicial[29].

36. No caso concreto, essa era a situação pela qual passava o Indusval. Como amplamente demonstrado, o Aumento de Capital foi realizado em cumprimento à determinação imposta pela autoridade monetária para fins de reenquadramento do Banco, tendo sido a única saída encontrada para solucionar o problema, uma vez que as diversas medidas tomadas até então pela administração teriam se mostrado insuficientes. Note-se que os esforços do Indusval incluíram também tratativas com terceiros para um aporte de capital, que, no entanto, mostraram-se infrutíferas[30].

37. Observo, inclusive, que a própria SEP concluiu que "*os administradores da Companhia demonstraram, em suas argumentações, terem agido com cuidado e diligência, ao se reunirem e buscarem alternativas para solucionar os graves problemas financeiros que a Companhia já apresentava anteriormente à aprovação do Aumento de Capital*" [31], não tendo formulado neste caso acusação de ofensa ao disposto no art. 153 da Lei nº 6.404/1976.

38. Assim, tendo em vista as peculiaridades do caso, são convincentes os argumentos trazidos no sentido de que a negociação com os controladores era indispensável para a efetivação da operação, já que essa pressupõe a concordância dos futuros subscritores, que arcam com os desembolsos para a aquisição das novas ações, e que era crucial a proposição de um preço de emissão que viabilizasse o compromisso de garantia de subscrição e integralização do valor mínimo do Aumento de Capital para possibilitar, ao menos, o reenquadramento do Indusval.

---

[29] Não por outra razão, os aumentos realizados para a recomposição dos limites de capital determinados por lei especial são designados por alguns autores como compulsórios. Nas palavras de Mauro Rodrigues Penteado: "[O]*s aumentos de capital são, em princípio, facultativos; casos há, entretanto, em que a legislação impõe aos acionistas a obrigação de efetuar aportes de capital, hipóteses que alguns autores designam por aumentos compulsórios. Fazem parte desta espécie, entre nós, as operações realizadas por companhias sujeitas à observação de capital mínimo, por força de leis especiais, que via de regra cominam a cassação da autorização para funcionar, se o limite não vier a ser recomposto mediante aumento de capital.*" (*Aumentos de Capital das Sociedades Anônimas*. São Paulo: Quartier Latin, 2ª Edição, p. 96).

[30] Como consta na resposta do Banco aos Ofícios 14392/2017 BCB e 16044/2017 BCB (v. Doc. SEI 0942113, p. 40).

[31] Relatório nº 77/2019-CVM/SEP/GEA-3, de 19.08.2019 (Doc. SEI 0824913, p. 527), aprovado por meio do Memorando nº 168/2019-CVM/SEP/GEA-3, de 19.08.2019 (Doc. SEI 0824913, pp. 660-662).

39. Ademais, a referida negociação, como indicam os documentos e informações constantes dos autos, foi balizada (ainda que, como dito, para a aferição dos pontos extremos de um largo intervalo de valores) na "*combinação*" dos critérios de perspectiva de rentabilidade, fundamentada em laudo de avaliação elaborado por consultoria independente, e de cotação das ações em bolsa, como critérios indicativos e orientadores, sem desconsiderar o cenário de crise financeira vivido pelo Indusval e a potencial demanda pelas ações de sua emissão[32]. Ainda que não se possa falar propriamente numa conjunção dos dois critérios, isso não implica em concluir que não foram considerados como limites combinados dos valores mínimo e máximo aventados.

40. Neste caso, reconheço que a grande distância do valor máximo é apta a controverter o alinhamento ao interesse social. Contudo, releva destacar que, consoante já reconhecido pelo Colegiado, "*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, de forma que a companhia possa captar integralmente o montante que lhe é necessário*"[33] (grifei).

41. A propósito, vale registrar que o Banco não conseguiu captar o valor máximo proposto para o Aumento de Capital (de R$ 325 milhões), e a subscrição das ações ofertadas ocorreu apenas de forma parcial (no valor de aproximadamente R$ 250 milhões). Além dos controladores que haviam dado garantia firme de subscrição, outros acionistas aportaram o valor de R$ 5,4 milhões, representativo de, aproximadamente, apenas 2% do valor total subscrito, o que indica a baixa demanda dos investidores e reforça a solução preconizada pelos administradores.

42. Nesse sentido, noto também que parte significativa (80%) do valor captado foi aportado por apenas um dos acionistas do bloco de controle, Roberto Barbosa, a quem foram cedidos, a título gratuito, os direitos de preferência detidos pelos demais integrantes do bloco, que foram diluídos proporcionalmente[34]. Disso se extrai não só que o interesse pela subscrição das novas ações também era pequeno entre os próprios acionistas do bloco de controle, como, também, que entre eles havia interesses contrapostos, fatores que corroboram a legitimidade da negociação[35].

---

[32] Nesse sentido, é digna de nota a lição de Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira: "*A distinção entre a diluição legítima e ilegítima não pode ser precisada na lei porque pressupõe o conhecimento, em cada caso, das diversas circunstâncias relativas à intensidade do interesse da companhia na obtenção de recursos adicionais, à espécie e quantidade dos subscritores potenciais das novas ações e ao nível de preço de emissão que é necessário fixar para que esses investidores potenciais subscrevam efetivamente o aumento.*" (*A Lei das S.A., Vol. II, Pareceres*. Rio de Janeiro: Renovar, 2ª Edição, p. 276).

[33] PAS CVM nº RJ2010/16884, Dir. Rel. Otavio Yazbek, j. em 17.12.2013.

[34] Como anteriormente mencionado, Jair Ribeiro, Manoel Felix e Luiz Masagão sofreram, respectivamente, diluição em suas participações no Banco na ordem de 23,1%, 47,6% e 57,7%. Por sua vez, Afonso Hennel não participou do Aumento de Capital e foi diluído em 82,4%.

[35] A esse respeito, também me parece pertinente o argumento das Defesas de que o Aumento de Capital trouxe efetivas repercussões na governança, a exemplo do afastamento de Luiz Masagão e Luiz Ribeiro de suas funções executivas como diretores-presidentes do Banco, com a eleição de uma nova diretoria em RCA de 28.05.2019, bem como a

43. 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.

44. No mais, ainda que o Segundo Laudo, que avaliou em R$ 2,50 cada ação ordinária do Indusval, não existisse à época das negociações que resultaram no preço de emissão adotado no Aumento de Capital, como corretamente apontado pela SEP, a meu ver, de todo modo, esse acaba sendo mais um indicativo de que o preço de emissão não conduzia à diluição injustificada.

45. De resto, ainda que sejam pontos merecedores de atenção, não despontam como elucidativos, neste caso, os dois aspectos apontados pela SEP como circunstâncias relevantes na análise da gravidade do caso (i.e. o elevado percentual de diluição para os acionistas que não participaram do Aumento de Capital – que atingiu mais de 80% – e o fato de que houve duas reclamações à CVM, sendo uma delas de conselheiro independente de administração do Indusval). De um lado, o percentual em si, embora muito elevado, não afasta de *per se* a razoabilidade da justificativa, essa sim o elemento distintivo entre o permitido e o vedado. Quanto à referida reclamação, os Acusados pontuaram que o outro conselheiro independente votou favoravelmente à Proposta. De todo modo, a meu ver, a existência de percepções distintas entre os membros do Conselho também não afasta a propriedade da justificativa, ainda que tenha aumentado o ônus argumentativo na análise minuciosa em relação às circunstâncias do caso.

46. Por fim, cabe destacar que o Aumento de Capital foi aprovado na AGE de 27.03.2019 por acionistas titulares de ações representativas de 80,44% do capital social, incluindo o voto de acionistas representando a maioria do capital minoritário[36].

---

celebração, em 26.08.2019, de um novo acordo entre os acionistas Manoel Felix, Luiz Masagão, Jair Ribeiro e Roberto Barbosa, por meio do qual esse último assumiu a posição de acionista majoritário no bloco, passando a ser titular de poderes adicionais, sem prejuízo de outras modificações subsequentes no quadro acionário e de controle.

[36] Como informado no termo de acusação, o Aumento de Capital foi aprovado por 18 acionistas, sendo 5 controladores, representando 52,94% do capital social, e 13 minoritários, representando 27,53% (que correspondia a mais da metade do capital minoritário, tendo em vista que, à época, o *free float* do Banco era de 47,06% do capital social). Por sua vez, 5 acionistas minoritários, representando 5,46% do capital social do Banco, rejeitaram ou se abstiveram.

47. Pelo exposto, voto pela absolvição de todos os Acusados da imputação de violação ao art. 170, §1º, da Lei nº 6.404/1976.

Justificativa pormenorizada (art. 170, §7º, da LSA)

48. No que diz respeito à acusação de infração ao §7º do art. 170 da Lei nº 6.404/1976, chego, contudo, à conclusão diversa.

49. O referido dispositivo dispõe que "[a] *proposta de aumento do capital deverá* ***esclarecer qual o critério adotado****, nos termos do § 1º deste artigo,* ***justificando pormenorizadamente*** *os* ***aspectos econômicos*** *que determinaram a sua* ***escolha***" (grifos aditados).

50. Como bem revela a jurisprudência da CVM, a justificativa *pormenorizada* exigida pelo comando legal tem dupla função: a primeira informativa e a segunda de permitir a adequada fiscalização da atuação dos administradores, bem como sua eventual responsabilização[37].

51. Daí porque não basta que a escolha do critério para a fixação do preço de emissão seja adequada consoante o §1º, é também necessário que sejam explicadas, de forma *pormenorizada*, as razões econômicas que fundamentaram a escolha feita pela administração[38]. Em outras palavras, os administradores deverão esclarecer a opção adotada pela companhia, detalhando os critérios que serviram de base para a fixação do preço de emissão e eventuais desvios desses parâmetros[39].

52. Neste caso, a Proposta de Administração apresentada aos acionistas tinha o seguinte teor:

> O presente aumento de capital destina-se a promover o enquadramento do BI&P ao índice de Basileia e permitir a retomada de sua capacidade de gerar negócios. Ante a atual situação patrimonial da Companhia (com o desenquadramento em relação aos índices regulatórios e considerando o valor apontado pela LCA

[37] "*A disposição do §7º do art. 170 da lei não é apenas de caráter informacional. Ela contém, também, um elemento relevante de prestação de contas e responsabilização (accountability e liability), destinando-se reforçar o comprometimento dos administradores com os critérios escolhidos e propostos à assembléia, bem como sua eventual responsabilização no caso de falha em seus deveres de diligência e probidade*" (voto do Presidente Marcelo Fernandez Trindade no Proc. RJ2004/5476, j. em 01.03.2005). No mesmo sentido: PAS 19957.005983/2019-18, Rel. Presidente Marcelo Barbosa, j. em 10.08.2021; e PAS CVM nº RJ2009/8316, Relª. Dirª. Luciana Dias, j. em 09.04.2013.

[38] "[A]*inda que a administração escolha o critério mais adequado à situação da companhia, ela descumprirá o dispositivo, caso não justifique, na proposta de aumento de capital, de forma pormenorizada 'os aspectos econômicos que determinaram a sua escolha'. Em sentido contrário, a escolha equivocada de um critério não implica descumprimento do §7° 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*." (PAS RJ2004/5392, Rel. Dir. Pedro Oliva Marcílio de Souza, j. em 29.08.2006). No mesmo sentido, vide PAS 19957.005983/2019-18, Rel. Presidente Marcelo Barbosa, j. em 10.08.2021.

[39] Como bem elucidou a ex-Diretora Luciana Dias quanto ao preço de emissão de ações em aumentos de capital, a justificativa pormenorizada "*deve conter as razões econômicas consideradas para a fixação do preço de emissão, explicando inclusive como e porque o valor fixado foge daqueles encontrados por meio dos critérios identificados pela lei societária*." (*A Fixação do Preço de Emissão das Ações em Aumentos de Capital: Sobre a Possibilidade de o Preço de Emissão Variar no Decorrer da Operação*. In.: Direito Societário, Mercado de Capitais, Arbitragem e Outros Temas, Coord.: CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de; e outros. São Paulo: Quartier Latin, 2021, p. 797).

> Consultores, que decorre da incapacidade de geração de resultados e de desenvolvimento de atividades) e, como as ações de emissão da Companhia têm um baixo volume de negociação e seu valor não representa a atual situação econômica, o preço de emissão das novas ações foi fixado **com base** na **combinação dos critérios estabelecidos nos incisos I e III** do parágrafo 1º do artigo 170, da Lei n. 6.404/76, sem diluição injustificada para os atuais acionistas do BI&P. Desta maneira, o valor de emissão foi definido **com base em critérios verificáveis** e **tendo em vista a situação patrimonial da instituição** (patrimônio de referência para efeitos de Banco Central do Brasil - BACEN).
> Em relação ao patrimônio de referência para efeitos de Banco Central do Brasil, informamos que em setembro de 2018 era negativo (R$ 224.569.367,76) e que para o trimestre findo em dezembro de 2018, que será objeto de divulgação futura, não há expectativa que se torne positivo. (grifos aditados)

53. As justificativas apresentadas no sentido de que o Indusval estava desenquadrado em relação aos índices regulatórios e sem capacidade de geração de resultados, amparadas por laudo de avaliação disponibilizado aos acionistas, e de que suas ações tinham baixa liquidez, me parecem suficientes para explicar porque a adoção isolada dos critérios de perspectiva de rentabilidade e de cotação das ações em bolsa seria inadequada. Da mesma forma, por se tratar de instituição financeira, entendo que também foi suficientemente detalhada a justificativa de não adoção do valor contábil (situação patrimonial), com menção a que o patrimônio de referência era negativo.

54. No entanto, embora a inadequação da adoção isolada dos critérios legais tenha sido justificada, não foram especificadas, na Proposta, as bases da "combinação" de critérios, não tendo restado esclarecidas as razões que embasaram o preço de emissão em si. Afinal, como visto, nenhum dos parâmetros elencados na lei conduzia de *per se* à fixação do preço adotado neste caso. A afirmação de que "*o valor de emissão foi definido com base em critérios verificáveis*" é bastante vaga e a meu ver não se presta a atender o comando contido no §7º do art. 170 de modo satisfatório.

55. Desse modo, ainda que a Proposta tenha apresentado informações suficientes quanto à justificativa para a não adoção isolada de qualquer dos critérios previstos na LSA, inclusive indicando os motivos pelos quais a utilização isolada dos critérios de rentabilidade futura e da cotação das ações não seria adequada, não houve qualquer pormenorização de como foi efetuada a alegada "*combinação*" (ou mais propriamente consideração) de tais critérios.

56. A propósito, cabe rechaçar o quanto requerido pela SEP no que tange à necessidade de apresentação de justificativa por meio de memória de cálculo, uma vez que não há exigência legal nem regulamentar nesse sentido, bem como diante do entendimento consolidado do Colegiado da CVM na linha de que há certa flexibilidade na forma de se justificar o preço[40], de acordo com as circunstâncias e peculiaridades de cada caso.

[40] P.ex., PAS CVM nº RJ2004/3098, Dir. Rel. Marcelo Fernandez Trindade, j. em 19.04.2005 e Processo CVM nº

57. Por outro lado, a referida flexibilidade na forma da justificativa não afasta a necessidade de *pormenorização* da justificativa – requisito explicitado na LSA – em grau que permita a compreensão clara das razões para a escolha dos parâmetros que levaram ao preço de emissão, o que, neste caso, a meu ver, requer esclarecimento quanto a como teria se dado a "*combinação*" dos critérios referidos na Proposta. Vale notar que os próprios Acusados defendem que o preço de emissão foi fixado "*tendo em vista*" os critérios previstos nos incisos I e III do §1º do art. 170, mas são explícitos em suas Defesas quanto ao fato de que as negociações foram determinantes.

58. Com efeito, as Defesas deixam claro que tais critérios foram tomados apenas como balizas para aferição de "*dois extremos de um intervalo de preço*" [41]. Restou, assim, evidenciado que o elemento central na estipulação do valor econômico das ações para fins de fixação do preço de emissão estava diretamente relacionado à negociação tida entre os controladores para chegar ao valor intermediário em que seria possível assegurar o compromisso de subscrição e integralização do valor mínimo proposto para o Aumento de Capital, a fim de promover o reenquadramento do Indusval quanto ao Índice de Basileia e evitar as graves medidas sinalizadas pelo BACEN.

59. Entendo, inclusive, que, neste caso, não estamos diante de controvérsia quanto à suficiência do nível de detalhamento ou de profundidade do quanto exposto pela administração do Banco[42], pois nada disso foi sequer tateado na Proposta[43], restando evidente que, ainda que não fosse imprescindível a apresentação de uma memória de cálculo, não houve pormenorização da justificativa dos aspectos econômicos que ampararam a referida "combinação" de critérios e, notadamente diante da expressiva distância em relação ao ponto máximo do referido intervalo de preço, tem-se evidenciada a ausência de esclarecimento que permitisse aos acionistas atestar a legitimação econômica do preço de emissão[44].

RJ2014/5297, Dir. Rel. Roberto Tadeu, j. em 13.09.2016.

[41] Doc. SEI 0942112, p. 21.

[42] Como ressaltado pelo ex-Presidente Marcelo Barbosa, no julgamento do PAS CVM nº19957.005983/2019-18, j. 10 08.2021: "*A depender do critério escolhido e da situação em que a companhia se encontra, a justificação poderá demandar um esforço maior ou menor por parte da administração. Afinal, a necessidade de esmiuçar os motivos que fizeram determinado parâmetro prevalecer face aos demais depende também das características do caso concreto, como a liquidez das ações ou a situação econômico-financeira da companhia*".

[43] Algumas defesas alegaram que as negociações entre os acionistas já seriam de conhecimento do mercado em razão do fato relevante publicado em 24.03.2019, mas noto que, além de tal informação não ter sido divulgada na proposta de aumento de capital (como exige o §7º do art. 170 da LSA), o referido fato relevante se limitou a informar sobre a garantia de subscrição de 80% do aumento por parte de Roberto Barbosa, não tendo sido informados o preço de emissão que fora negociado, nem tampouco os critérios que ampararam a negociação.

[44] Como apontado pelo então Presidente Marcelo Trindade, no Processo CVM nº RJ/2004/5476, decidido em 01.03.2005: "*Assim, a lei exige que a proposta de aumento de capital venha acompanhada dos necessários esclarecimentos, **pormenorizadamente** — isto é, de uma maneira muito detalhada, que permita à administração ou aos acionistas (conforme a competência para deliberar o aumento de capital) atestar a legitimação econômica do preço de emissão das ações*." (grifo do original).

60. Repisando, em benefício da clareza, quanto à evidente ausência de transparência acerca da justificativa da fundamentação econômica adotada neste caso, a Proposta não contou com qualquer menção, resumida que fosse, a nenhum dos aspectos trazidos pelas Defesas neste PAS para justificar o preço de emissão, como: (i) as tratativas da administração com o BACEN; (ii) a negociação havida entre os acionistas controladores; (iii) a correlação com a necessidade de obtenção de garantia de subscrição/integralização do valor mínimo do Aumento de Capital; nem, ao menos, (iv) o fato de que a dita "combinação" dos referidos critérios legais se deu ao tomá-los como pontos extremos do intervalo de preço considerado na referida negociação.

61. Diante do exposto, entendo que que os Acusados descumpriram o disposto no art. 170, §7º, da Lei nº 6.404/1976.

IV. CONCLUSÃO E DOSIMETRIA

62. Em conclusão, restou configurada, a meu ver, a responsabilidade dos Acusados apenas pela infração ao disposto no art. 170, §7º, da Lei nº 6.404/1976.

63. Passo, assim, à dosimetria das penas, cabendo considerar que a infração foi praticada após a edição da Lei nº 13.506, de 13.11.2017, e é prevista como grave, nos termos do art. 1º, I, do Anexo B à Resolução CVM nº 45/2021.

64. Em que pese a gravidade em abstrato, para fins de aplicação de penalidade, cabe avaliar sua gravidade em concreto, quando diante das peculiaridades do caso. Neste PAS, destaco, em especial, a ausência de diluição injustificada (art. 170, §1º, da LSA), a situação econômico-financeira da Companhia e a indispensabilidade do Aumento de Capital. Levo ainda em consideração, como circunstância atenuante, os bons antecedentes dos Acusados. Assim, proponho, em linha com precedentes deste Colegiado[45], a aplicação da penalidade de advertência.

65. Diante de todo o exposto, à luz dos princípios da proporcionalidade e da razoabilidade, com base no art. 11 da Lei nº 6.385/1976, voto:

i. pela absolvição de Roberto Barbosa, Manoel Felix, Luiz Masagão, Jair Ribeiro, Afonso Hennel e Walter Iorio, na qualidade de conselheiros de administração do Banco Indusval, da imputação de infração ao art. 170, §1º, da Lei nº 6.404/1976; e

[45] Exemplificativamente: PAS CVM nº RJ2009/8316, Relª. Dirª. Luciana Dias, j. em 09.04.2013; PAS CVM nº RJ2012/7767, Relª. Dirª. Luciana Dias, j. em 02.04.2013; PAS CVM nº 19957.005983/2019-18, Rel. Presidente Marcelo Barbosa, j. em 10.08.2021.

ii. pela condenação de Roberto Barbosa, Manoel Felix, Luiz Masagão, Jair Ribeiro, Afonso Hennel e Walter Iorio, na qualidade de conselheiros de administração do Banco Indusval, à penalidade de advertência pelo descumprimento ao disposto no art. 170, §7º, da Lei nº 6.404/1976.

É como voto.

Rio de Janeiro, 27 de setembro de 2022.

Flávia Sant'Anna Perlingeiro
Diretora Relatora