



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM N° 19957.008378/2023-85

Reg. Col. nº 3039/24

Acusados:

Antônio Carlos Romanoski
Eduardo Larangeira Jácome
Leo Julian Simpson
Thomas Cornelius Azevedo Reichenheim
Nelson Sequeiros Rodriguez Tanure
Roberto Luz Portella

Assunto:

Apurar eventual responsabilidade de administradores da Gafisa S.A., por infração ao disposto no art. 170, §§1º e 7º, da Lei nº 6.404/1976 c/c art. 45 da Instrução CVM 480/09.

Relator:

Presidente João Pedro Nascimento

VOTO

I. OBJETO

1. Trata-se de PAS¹ instaurado pela Superintendência de Relações com Empresas (“SEP”, “Área Técnica” ou “Acusação”) para apurar a responsabilidade de: (i) Antônio Romanoski, Eduardo Jácome, Leo Simpson, Thomas Reichenheim, Nelson Tanure e Roberto Portella, na qualidade de membros do Conselho de Administração da Gafisa S.A. (“Companhia” ou “Gafisa”), por supostamente terem fixado condições de preço de emissão para o aumento de capital em descumprimento ao art. 170, §1º, da Lei nº 6.404/76 (“LSA”); e (ii) Roberto Portella, na qualidade de Diretor de Relação com Investidores (“DRI”) da Gafisa, por supostamente não divulgar os critérios adotados e o embasamento legal para os preços de emissão fixados no aumento de capital, em descumprimento ao art. 170, §7º, da LSA c/c o art. 45 da então vigente ICVM 480.

2. O presente PAS originou-se do Processo CVM nº 19957.004478/2019-56 (“PA”), instaurado pela SEP, para analisar, no âmbito da Supervisão Baseada em Risco – SBR, o aumento de capital da Gafisa, aprovado pelo Conselho de Administração, conforme divulgado no Aviso aos Acionistas de 15/04/2019 (“Aumento de Capital”).²

3. No âmbito do PA, por meio do Ofício nº 86/2019/CVM/SEP/GEA-3³ (“Ofício SEP 86”), a Área Técnica informou à Companhia que foram identificadas inconsistências no

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”).

² Doc. nº 0737655.

³ Doc. nº 0738744 do Processo Administrativo CVM nº 19957.004478/2019-56.



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A - Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Aviso de Acionistas, ao verificar que: *(i)* o Aumento de Capital previa a aplicação de dois deságios escalonados sobre o preço de emissão, de forma que a operação teria três preços de emissão distintos; e *(ii)* não ficou demonstrado qual o critério utilizado para a fixação do preço de emissão ou dos bônus que incidem sobre ele⁴. Adicionalmente, a SEP solicitou à Companhia o refazimento do Aviso de Acionistas, de modo a refletir as referidas informações e a prestar os devidos esclarecimentos⁵.

4. A Companhia, por sua vez, atendendo às solicitações da SEP, reapresentou o Aviso aos Acionistas (“Aviso Republicado”) em 18/04/2019 e 26/04/2019. Adicionalmente, a Companhia protocolou resposta ao ofício encaminhado pela SEP⁶.

5. A SEP, no entanto, ao analisar o Aviso Republicado, manteve seu posicionamento pela existência de irregularidades na fixação do preço de emissão no Aumento de Capital, em descumprimento ao art. 170, §1º, da LSA, uma vez que: *(i)* teriam sido estabelecidos três diferentes preços de emissão; e *(ii)* a precificação teria ocorrido em desconformidade com os critérios estabelecidos no referido dispositivo. No mesmo ofício, a SEP informou à Companhia que, do seu entendimento, caberia recurso ao Colegiado, nos termos dos incisos I e X da então vigente Deliberação CVM nº 463/2003.

6. A Companhia optou por prosseguir com o Aumento de Capital e apresentou recurso acerca do tema ao Colegiado desta Autarquia em 27/05/2019⁷ (“Recurso”). O Recurso foi analisado na Reunião de Colegiado de 28/02/2023, ocasião em que o Colegiado deliberou, por unanimidade⁸, pelo não provimento do recurso⁹. No entendimento do Colegiado: *(i)* a estrutura adotada no âmbito do Aumento de Capital era irregular, na medida em que gerava a diluição injustificada de parcela da base acionária e estabelecia um tratamento desigual entre acionistas; e *(ii)* o critério para fixação do preço de emissão no âmbito do Aumento de Capital não teria observado o disposto no §1º do art. 170 da LSA. Ato contínuo, o Colegiado determinou o retorno do processo à SEP para eventuais providências adicionais (“Decisão do Colegiado de 28/02/2023”).

⁴ Doc. nº 1909213, §4º.

⁵ Além do refazimento do Aviso aos Acionistas, a SEP “solicitou a cronologia dos eventos relacionados que culminaram na realização da Operação, bem como a manifestação da Companhia quanto aos dispositivos legais em que se apoiava para a proposição da estrutura de preço de emissão apresentada no Aviso Original a manifestação de comitês e outros órgãos internos acerca da Operação, incluindo, mas não se limitando, aos cálculos que suportaram o preço de emissão e bônus propostos para a Operação.” (Doc. 1909213, §7º).

⁶ A Companhia, em 03/05/2019, apresentou respostas aos questionamentos encaminhados pela SEP por meio do Ofício 86 (Doc. 0750406).

⁷ Doc. nº 1909213, §18º.

⁸ A Diretora Flavia Perlingeiro foi a relatora e, naquela ocasião, o Presidente João Pedro Nascimento e os Diretores Otto Lobo, João Accioly e Alexandre Rangel acompanharam a Diretora Relatora, conforme Ata da Reunião do Colegiado de 28/02/2023 (Doc. 1728912).

⁹ Processo Administrativo CVM nº 19957.004478/2019-56.



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A - Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

7. Seguindo o rito previsto na Resolução CVM nº 45/2021, a SEP reiterou seu entendimento acerca das irregularidades identificadas, tendo apresentado Termo de Acusação.

II. CONTEXTUALIZAÇÃO SOBRE O AUMENTO DE CAPITAL

8. Na ausência de questões preliminares a tratar, antes da análise do mérito deste PAS, faço breves considerações acerca da Fundamentação Teórica e, em seguida, das Principais Características do Aumento de Capital, objeto de análise do presente PAS.

II.I. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

9. O aumento de capital é a operação societária por meio da qual a companhia modifica o seu capital social para aumentá-lo, podendo adotar modalidades: (i) *unilateral*, que é especificamente o aumento de capital mediante a capitalização de lucros ou reservas (artigo 169 da LSA); ou (ii) *bilateral*, que são todos os outros casos que pressupõem as manifestações de vontade da companhia, que delibera emitir ações, e das pessoas, que se comprometem a subscrevê-las ou adquiri-las. São modalidades de negócio bilateral: (ii.a) a subscrição de ações (artigo 170 da LSA); (ii.b) a conversão de debêntures ou partes beneficiárias em ações (artigo 166, inc. III, da LSA); e (ii.c) o exercício de bônus de subscrição e o exercício de opção de compra de ações (artigo 166, inc. III, da LSA)¹⁰.

10. O aumento de capital pressupõe a deliberação de aumentar por parte do órgão social competente, que em regra é a Assembleia Geral, mas pode ser o Conselho de Administração, nas companhias de capital autorizado.

11. De forma simplificada, o aumento de capital ocorre quando a companhia emite novas ações¹¹, que podem ser subscritas pelos atuais acionistas e/ou, conforme o caso, podem ser subscritas por novos investidores, que passarão a ser novos acionistas da companhia.

12. A emissão de novas ações em aumentos de capital tem o potencial de alterar as participações dos acionistas no capital social da companhia, inclusive diluindo-os

¹⁰ “O aumento de capital pode ocorrer ainda nos procedimentos de reorganização de companhias (incorporação de sociedade, cisão com incorporação de parcela de patrimônio em sociedade existente e incorporação de ações); e nesses casos as partes do negócio jurídico são as sociedades que participam das operações [de reorganização de companhias].” (LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (coord.). **Direito das Companhias**. Rio de Janeiro: Forense, 2017. pág. 997).

¹¹ No caso de capitalização de lucros ou reservas de companhias cujas ações não tenham valor nominal, o aumento de capital pode ocorrer com ou sem a emissão de novas ações, conforme previsto no art. 169, §1º, da LSA.



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A - Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

injustificadamente, razão pela qual a legislação societária é cuidadosa ao tratar desse tipo de operação.

13. Nesse contexto, a LSA busca compatibilizar: (i) a viabilidade da capitalização da companhia mediante o ingresso de capital de seus acionistas de forma célere e eficiente; e, ao mesmo tempo; (ii) a proteção da generalidade dos acionistas, (ii.a) garantindo-lhes o direito de preservarem as suas respectivas participações societárias; e (ii.b) estabelecendo regras contra eventual diluição injustificada de suas participações acionárias¹².

14. A possibilidade de manutenção da participação acionária pelo acionista assegura-lhe o direito de manter seus direitos de participação na companhia, tanto do ponto de vista de seus direitos políticos quanto de seus direitos patrimoniais.

15. Do ponto de vista político, a preservação da participação do acionista é essencial para assegurar a manutenção de sua capacidade de influir nas deliberações assembleares e a sua legitimação para exercícios de determinados direitos políticos e econômicos, que são privativos de titulares de determinados percentuais de participação acionária¹³. Nota-se, portanto, a relevância e os potenciais impactos desse direito na organização das relações internas da companhia¹⁴.

16. Do ponto de vista patrimonial, os direitos do acionista estão diretamente relacionados com o percentual da sua participação no capital social, seja em decorrência da distribuição de lucros ou do rateio do acervo líquido por ocasião da liquidação da companhia.

17. Nesse sentido, a legislação societária prevê que “na proporção do número de ações que possuírem, os acionistas terão preferência para a subscrição do aumento de capital” (cf. *caput* do art. 171 da LSA). O exercício do direito de preferência na subscrição das novas ações emitidas permite ao acionista manter a proporção que tinha no capital antes do aumento, conforme disciplina o art. 171, “b”, da LSA¹⁵.

¹² Nesse sentido, destaco ainda duas outras proteções conferidas pela lei societária para mitigar a ocorrência de aumentos de capital abusivos (i) quando em funcionamento, a obrigatoriedade de o Conselho Fiscal manifestar-se, previamente à deliberação, sobre a proposta de aumento de capital apresentada (art. 166, §2º da LSA); e (ii) o quórum qualificado para instalação da assembleia geral que altera o estatuto social (art. 135 da LSA).

¹³ A título de exemplo, citam-se os requisitos de participação para propositura de demandas judiciais (e.g., propositura de ação de exibição de livros, responsabilidade civil de administradores ou controlador, etc.), indicação de administradores (e.g., eleição em separado) e funcionamento de órgãos da administração (e.g., funcionamento do Conselho Fiscal).

¹⁴ “Um aumento de capital numa sociedade comercial conduz, nas relações internas entre sócios, a uma ampliação do círculo social ou a um descolamento de forças entre eles”. FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes (coord.). **Direito Societário Contemporâneo I**. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 22.

¹⁵ Art. 171. Na proporção do número de ações que possuírem, os acionistas terão preferência para a subscrição do aumento de capital. §1º Se o capital for dividido em ações de diversas espécies ou classes e o aumento for feito por emissão de mais de uma espécie ou classe, observar-se-ão as seguintes normas: b) se as ações emitidas forem de espécies e classes existentes,



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A - Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

18. Tendo em vista a relevância do direito de preferência previsto no art. 171 da LSA, a lei societária trata-o como um direito essencial de todo acionista¹⁶.

19. Além de assegurar a oportunidade de subscrever as novas ações por meio do direito de preferência, a LSA estabelece outras proteções aos acionistas em operações envolvendo aumentos de capital. Isto porque, o direito de preferência não assegura, por si só, a proteção contra o risco de os acionistas terem suas participações societárias diluídas injustificadamente, seja em decorrência da realização de aumentos de capital desnecessários ou da precificação incorreta das novas ações emitidas¹⁷.

20. A legislação societária prevê um sistema destinado a evitar que os aumentos de capital promovam a *diluição injustificada* dos acionistas da companhia, sendo que este sistema se funda em 2 (dois) pilares básicos.

i) O primeiro deles é a *necessidade*. O aumento de capital somente será legítimo na medida em que for necessário para atender ao interesse social em captar recursos para manter ou expandir suas atividades¹⁸. Há aqui a necessidade de demonstração do fundamento econômico para a realização do aumento de capital, mas este não é sequer um aspecto controverso no caso concreto. Sendo assim, *se de um lado*, não se pode presumir que todo aumento de capital, simplesmente por pressupor o ingresso de novos recursos, será automaticamente do interesse da companhia, *de outro lado*, caso reste comprovada a necessidade de recursos para a companhia via aumento de capital, o interesse social prevalecerá em relação ao interesse individual do acionista; e

ii) O segundo é que o *preço de emissão das novas ações deve ser fixado pelo seu valor econômico*, em *observância dos critérios balizadores* previstos no art. 170, §1º, da LSA. Este dispositivo determina que o preço de emissão deverá ser fixado, sem diluição injustificada da participação dos antigos acionistas, tendo em vista, alternativa ou conjuntamente: (a) a perspectiva de rentabilidade da companhia; (b) o

mas importarem alteração das respectivas proporções no capital social, a preferência será exercida sobre ações de espécies e classes idênticas às de que forem possuidores os acionistas, somente se estendendo às demais se aquelas forem insuficientes para lhes assegurar, no capital aumentado, a mesma proporção que tinham no capital antes do aumento;

¹⁶ Art. 109. Nem o estatuto social nem a assembléia-geral poderão privar o acionista dos direitos de: IV - preferência para a subscrição de ações, partes beneficiárias conversíveis em ações, debêntures conversíveis em ações e bônus de subscrição, observado o disposto nos artigos 171 e 172;

¹⁷ BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. “Aumento de Capital”. In: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (coord.). **Direito das Companhias**. Rio de Janeiro: Forense, 2017. p. 1022.

¹⁸ Veja-se que, neste sentido, o art. 117, §1º, alínea “c” da LSA prevê como modalidade de abuso de poder de controle “promover a emissão de valores mobiliários que não tenha por fim o interesse da companhia e/ou venha a causar prejuízo dos demais acionistas, dos que trabalham na empresa ou dos investidores em valores mobiliários emitidos pela companhia”.



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

valor do patrimônio líquido da ação; (c) 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.

21. 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, como se extrai da Exposição de Motivos da Lei nº 6.4404/1976¹⁹. A preocupação do legislador ao fixar os critérios balizadores previstos no §1º do art. 170 foi vedar a fixação de preço de emissão, cujo efeito é a diluição injustificada dos antigos acionistas²⁰.

II.II. PRINCIPAIS CARACTERÍSTICAS DO AUMENTO DE CAPITAL DA COMPANHIA

22. O Aumento de Capital da Gafisa foi aprovado na Reunião do Conselho de Administração de 15/04/2019 e divulgado na mesma data ao mercado, por meio do Aviso de Acionistas. Após solicitação da SEP, a Companhia divulgou o Aviso Republicado²¹.

23. Conforme informações do Aviso Republicado²², o Aumento de Capital foi realizado mediante a emissão de 26.273.962 (vinte e seis milhões, duzentas e setenta e três mil, novecentas e sessenta e duas) novas ações, todas nominativas, escriturais e sem valor nominal.

24. O preço de emissão por ação no Aumento de Capital seria de R\$6,02 por ação, fixado com base no artigo 170, §1º, incisos I e III, da LSA, sendo-lhe aplicado um bônus escalonado: (a) de 15%, aplicado sobre o preço base da emissão no exercício do direito de

¹⁹ Exposição de Motivos nº 196, de 24 de junho de 1976, do Ministério da Fazenda: “*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”.

²⁰ “A norma introduziu em nosso sistema o princípio fundamental de que as ações devem ser emitidas por seu valor econômico e não pelo seu valor nominal. A prática, verificada na vigência do Decreto-Lei nº 2.627 / 1940, de emitir ações pelo valor nominal, quando a companhia podia colocá-las no mercado por valor muito superior, trazia 2 (duas) consequências manifestamente negativas: proporcionava um ganho injustificado aos acionistas que exerciam seu direito de preferência pelo valor nominal e depois vendiam as ações pelo valor de Bolsa, seguidamente muito superior; diluía injustificadamente a participação dos antigos acionistas que não tinham condições de acompanhar o aumento de capital. Assim, o dispositivo do § 1º consagrou o princípio de que a emissão pelo valor econômico - calculado tendo em vista o valor patrimonial, o valor de mercado e as perspectivas de rentabilidade - é a solução que melhor atende os interesses de todos os acionistas, inclusive dos que não subscrevem as novas ações.” (EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**. Volume II - Arts. 121 a 188. São Paulo: Quartier Latin, 2011. pp. 488)

²¹ Doc. 1827073, pg. 28.

²² Doc. 1827073, pg. 28.



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A - Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

preferência, a um preço de R\$5,12 por ação ON; e **(b)** adicional de 3%, no valor de R\$4,96 por ação ON, na subscrição das sobras²³.

25. Com relação aos critérios utilizados para definição do preço de emissão, a Companhia indicou ter utilizado a “*combinação de elementos dos critérios (...) I e III, § 1º, do artigo 170 da Lei 6.404/1976, com preponderância da perspectiva de rentabilidade, aplicando - no caso - deságio no preço de emissão, o que representa, na opinião da Administração, a forma mais adequada de precificação das ações da companhia, sem diluição injustificada dos acionistas não participantes*”²⁴.

26. Em acréscimo, conforme consta no Aviso no Republicado²⁵, a Companhia justificou o deságio aplicado no preço de emissão nos seguintes termos:

“*Considerando a necessidade de captação de recursos da Companhia, o deságio, aplicado em função das condições de mercado, conforme facultado pelo artigo 170, §1º, inciso III, da Lei nº 6.404/76, tem por função estimular a adesão pelos acionistas da Companhia e, ao mesmo tempo, obter de determinados investidores uma garantia de subscrição de parte do Aumento de Capital. Neste sentido, fixou um deságio de 17,55% (dezessete inteiros e cinquenta e cinco centésimos por cento), com aplicação escalonada de 15% (quinze por cento) no exercício do direito de preferência e, aplicando-se sobre tal percentual, 3% (três por cento), na subscrição das sobras*”.

III. MÉRITO

III.I. Violação do art. 170, §1º, da LSA

27. A primeira questão a ser enfrentada no presente PAS diz respeito à regularidade na fixação do preço de emissão das ações no Aumento de Capital, com base no que dispõe o art. 170, §1º, da LSA. Mais especificamente, apura-se se **(i)** a estrutura de preços de emissão adotada no Aumento de Capital, com a aplicação de um bônus escalonado, promoveu tratamento diferenciado entre acionistas e gerou uma diluição injustificada de determinados acionistas; e **(ii)** o preço de emissão fixado observou os critérios previstos no referido dispositivo da LSA.

28. Para melhor compreensão, a análise da regularidade do Aumento de Capital da Gafisa será organizada nos seguintes pontos: **(i)** existência de mais de um preço de emissão; **(ii)** a base legal e/ou regulamentar para a estrutura de preços; e **(iii)** a observância dos critérios do §1º do art. 170 da LSA.

²³ Doc. 1827073, pg. 29.

²⁴ Doc. 1827073, pg. 29.

²⁵ Doc. 1827073, pg. 30.



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

(i) Existência de mais um preço de emissão no Aumento de Capital

29. A discussão quanto a existência de múltiplos preços de emissão no Aumento de Capital da Companhia foi inicialmente trazida pela SEP no Ofício SEP 86, no âmbito do PA²⁶. De acordo com a Área Técnica, o Aumento de Capital envolveu a adoção de diferentes preços de emissão para uma mesma classe de ações, em um mesmo aumento de capital.

30. Apesar dos argumentos trazidos pela Companhia buscando afastar tal entendimento²⁷, ao analisar o recurso interposto pela Companhia no âmbito do PA, a Diretora Relatora do PA ponderou que houve “*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 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*”²⁸.

31. Em reunião realizada em 28/02/2023, o Colegiado da Autarquia concluiu, por unanimidade, acompanhando o voto da então Diretora Relatora Flávia Perlingeiro, existir mais de um preço de emissão no âmbito do Aumento de Capital²⁹.

32. Nesse contexto, com fundamento no entendimento proferido pelo Colegiado e repisando os argumentos trazidos no âmbito do PA, a Acusação sustenta, neste Processo Administrativo Sancionador, que o Aumento de Capital foi realizado com a adoção de múltiplos preços de emissão, em violação à legislação societária.

33. Em sua Defesa³⁰, os Acusados alegam que não houve estipulação de preços de emissão diferentes para a subscrição de ações para cada etapa do Aumento de Capital:

“(i) preço de emissão original era um só: R\$ 5,12 (...). Por esse valor uniforme todos os acionistas da Companhia poderiam subscrever as ações emitidas mediante exercício dos respectivos direitos de preferência. (...); (ii) na subscrição das sobras (...) a administração entendeu necessário conceder um deságio adicional no preço de emissão visando estimular a subscrição das ações. Dessa forma, apenas nesta etapa o preço de emissão passaria a ser de R\$ 4,96 (...) para todas as ações restantes, em relação a todos os acionistas que pediram reserva

²⁶ Doc. nº 0738744 do Processo Administrativo CVM nº 19957.004478/2019-56.

²⁷ Doc. nº 1827073.

²⁸ Doc. 1728912.

²⁹ Conforme Ata da Reunião do Colegiado de 28/02/2023, o Presidente João Pedro Nascimento e os Diretores Alexandre Rangel, Otto Lobo e João Accioly acompanharam o voto da Diretora Relatora Flávia Perlingeiro, em decisão unânime do Órgão Máximo da CVM (Doc. 1728912).

³⁰ Doc. 1990036.



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

de sobras.; e (iii) por fim, havendo sobras não subscritas, o que ensejaria a realização de leilão de sobras em bolsa a quaisquer investidores, acionistas ou não, o preço de emissão seria de R\$ 6,02 (...) por ação.”

34. Todavia, ao analisarmos os documentos³¹ do Aumento de Capital, resta evidente a existência de múltiplos preços de emissão para a mesma classe de ações.

35. O preço de emissão da ação é o valor, em dinheiro ou bens, que o subscritor se obriga a pagar para adquirir a ação. No presente caso, existiam 3 (três) diferentes valores para subscrição das ações, a depender ao momento em que se daria a subscrição: (i) **R\$6,02** por ação, que serviria de preço-base para eventual leilão após a rodada de sobras; (ii) **R\$ 5,12** por ação, obtido após aplicação do primeiro deságio de 15%, referente ao exercício do direito de preferência; e (iii) **R\$ 4,96** por ação, aplicado na rodada de sobras, após o período para exercício do direito de preferência.

36. Adicionalmente, observo que a Companhia contratou pareceristas para manifestarem suas percepções jurídicas acerca da fixação do preço de emissão das ações no âmbito do Aumento de Capital, os quais, inclusive, apresentaram as suas perspectivas sobre os diferentes preços de emissão estabelecidos³².

37. Sendo assim, ainda que a Companhia tenha utilizado diferentes terminologias para referir-se ao valor da contraprestação devida pela subscrição das novas ações (e.g., “preço base da emissão”, “valor base”, “valores” ou “valores de subscrição”), é indiscutível que a estrutura de preços proposta para o Aumento de Capital envolveu múltiplos preços de emissão.³³

38. Dessa forma, reitero meu entendimento, conforme decisão proferida anteriormente no âmbito da Reunião do Colegiado do dia 28/02/2023, no sentido de que o Aumento de Capital apresentou mais de um preço de emissão para uma mesma classe de ações.

³¹ Nesse sentido, menciona-se: (a) a Ata de Reunião do Conselho de Administração da Gafisa de 15.04.2019 (Doc. 1827073, pg. 5); (b) o Fato Relevante datado de 15.04.2019 (Doc. 1827073, pg. 11); (c) o Aviso aos Acionistas datado de 15.04.2019 (Doc. 0737655); e (d) o Parecer do Conselho Fiscal da Companhia datado de 16.04.2019 (Doc. 1827073, pg. 41).

³² A este respeito, veja-se o Doc. 0767148, Anexo VIII e Doc. 0767148, Anexo IX.

³³ Conforme mencionado por Luciana Dias, em seu parecer jurídico de 26.05.2019, contratado pela Companhia: “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”.(Grifei) (Doc. 1827073, pg. 180).



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A - Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

(ii) Base legal e/ou regulamentar para a estrutura de preços

39. Uma vez verificada a existência de múltiplos preços de emissão no Aumento de Capital, cumpre avaliar se a estrutura de preços de emissão adotada no Aumento de Capital violou algum dispositivo legal e/ou regulamentar.

40. Para a SEP, a adoção de diferentes preços de emissão para uma mesma classe de ações, no contexto de um mesmo aumento de capital, não encontra respaldo legal. Adicionalmente, na visão da Acusação, a estrutura de preços de emissão adotada no Aumento de Capital, com a aplicação de um bônus escalonado, “*enseja tratamento diferenciado a determinados acionistas (a saber, os que exercearam o direito de preferência), e consequentemente diluição injustificada de outro grupo de acionistas (os que não exercearam o direito de preferência)*”³⁴.

41. Em contraposição à tese da Acusação, a Defesa argumentou, em síntese, que³⁵:

- (a) Até a decisão do Colegiado no PA, “*não havia qualquer posicionamento por parte dessa D. Autarquia da impossibilidade de se adotar preços de emissão divergentes e/ou aplicar deságio escalonado em aumentos de capital por subscrição privada*”; e
- (b) O procedimento adotado no Aumento de Capital não apresentou tratamento diferenciado, “*já que as condições foram conferidas de forma idêntica e uniforme para todos os acionistas indistintamente, cabendo a cada um decidir o que lhes fosse mais conveniente: não subscrever nenhuma ação, subscrever ações exclusivamente no exercício da preferência ou subscrever a preferência e solicitar sobras, na proporção de sua conveniência, observada sua respectiva participação no capital social*”³⁶.

42. A lei societária não possui uma vedação expressa e peremptória contra a fixação de preços de emissão distintos em uma mesma operação de aumento de capital, de forma que, em tese, tal estrutura não seria irregular. Todavia, a LSA deve ser interpretada de forma sistemática e harmônica com os demais dispositivos da lei.

³⁴ Doc. 1909213, §30.

³⁵ Doc. 1990036.

³⁶ A Defesa afirma existir uma *diferença* em relação aos acionistas que somente subscreveram as ações no âmbito do direito de preferência e aqueles que também exercearam a subscrição das sobras, todavia, tal *diferença* essa que reside nas *diferentes escolhas* feitas pelos próprios acionistas, de modo informado e voluntário, conforme as estratégias de investimento de cada um. Doc. 1990036.



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A - Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

43. O princípio do tratamento igualitário entre acionistas da mesma espécie e classe de ações, insculpido no §1º do art. 109³⁷, determina que as ações de cada classe conferirão conjuntos padronizados de direitos e obrigações a seus titulares. Sendo assim, dentro de uma mesma espécie e classe de ações, não se pode discriminar ou criar diferenças e privilégios entre seus detentores³⁸.

44. Há aproximadamente 45 (quarenta e cinco) anos, o Parecer de Orientação CVM nº 5/79 fornece diretrizes sobre o tema da diversidade de preços de emissão em função da diversidade de tipos (espécies, classes ou forma) das ações a serem emitidas por uma companhia aberta em um mesmo aumento de capital. As suas orientações permanecem válidas e precisas até os dias de hoje.

45. O Parecer de Orientação CVM nº 5/79 prevê como regra geral o estabelecimento de um único preço para todas as ações³⁹, mas excepcionalmente admite a fixação de preços de emissão distintos em um mesmo aumento de capital. Esta faculdade é restrita aos casos em que diferentes tipos de ações a serem emitidas: *(i)* apresentem cotações no mercado significativamente díspares; e *(ii)* possuam significativos índices de negociabilidade.

46. Nota-se que a adoção de diferentes preços em um mesmo aumento de capital é excepcional e tem como pressuposto, de forma geral, corrigir a disparidade nos valores econômicos de ações de tipos distintos.

47. No caso concreto, as excepcionalidades que fundamentam a adoção de preços de emissão distintos não se aplicam. As ações emitidas eram da mesma classe e espécie (*i.e.* ações ordinárias) e possuíam valor econômico idêntico, de forma que não se enquadram nas

³⁷ Conforme tive a oportunidade de me pronunciar no âmbito do Processo Administrativo CVM 19957.003021/2020-68, j. em 14.05.2024 “A regra geral do art. 109, §1º, da Lei 6.404/1976 preserva a natureza das ações como conjuntos padronizados de direitos e obrigações, que circulam e concedem aos seus titulares tais direitos e obrigações independentemente de quem sejam estes titulares¹⁵. Nesse sentido, o exercício do direito de cada acionista depende da classe de ações que possui e não de sua condição individual de acionista”.

³⁸ “A identidade de posição jurídica entre os acionistas é que vai, portanto, determinar a igualdade de tratamento, a qual, nesse parâmetro, configura um direito essencial. A igualdade de direitos entre os acionistas de uma mesma classe revela-se sob duas perspectivas: a da igualdade formal dos direitos incorporados à ação e atribuídos ao seu titular e a da igualdade material ou substancial, que obsta o tratamento discriminatório. A primeira funda-se no plano dos direitos que cada ação confere ao acionista; a segunda no tratamento que concretamente a companhia dispensa ao acionista em certos episódios da vida social.” (COELHO, Fábio Ulhoa. **Lei das Sociedades Anônimas Comentada**. Rio de Janeiro: Forense, 2021. p. 468).

³⁹ Conforme disposto no Parecer de Orientação CVM nº 5/1979: “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.”



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

situações previstas no referido Parecer de Orientação, nem mesmo em precedentes ou em regras da CVM⁴⁰.

48. Como informado pela Companhia⁴¹, a razão do deságio em relação ao preço de mercado das ações seria 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. Neste sentido, fixou-se um deságio de (a) 17,55% (dezessete inteiros e cinquenta e cinco centésimos por cento), com aplicação escalonada de (b) 15% (quinze por cento) no exercício do direito de preferência e, aplicando-se sobre tal percentual, (c) 3% (três por cento), na subscrição das sobras.

49. De acordo com a Defesa, o desconto adicional de 3% (três por cento), destinado a apenas acionistas que exercessem o direito de preferência, tinha como objetivo estimular a subscrição das ações pelos acionistas⁴² e “reverter em benefício dos acionistas participante do aumento eventual comissão para os agentes autônomos que atuariam na intermediação das ações da Companhia com potenciais investidores.”⁴³

50. Assim sendo, o bônus escalonado tinha como critério o momento em que as ações eram subscritas. Durante o período de exercício do direito de preferência, o preço de emissão foi de R\$5,12 por ação. Nesta etapa, todos os acionistas da Companhia poderiam subscrever ações por este valor. Por sua vez, no período de subscrição de sobras, o preço foi de R\$4,96 por ação, e apenas aqueles acionistas que exercessem o direito de preferência poderiam subscrever as sobras por este valor. Previu-se, ainda, um terceiro preço de emissão, fixado em R\$6,02 por ação, destinado a novos investidores, para eventual leilão das sobras em Bolsa⁴⁴.

⁴⁰ Como bem destacado pela Diretora Relatora no âmbito do PA, além da hipótese acima, a CVM já reconheceu a possibilidade de adoção de preços de emissão distintos para ações de mesma espécie e classe tendo em vista os destinatários da oferta, destacando 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”. Nesse sentido, veja o Parecer CVM/SJU/Nº 068/80, em que se admitiu a possibilidade, no contexto de uma oferta pública de ações, da fixação de valores distintos entre os novos e os antigos acionistas, desde que o preço de venda ao público não fosse inferior ao valor pago no contexto do exercício do direito de preferência pelos acionistas. Nesse mesmo sentido, apesar de reconhecer a regra da unicidade do preço de emissão nas ofertas públicas, o art. 23 da Instrução Normativa CVM nº 400/03, que foi preservado pela Resolução CVM nº 160/22, previa expressamente a possibilidade de adoção de preços de emissão distintos a depender dos destinatários da oferta. Ocorre que, diante das características do Aumento de Capital, a possibilidade de adoção da excepcionalidade mencionada acima não se aplica considerando, especialmente (i) tratar-se de aumento de capital por subscrição privada; e (ii) a totalidade das ações emitidas terem sido subscritas pelos acionistas da companhia.”

⁴¹ Doc. 1990036, p. 30.

⁴² Doc. 1990036, p. 7.

⁴³ Doc. 1990036, p. 30.

⁴⁴ De acordo com a Defesa, o aumento de capital da Gafisa foi integralmente subscrito por acionistas da Gafisa, tendo sido homologado em 24.06.2023.



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

51. Dada a necessidade de captação de recursos da Companhia, é natural e legítima a preocupação da administração em promover um aumento de capital atrativo aos potenciais subscritores, inclusive mediante estímulo à subscrição por parte da base acionária atual. Contudo, o objetivo de conferir atratividade para o aumento de capital não pode dar origem a um tratamento desigual entre os acionistas que leve à diluição injustificada de parte da base acionária. É dizer, a necessidade de capital não convalida o ingresso de recursos a qualquer custo⁴⁵.

52. *In casu*, ao oferecer apenas para os acionistas que exercessem o direito de preferência o direito subscrever as sobras por valor mais vantajoso (R\$ 4,96), a Companhia gerou um tratamento diferenciado em relação aos demais acionistas e prejudicou os acionistas que optaram por não subscrever as sobras.

53. No caso concreto, os diferentes preços de emissão fazem com que o preço médio por ação pago pelos acionistas que subscreveram ações somente no exercício do seu direito de preferência seja maior do que aquele pago aos acionistas subscritores das sobras. Este é um fato matematicamente incontroverso.

54. A Companhia não apresentou nenhuma justificativa econômica que fundamentasse os diferentes preços de emissão adotados no Aumento de Capital, ao contrário, ela foi clara no sentido de que o escalonamento de preços simplesmente objetivou fomentar a subscrição do Aumento de Capital pelos seus acionistas.

55. Nota-se, portanto, que a estrutura desenhada para o Aumento de Capital gera distorções adversas entre acionistas da mesma classe e espécie, sem que haja fundamento econômico para diferenciação entre os preços de emissão. Tal cenário tende a prejudicar os acionistas que tenham capacidade limitada de investimento, mesmo que no caso concreto tais acionistas venham a exercer os seus respectivos direitos de preferência, caso estes não tenham recursos adicionais para os aportes nas rodadas subsequentes.

⁴⁵ A este respeito, veja-se o PAS CVM nº 19957.008086/2019-66, j. em 27.09.2022, pela então Diretora Relatora Flávia Perlingeiro “*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.*”



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A - Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

56. O modelo proposto subverte o sistema de proteção às minorias no contexto do aumento de capital. O acionista que exerce a preferência e subscreva a sua exata proporção de ações, mas não participe da rodada de sobras, será patrimonialmente diluído em relação àquele que subscreva as sobras, uma vez que ele terá pagado um valor maior pelas mesmas ações⁴⁶. Sendo assim, ainda que exerça o seu direito de preferência, o acionista que não subscreve as sobras será economicamente prejudicado na Companhia. Portanto, o sistema de bônus escalonado previsto no Aumento de Capital tende a prejudicar e diluir injustificadamente os acionistas que não acompanharam todas as rodadas de subscrição.

57. Em suma, no caso concreto, a estrutura de preços no Aumento de Capital da Companhia, com aplicação de bônus escalonado, não possui respaldo na lei e/ou na regulamentação da CVM, na medida em que:

- i. não se enquadra nas hipóteses que justificam excepcionalmente a diversidade de preços em um mesmo aumento de capital, inclusive à luz do Parecer de Orientação CVM nº 5/79, uma vez que não estão relacionadas com uma diferença no valor econômico das ações emitidas;
- ii. viola o princípio fundamental do tratamento igualitário previsto no §1º do art. 109 da LSA, ao limitar o direito de subscrição das sobras, com preço de emissão inferior ao inicialmente oferecido à generalidade dos acionistas, àqueles que exerceram o direito de preferência, resultando, portanto, em um tratamento desigual entre acionistas da mesma espécie e classe de ações ao prestigiar aqueles que tenham maior capacidade de investimento em detrimento daqueles que só possam investir no limite do direito de preferência; e
- iii. resulta na diluição injustificada de determinados acionistas, na medida em que o acionista que exerce a preferência e subscreva a sua exata proporção de ações, mas não participe da rodada de sobras, será prejudicado em relação àquele que subscreva as sobras, uma vez que ele terá pagado um valor maior pelas mesmas ações; e

58. Por todo exposto, a estrutura de preços proposta no Aumento de Capital da Companhia violou o disposto no art. 170, §1º, da LSA.

⁴⁶ A esse respeito, veja-se a lição de Mauro Rodrigues Penteado: “A natureza do direito de preferência (...) está precisamente em tutelar os acionistas no que diz respeito aos seus direitos sobre as reservas e de influência proporcional na administração da companhia, impedindo que, nos aumentos de capital, a livre colocação de ações pelos administradores possa acarretar prejuízos aos minoritários”. PENTEADO, Mauro Rodrigues. **Aumentos de Capital das Sociedades Anônimas**. 2ª ed. atual. e anotada. São Paulo: Quartier Latin, 2012. p. 280.



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A - Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Observância dos critérios do §1º do art. 170 da LSA

59. Por fim, passo a analisar a regularidade da metodologia utilizada pela Companhia na estipulação do preço de emissão no Aumento de Capital, em observância dos critérios balizadores do §1º do art. 170 da LSA.

60. De acordo com a Acusação, o critério utilizado pela Companhia para a determinação do preço de emissão foi irregular tendo em vista que a Companhia: **(a)** norteia a definição do preço de emissão na atratividade e no estímulo à adesão dos acionistas; e **(b)** mistura critérios de valoração de naturezas diferentes para justificar seu preço de emissão⁴⁷.

61. Adicionalmente, a Acusação sustenta que a aplicação do ágio ou deságio, nos termos do §1º do art. 170 da LSA, não seria possível no Aumento de Capital, por ser prerrogativa exclusiva de aumento de capital nos quais o preço de emissão é fixado com base *(i)* na cotação em bolsa de valores, em função de condições de mercado, ou *(ii)* no cálculo de rentabilidade futura, desde que reflitam elementos que não foram capturados pelo valor econômico⁴⁸.

62. A redação do §1º do art. 170 da LSA, alterada pela Lei nº 9.457/1997, pôs fim as controvérsias doutrinárias quanto a obrigatoriedade de cumulação dos três critérios, restando claro que o preço de emissão deve ser fixado “tendo em vista”, “alternativamente” ou “conjuntamente” os critérios elencados no §1º, admitindo-se a seleção de apenas um dos critérios, ou a ponderação entre 2 (dois) ou 3 (três) critérios, por decisão fundamentada da Companhia.⁴⁹ Os critérios funcionam como balizas para delimitar o perímetro decisório da Administração, que devem ser levados em consideração na fixação do preço⁵⁰.

63. A lei societária conferiu uma certa margem de discricionariedade à administração das companhias abertas na determinação do preço de emissão das ações no contexto de um aumento de capital, mediante a ponderação dos critérios balizadores do §1º do art. 170 da

⁴⁷ Doc. 1909213, §47.

⁴⁸ Doc. 1909213, §§58 ss.

⁴⁹ “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.” BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. “Aumento de Capital”. In: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (coord.). **Direito das Companhias**. Rio de Janeiro: Forense, 2017. p. 1019-1020. (grifei)

⁵⁰ “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.” (COMPARATO, Fabio. A Fixação do Preço de Emissão das Ações no Aumento de Capital da Sociedade Anônima. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, v. 81, janeiro-março. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 1991. p. 82.



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A - Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

LSA. Esse exercício deve ser realizado em observância aos seus deveres fiduciários, em especial os deveres de diligência e lealdade⁵¹, buscando atender ao interesse social, dentro da lógica de que “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”⁵². Além disso, em qualquer caso, a decisão deve ter acompanhada de um fundamento econômico válido⁵³.

64. Não obstante, a discricionariedade atribuída aos administradores deve ser exercida dentro de moldura de possibilidades, sendo vedada a diluição injustificada⁵⁴. A “*latitude de apreciação*” disponível para a escolha dos critérios legais na fixação do preço é condicionada também pela proibição à diluição injustificada, que é norma cogente⁵⁵.

65. Assim, cabe ao regulador, quando necessário, avaliar se a escolha da administração “*foi embasada em fundamentos verdadeiros e consistentes, sem diluição injustificada dos antigos acionistas*”⁵⁶, em observância aos parâmetros legais e regulamentares aplicáveis.

66. No presente caso, o preço de emissão de R\$5,12 foi fixado a partir da combinação dos critérios previstos nos incisos I e III do §1º do art. 170 da LSA, quais sejam, a perspectiva de rentabilidade futura e a cotação em bolsa, com preponderância do primeiro critério. Foi utilizado como “valor base” o preço de R\$6,02, que consubstanciava o valor da ação sob o critério da perspectiva de rentabilidade, calculado a partir de laudo de avaliação de empresa especializada (“Laudo de Avaliação”)⁵⁷. Na sequência, foi aplicado um deságio de 15% sobre o preço base da emissão no exercício do direito de preferência, resultando em um valor de R\$5,12 (cinco reais e doze centavos) por ação ordinária.

⁵¹ Sobre a avaliação quanto ao atendimento dos requisitos legais pelos administradores previstos no art. 170, §1º da LSA, destaca-se o voto proferido pela Dir. Flávia Perlingeiro no Processo Administrativo CVM nº 19957.004478/2019-56: “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 procedural, 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”.

⁵² Processo Administrativo CVM nº RJ2010/16884, Dir. Rel. Otávio Yazbek, j. 17.12.2013.

⁵³ EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Volume II - Arts. 121 a 188. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 497.

⁵⁴ “[A] proibição à diluição injustificada serviria como a moldura que delimita a fixação do preço de emissão. É inegável haver certa liberdade nos limites internos da moldura; mas há de se reconhecer a efetiva existência de tal baliza”. LOPES ALMEIDA, Arthur de Paula. **Irregularidades nos Aumentos de Capital das S.A.:** Perspectivas de Tribunais e da CVM. 1ª ed. São Paulo: Quartier Latin, 2023. p. 109.

⁵⁵ Nesse sentido, ver FRANÇA, Erasmo Valladão de Azevedo e Novaes; ADAMEK, Marcelo Vieira von. Da invalidade da deliberação assemblear contrastante com as regras de fixação de preço de emissão de ações (LSA, art. 170, §1º). **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, v. 51, janeiro-agosto. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 2012. p. 17-37.

⁵⁶ Processo Administrativo CVM nº RJ2010/16884, Dir. Rel. Otávio Yazbek, j. em 17.12.2013.

⁵⁷ De acordo com a Companhia: “o intervalo de preço da análise de rentabilidade futura apresentada pelo Relatório Eleven era de R\$ 6,31 e R\$ 5,73. O ponto médio deste intervalo, de R\$ 6,02, foi assumido como Valor Base.” (Doc. nº 0767148)



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A - Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

67. Em sede de recurso no PA, a Companhia informou que a aplicação do deságio de 15% sobre o “valor base” se deu de modo a refletir, em parte, o comportamento das ações ordinárias da Companhia naquele período, sob a justificativa de que estaria a realizar uma combinação dos critérios previstos nos incisos I e III do §1º do art. 170, prestigiando “*em maior proporção, a perspectiva de rentabilidade futura*”, e “*em menor proporção, o comportamento da cotação*” em bolsa⁵⁸.

68. Já em sede de Defesa, a Companhia alegou⁵⁹ que os critérios do §1º do art. 170 da LSA foram devidamente analisados por empresa especializada no contexto da elaboração do Laudo de Avaliação. Além disso, a Companhia entendeu recomendável a aplicação de deságio no percentual 15% sobre o valor-base (*i.e.*, R\$ 6,02), em razão da: (a) da oscilação atípica, no sentido de desvalorização, das ações da Companhia nos meses precedentes, conforme detalhado na justificativa do preço de emissão; (b) da prática de mercado para aumento de capital por subscrição privada em companhias abertas; e (c) da premente necessidade de captação de recursos pela Companhia⁶⁰.

69. A partir da análise do Aviso de Republicado divulgado pela Companhia, resta claro que o preço de emissão foi fixado com base na combinação de elementos dos critérios do inciso I e III do §1º do art. 170 da LSA, com a preponderância do primeiro critério, tendo sido aplicado um “*deságio no preço de emissão, o que representa, na opinião da Administração, a forma mais adequada de precificação das ações da companhia, sem diluição injustificada dos acionistas não participantes*”.

70. Em que pese a alegação de que a aplicação do deságio se deu por razões não refletidas no cálculo da perspectiva de rentabilidade futura feita pelo Laudo de Avaliação,

⁵⁸ “Verifica-se que a estipulação do Preço de Emissão deu-se em um cenário no qual a Companhia teve de conciliar o atendimento aos requisitos legais, atendo-se, porém, aos critérios previstos nos incisos I e III do art. 170, conforme acima mencionado, e sem que se causasse injustificada diluição da participação acionária de seus acionistas; com sua vital necessidade de capitalização, estipulando preço que garantisse a adesão à operação. A solução encontrada pela Companhia para tanto foi a aplicação de dois deságios sobre o Preço de Emissão, tendo em vista a Taxa de Desvalorização. A solução encontrada pela Companhia para tanto foi a aplicação de dois deságios sobre o Preço de Emissão, tendo em vista a Taxa de Desvalorização. (...) Dessa maneira, ante o acima exposto, resta claro que a fixação do Preço de Emissão tomou como base os critérios estipulados no artigo 170, §1º, I e III da lei 6,404/76, ou seja, a perspectiva de rentabilidade futura e a cotação em bolsa, com preponderância do primeiro critério. Tendo em vista a indispensabilidade da subscrição integral do Aumento de Capital, a faculdade legal de determinar os critérios do §1º do artigo 170 de maneira alternada ou cumulativa, e a desvantagem financeira de aplicar isoladamente um dos critérios do §1º do referido artigo 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. A Companhia 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.” (Doc. 0767148)

⁵⁹ Doc. 1990036.

⁶⁰ Na visão da defesa, a justificativa para aplicação do deságio de 15% seria em razão: “(i) da oscilação atípica, no sentido de desvalorização, das ações da Companhia nos meses precedentes, conforme detalhado na justificativa do preço de emissão, (ii) da prática de mercado para aumento de capital por subscrição privada em companhias abertas, e, ainda, (iii) da premente necessidade de captação de recursos pela Companhia.” (Doc. 1990036).



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

essa explicação não constou no Aviso Republicado⁶¹, ou nos documentos apresentados pela Gafisa ao longo da fase investigativa do presente PAS.⁶² Por si só, o fato de o preço de emissão ter sido estabelecido fora da faixa de valores calculados no Laudo de Avaliação, não constitui irregularidade, desde que a escolha seja embasada por fundamentos econômicos legítimos e observe os critérios balizadores do §1º do art. 170 da LSA⁶³.

71. A toda evidência, no entanto, em linha com a Decisão do Colegiado de 28/02/2023, “*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*”.

72. Para reforçar o entendimento supra, destaco que a própria Companhia indicou no Aviso Republicado que o deságio aplicado sobre o preço-base tinha “*por função estimular a adesão pelos acionistas da Companhia*”. Além disso, em sua resposta ao ofício⁶⁴ enviado pela SEP, “*o Conselho de Administração decidiu prestigiar os acionistas participantes, transferindo a eles o estímulo dos 3% com sua adição na composição do deságio aplicado*”.

73. Nos termos do art. 170, §1º, III, da LSA, o deságio é admitido em função das condições do mercado, com vistas à correção de distorções no valor das ações em relação à sua cotação no mercado.⁶⁵ No caso concreto, o bônus escalonado aprovado pela administração da Gafisa não refletia as “condições de mercado”, mas o intuito de prestigiar os acionistas a aderirem ao Aumento de Capital.

74. Por todo o exposto, entendo que o Aumento de Capital violou o art. 170, §1º, da LSA e concluo que Antônio Romanoski, Eduardo Jácome, Leo Simpson, Thomas Reichenheim, Nelson Tanure e Roberto Portella, na qualidade de membros do Conselho de Administração da Gafisa, devem ser responsabilizados por terem votado favoravelmente na decisão que aprovou o Aumento de Capital, em infração ao art. 170, §1º da LSA.⁶⁶

⁶¹ Doc. 0749063.

⁶² Doc. 0767148.

⁶³ Nesse sentido, ver: PAS CVM nº RJ2009/8316, Rela. Dira. Luciana Dias, j. em 09.04.2013 e Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2004/3098, Dir. Rel. Pres. Marcelo Trindade, j. em 25.01.2005.

⁶⁴ Doc. 0750406, página 8.

⁶⁵ “*No entanto, no mais das vezes, o valor da cotação não corresponde ao valor que os investidores estão dispostos a pagar pelas ações emitidas num aumento de capital, podendo-se cogitar de um ágio ou de um deságio a depender do grau de liquidez do papel e, ainda, da conjuntura positiva ou negativa pressionando o preço das ações, ou seja, de um ágio ou de um deságio conforme as ‘condições de mercado’”*. (Processo CVM n.º RJ 2010/16884, Dir. Rel. Otavio Yazbek, j. em 17/12/2013).

⁶⁶ Cf, Ata da Reunião do Conselho de Administração da Companhia, realizada do dia 15/05/2019.



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

III.II Da Violação do art. 170, §7º, da LSA

75. Passo à análise da imputação de violação ao §7º do art. 170 da LSA, formulada pela SEP em face de Roberto Portella, na qualidade de DRI da Gafisa, à época dos fatos⁶⁷.

76. Nos termos do §7º do art. 170 da LSA, a proposta de aumento do capital deverá esclarecer qual o critério adotado, conforme dispõe o §1º do mesmo artigo, justificando pormenorizadamente os aspectos econômicos que determinaram a sua escolha. O referido dispositivo prevê o dever do órgão competente de esclarecer as razões econômicas que legitimam o preço de emissão fixado, demonstrando a adequação do critério utilizado à situação da companhia.⁶⁸

77. A este respeito, a CVM possui entendimento consolidado de que a justificativa pormenorizada deve ir além da mera discrição do critério adotado na fixação do preço de emissão, é necessário explicar: “*o motivo pelo qual se entendeu melhor fixar o preço com base nesse ou naquele critério (ou, em caso de utilização de mais de um critério, as razões de utilização daqueles parâmetros de forma combinada), ou o porquê da não utilização de outro parâmetro entre aqueles elencados nos incisos do §1º do art. 170 da Lei nº 6.404/1976*”⁶⁹.

78. O cumprimento das obrigações informacionais prescritas no §7º do art. 170 da LSA viabilizam o escrutínio e a fiscalização da atuação dos administradores, bem como estabelecem as bases para sua eventual responsabilização⁷⁰.

79. De acordo com a Acusação, com base nas informações disponibilizadas pela Companhia, não foi possível identificar de que forma os critérios previstos no art. 170, §1º da LSA, foram utilizados para a fixação do preço de emissão das ações no Aumento de Capital. Em suas comunicações, a Companhia teria deixado de esclarecer ao mercado os critérios adotados e o embasamento legal para os preços de emissão fixados. A então vigente Instrução CVM 480/09 previa, em seu art. 45, a responsabilidade do DRI pela: “*prestaç*

⁶⁷ A época dos fatos, o Sr. Roberto Portella acumulava as funções de membro do Conselho de Administração e Diretor de Relações com Investidores da Gafisa. (Doc.1909213, §113).

⁶⁸ EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**. Volume II - Arts. 121 a 188. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 502.

⁶⁹ PAS CVM nº RJ2013/6294. Dir. Rel. Pablo Renteria. j. em 14.11.2017; no mesmo sentido, PAS CVM nº RJ 2011/11073. Dir. Rel. Pablo Renteria. j. em 15.12.2015.

⁷⁰ “*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; PAS CVM nº 19957.008086/2019 66, Rel. Dir. Flávia Perlingeiro, j. em 27.09.2022



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A - Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

de todas as informações exigidas pela legislação e regulamentação do mercado de valores mobiliários".

80. Embora concorde com a Acusação quanto à existência de irregularidade na fixação do preço de emissão do Aumento de Capital, conforme explorado na Seção Anterior deste Voto, entendo que o DRI cumpriu com suas obrigações de esclarecer qual o critério adotado, apresentando a justificativa pormenorizada da escolha.

81. Em primeiro lugar, a constatação de eventual erro na fixação do preço de emissão pela Administração da companhia não implica na responsabilização automática do DRI, desde que tenham sido prestadas informações suficientes e adequadas sobre os critérios utilizados⁷¹.

82. Da leitura do Aviso Republicado, é possível depreender os critérios e a base legal utilizados pela Companhia na determinação do preço de emissão, indicando-se a escolha pela combinação de elementos dos critérios de fixação de preços o inciso I e III, § 1º, do art. 170 da Lei 6.404/1976, com preponderância da perspectiva de rentabilidade. Também foi justificada a inadequação da adoção de outros critérios de fixação de preço.

83. Transcrevo abaixo o trecho do Aviso Republicado que trata dos critérios e justificativas do cálculo de preço de emissão:

“A Administração da Companhia entende que, dentre os critérios de determinação do preço, aqueles que refletem de forma mais adequada o preço das ações da companhia, ou seja, que representam o valor mais próximo da realidade de mercado, são o **da perspectiva de rentabilidade futura** e o **da cotação em bolsa**, pois levam em conta: (i) a somatória do valor presente líquido das unidades vendidas, unidades lançadas e não vendidas e valor presente líquido da dívida e de outros ativos; e o valor presente líquido dos novos lançamentos, das despesas gerais administrativas e futuras e as aquisições de land banks ao longo dos anos; e (ii) em menor proporção na composição do critério de precificação do aumento, haja vista a grande volatilidade das ações, a cotação das ações em bolsa com deságio em função das condições do mercado.

Em momentos de alta pressão de caixa e de capacidade de financiamento limitada a metodologia da perspectiva de rentabilidade futura adquire maior assertividade. Por outro lado, ainda que represente parcela menor da composição do critério cumulativo de precificação do aumento, a cotação das ações em bolsa serve de balizador natural de um preço de emissão realista capaz de levar em consideração as condições de mercado e permanecer atrativo.

⁷¹ No mesmo sentido, destaco um trecho do Voto do então Diretor Pedro Marcilio, no âmbito do PAS CVM nº RJ2004/5392: “[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.”.



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A - Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Assim, a Administração entende que adotar única e exclusivamente o critério da cotação de ações em bolsa, ou considerá-lo em proporções equivalentes com o critério da perspectiva de rentabilidade futura, seria inadequado pelo fato de a volatilidade excessiva das ações resultar num valor não representativo do valor econômico da ação.

De mais a mais, desconsiderar a cotação da ação numa companhia com este índice de negociabilidade também não seria o critério mais adequado. Deste modo, a Administração utilizou a média de preços, capturando a volatilidade das ações no período de 9/3/2019 e 9/4/2019. Tal análise deu elementos para justificar **a combinação de elementos dos critérios de fixação de preços o inciso I e III, § 1º, do artigo 170 da Lei 6.404/1976, com preponderância da perspectiva de rentabilidade, aplicando - no caso - deságio no preço de emissão, o que representa, na opinião da Administração, a forma mais adequada de especificação das ações da companhia, sem diluição injustificada dos acionistas não participantes.** Há, assim, condição, com nível adequado de precisão, de alinhar a necessidade de geração de caixa da Companhia, para atender ao serviço da dívida e manutenção do curso ordinário de suas operações, sem comprometimento das obrigações até então assumidas.” (grifei)

84. Adicionalmente, nos termos da Seção 3.1.1.1⁷² do Aviso Republicado, a Gafisa apresentou as razões para a aplicação dos deságios, bem como detalhou a estrutura de preços de emissão com os bônus escalonados de acordo com o momento de subscrição das ações.

“Considerando a necessidade de captação de recursos da Companhia, o deságio, aplicado em função das condições de mercado, conforme facultado pelo artigo 170, §1º, inciso III, da Lei nº 6.404/76, tem por função estimular a adesão pelos acionistas da Companhia e, ao mesmo tempo, obter de determinados investidores uma garantia de subscrição de parte do Aumento de Capital. Neste sentido, fixou um deságio de 17,55% (dezessete inteiros e cinquenta e cinco centésimos por cento), com aplicação escalonada de 15% (quinze por cento) no exercício do direito de preferência e, aplicando-se sobre tal percentual, 3% (três por cento), na subscrição das sobras. Os 15% (quinze por cento) iniciais de deságio têm como objetivo (i) conferir vantagem adicional para os subscritores de ações no Aumento de Capital; (ii) reforçar a estrutura de capital da Companhia para fazer frente aos desafios objetivos de curto e médio prazo para a recuperação das atividades da Companhia; e (iii) reforçar o comprometimento dos subscritores que participarem da capitalização da Companhia. Os 3% (três por cento) adicionais de deságio, quando do rateio das sobras, além de reafirmar os objetivos acima delineados, teriam como justificativa reverter em benefício dos acionistas participante do aumento eventual comissão para os agentes autônomos que atuariam na intermediação das ações da Companhia com potenciais investidores”

85. Registro, ainda, que a SEP apropriadamente diligenciou para que fossem disponibilizadas aos investidores informações adequadas e suficientes sobre as condições do Aumento de Capital, por meio do envio de ofício⁷³, que resultou na publicação do Aviso Republicado em 26/04/2019.

86. Diante do exposto, voto pela absolvição do DRI da Gafisa, Rodrigo Portella, da imputação de violação do art. 170, §7º da LSA.

⁷² (Doc. 1827073, pg. 31)

⁷³ Doc. 0738744



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

II. CONCLUSÃO E DOSIMETRIA

87. Por fim, passo a dosimetria da pena.

88. Destaco que os fatos objeto deste PAS ocorreram posteriormente à edição da Lei nº 13.506/2017. Sendo assim, são aplicáveis os valores de multa previstos na atual redação da Lei nº 6.385/1976. Observo também que as infrações são consideradas graves, nos termos do art. 1º, I, do Anexo B à Resolução CVM nº 45/2021⁷⁴. A despeito de serem consideradas graves, em linha com precedentes desta Autarquia, o julgador deve avaliar a gravidade das condutas em concreto na aplicação de penalidade⁷⁵.

89. No presente caso, em que pese a gravidade da conduta em abstrato, à luz das características particulares do presente caso, o ineditismo do tema (*i.e.*, a fixação de mais um preço de emissão para ações da mesma classe e espécie em um mesmo aumento de capital) deve ser considerado para fins de dosimetria da pena, razão pela qual o valor deve ter efeito dissuasório, mas sem ser muito expressivo, garantindo sua razoabilidade e proporcionalidade.⁷⁶

90. Proponho, portanto, a fixação da penalidade por descumprimento ao disposto no art. 170, §1º da Lei nº 6.404/1976 em R\$500.000,00 (quinhentos mil reais). Em favor de alguns dos Acusados, considero como circunstância atenuante os seus bons antecedentes perante a CVM, na medida em que aplicável, nos termos do art. 66, II, da Resolução CVM nº 45/2021. Adoto, em linha com precedentes⁷⁷, o percentual de diminuição de 15% (quinze por cento).

91. 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 condenação de:

(a) Eduardo Jácome, Leo Simpson, Thomas Reichenheim e Roberto Portella, na qualidade de membros do Conselho de

⁷⁴ “Art. 1º Consideram-se infração grave, ensejando a aplicação das penalidades previstas nos incisos III a VIII do art. 11 da Lei nº 6.385, de 1976, as seguintes hipóteses: I – descumprimento dos arts. 115; 116; 117; 153; 154, *caput* e §§ 1º e 2º; 155, *caput* e §§ 1º, 2º e 4º; 156, *caput* e § 1º; 165, *caput* e §§ 1º e 2º; art. 170, §§ 1º e 7º, 201; 202, *caput* e §§ 5º e 6º; 205, *caput* e § 3º; 245; 254-A, *caput*; e art. 273 da Lei nº 6.404, de 1976(…)”

⁷⁵ PAS CVM nº 19957.008086/2019-66, Dir. Rel. Flavia Perlingeiro, j. em 27/09/2022; PAS CVM nº 19957.009010/2021-72, de minha relatoria, j. em 15/08/2023.

⁷⁶ PAS CVM nº 19957.008086/2019-66, Dir. Rel. Flavia Perlingeiro, j. em 27/09/2022.

⁷⁷ Por exemplo, cita-se: (i) PAS CVM nº 19957.003594/2021-72, Dir. Rel. Flávia Perlingeiro, j. em 12/04/2022; (ii) PAS CVM nº 19957.009371/2019-02, Rel. Pres. Marcelo Barbosa, j. em 04/05/2021; e (iii) 19957.003642/2020-41, Dir. Rel. Alexandre Rangel, j. em 03/05/2022.



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
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Administração da Gafisa, à penalidade de **multa pecuniária** de **R\$425.000,00** (quatrocentos e vinte e cinco mil reais), cada um, pelo descumprimento ao disposto no art. 170, §1º da Lei nº 6.404/1976; e

(b) Antônio Romanoski e Nelson Tanure, na qualidade de membros do Conselho de Administração da Gafisa, à penalidade de **multa pecuniária** de **R\$500.000,00** (quinhentos mil reais), cada um, pelo descumprimento ao disposto no art. 170, §1º da Lei nº 6.404/1976;

(ii) pela **absolvicão** de Roberto Portella, na qualidade de Diretor de Relações com Investidores da Gafisa, da imputação de infração ao art. 170, §7º da Lei nº 6.404/1976.

É como voto.

Rio de Janeiro, 10 de setembro de 2024.

João Pedro Nascimento

Presidente Relator