

Assunto: Recurso contra Manifestação da SEP

Interessado: Companhia de Saneamento do Paraná - SANEPAR

Relator: Diretor Wladimir Castelo Branco Castro

#### RELATÓRIO

1. Trata-se de recurso interposto pela Companhia de Saneamento do Paraná - SANEPAR ("Recorrente") contra manifestação da Superintendência de Relações com Empresas – SEP acerca dos critérios utilizados para se determinar se o preço das ações ordinárias que seriam emitidas em decorrência do aumento de capital da companhia não atenderiam aos ditames legais.
2. Em 18.12.2003, foram assinados pela SANEPAR e pelo Estado do Paraná (acionista controlador dessa empresa) os termos de resilição de um contrato para devolução de dinheiro referente ao adiantamento para futuro aumento de capital – AFAC e de um contrato de sub-empréstimo de recursos.
3. As partes resolveram, então, que o débito da SANEPAR com o Estado do Paraná proveniente desses contratos seria utilizado para a integralização de ações subscritas pelo referido Estado em futuro aumento de capital daquela companhia e que, enquanto não se operasse o aumento de capital, tal saldo seria contabilizado na SANEPAR como AFAC.
4. Em 08.01.2004, foi discutida em reunião do Conselho de Administração da SANEPAR (fls. 112/121) a proposta da Diretoria para aumento do capital social, mediante a conversão em capital dos saldos de créditos para futuro aumento de capital de que é titular o Estado do Paraná.
5. Nessa oportunidade, um dos conselheiros apresentou arrazoado sintetizando o entendimento da Dominó Holdings S.A. ("Dominó Holdings"), argumentando que a capitalização proposta aumentaria o custo de capital da empresa, reduzindo o seu valor, bem como geraria, imediatamente, despesa para o Estado do Paraná, transferindo para esse o risco cambial das dívidas.
6. Concluiu, assim, que o único objetivo da capitalização seria diluir, injustificadamente, a participação dos minoritários detentores de ações preferenciais e ordinárias.
7. Transferida a decisão sobre essa questão para outra reunião do Conselho de Administração, em 27.01.2004 (fls. 122/144) foi novamente analisada a proposta da Diretoria de aumento de capital por subscrição particular destinada a quitar o débito da SANEPAR com o Estado do Paraná.
8. A Diretoria assinalou que seria respeitado o direito de preferência dos acionistas e que aquelas ações que remanescessem por não ter sido o direito de preferência exercido seriam, de imediato, destinadas à operação de capitalização dos créditos do Estado do Paraná, assim como as ações que lhe tocam em virtude de seu próprio direito de preferência.
9. Em reunião realizada em 10.02.2004 (fls. 106/108), o Conselho de Administração aprovou o encaminhamento, para a AGE, da proposta de aumento do capital social da companhia, condicionando o prosseguimento de tal operação à obtenção de autorização por parte da Assembléia Legislativa do Estado, o que seria exigido por lei. A SANEPAR, na mesma data, publicou fato relevante comunicando a decisão do Conselho de Administração (fls. 219/220).
10. Em 23.01 e 23.03.2004, foram apresentadas reclamações à CVM pela Associação Nacional dos Investidores do Mercado de Capitais – ANIMEC e pela Dominó Holdings S.A., esta última detentora de 39,71% do capital votante e de 34,75% do capital total da SANEPAR.
11. Tais reclamações deram origem, respectivamente, aos Processos CVM RJ 2004/0623 e RJ 2004/2267, os quais, por tratarem essencialmente do mesmo assunto, foram conjuntamente analisados pela SEP mediante o MEMO/CVM/SEP/GEA-4/n.º 028/04 (fls. 423/451).
12. Nesse memorando, a SEP cuidou, dentre outras, da questão da razão econômica para a efetivação do aumento do capital social, assinalando que:
  - a. não há elementos que permitam concluir que a Companhia estaria substituindo uma dívida de longo prazo (até 20 anos), sobre a qual incidem juros favorecidos (máximo de 4% ao ano), substancialmente inferiores ao praticado no mercado, como alega o Reclamante;
  - b. o AFAC representou efetiva entrada de caixa em períodos anteriores e a redução do nível de endividamento da Companhia pode, em tese, aumentar sua capacidade de contrair novos empréstimos, caso entenda necessário; e
  - c. o estudo da Dominó Holdings destaca que a proporção teoricamente ideal de capitais próprios e de terceiros em uma empresa é assunto bastante controverso e tecnicamente complexo.
13. Assim, no entendimento da SEP de que os argumentos apresentados pela administração da SANEPAR para justificar a proposta de aumento de capital através da conversão de créditos do acionista controlador (Estado do Paraná) com a Companhia não apresentavam inconsistências que permitam concluir que não existe uma razão econômica para a efetivação da operação, ou que a decisão de aumento de capital, por si só (sem considerar a questão do preço de emissão), causará prejuízo à SANEPAR ou a seus acionistas.
14. Ademais, a SEP manifestou-se sobre o preço de emissão das ações, ressaltando que:
  - a. embora na ata de reunião do Conselho de Administração de 27.01.2004 esteja mencionado que para a determinação do preço de emissão das ações ordinárias seriam levados em consideração outros fatores que não só a cotação das ações preferenciais em bolsa, é ressaltado que o aludido preço de emissão equivale ao que vinha sendo praticado em bolsa nos primeiros pregões de 2004;
  - b. a Administração da Companhia não justificou, de maneira clara e precisa, o preço de emissão das novas ações;
  - c. é inadequada a utilização do valor de mercado das ações preferenciais como parâmetro único ou principal para a determinação do preço de emissão das ações ordinárias, posto que as características específicas de cada tipo de ação, embora não tenham repercussão no seu valor patrimonial, influenciam suas cotações no mercado em razão de seus componentes financeiros e econômicos; e
  - d. há argumentos consistentes por parte do Reclamante no sentido de que uma avaliação da companhia pelo valor econômico poderia trazer importantes elementos para a determinação do valor justo de emissão das ações ordinárias da SANEPAR.
15. Dito isso, concluiu a SEP que o critério proposto pela SANEPAR não atende ao art. 170, § 1º, da Lei n.º 6.404/76.
16. Diante da decisão acima relatada, a Recorrente, por meio de petição protocolada em 11.05.2004 (fls. 1/12 – Processo CVM RJ 2004/3098), interpôs

recurso sustentando, em síntese, que:

- i. uma vez observado que o preço de emissão do aumento de capital foi claramente justificado no ato que o deve fixar, a CVM não deve se imiscuir nos critérios que levaram à sua fixação, já que isso demanda provas a serem produzidas e aferidas perante o Poder Judiciário;
- ii. o Conselho de Administração da Companhia não chegou a fixar o valor pelo qual deveriam ser subscritas as ações oriundas do aumento de capital, limitando-se a discutir o valor proposto pela Diretoria, sabendo que esse pode ser mais detalhadamente justificado quando o encaminhamento da proposta de aumento à assembléia geral ou, ainda, na própria assembléia;
- iii. a justificativa apresentada pela Diretoria era bastante consistente, tendo esse órgão levado em conta diversos fatores para chegar ao preço de emissão que sugeriu;
- iv. cabe à assembléia fixar o preço de emissão das ações e justificá-lo, não tendo sido essa sequer convocada;
- v. os critérios adotados para a fixação do preço de emissão das novas ações estão perfeitamente indicados e as variantes que resultam de cada qual dos fatores legais foram consideradas;
- vi. as ações preferenciais, dada a sua natureza, encerram em si uma expectativa de rentabilidade da companhia e isso se reflete no seu valor econômico, i.e., de mercado;
- vii. havendo uma boa expectativa de rentabilidade da companhia, acabou não havendo nenhuma redução do valor médio de mercado das preferenciais para efeito de determinação do preço das ordinárias;
- viii. o preço não foi a média das cotações em bolsa, não sofreu redução em virtude de se tratar de ação ordinária e foi fixado no máximo que pareceu possível, que, apenas por coincidência, representava o valor pelo qual a ação havia sido comercializada no início do ano;
- ix. a companhia procurou estabelecer um valor acima da cotação em bolsa, na medida do máximo tolerado pelo mercado, posto que, para se chegar ao preço das ações para subscrição do aumento de capital, deve-se observar uma razoabilidade que não inviabilize a participação dos acionistas na operação; e
- x. tem de ser considerada a realidade econômica do mercado e não uma realidade hipotética que aconteceria nas raras hipóteses de recesso ou de dissolução da companhia com a distribuição de seu acervo.

17. Por fim, a SANEPAR solicitou que fosse reformada a decisão da SEP, afastando-se o entendimento de que o aumento de capital que a Companhia pretende realizar não atenderia às regras legais que o norteiam.

18. A Dominó Holdings, por sua vez, apresentou nova manifestação (fls. 900/906), argumentando, mais uma vez, faltar justificativa econômica ao aumento de capital e não ser garantido tratamento equitativo aos acionistas que fossem subscrever o referido aumento de capital.

19. Após analisar as razões da Recorrente e da Reclamante, a SEP, mediante MEMO/CVM/SEP/GEA-4/Nº036/04, assinalou, em suma, que (fls. 922-958):

- a. os créditos a serem utilizados no aumento de capital proposto referem-se a recursos que já ingressaram na companhia por meio de contrato de sub-empréstimo celebrado com o Estado do Paraná;
- b. a análise, por parte da CVM, da regularidade das deliberações dos órgãos de administração das companhias abertas independe de reclamação formulada por qualquer investidor;
- c. a análise dos documentos constantes dos autos foi suficiente para fundamentar o entendimento da SEP;
- d. a manifestação de entendimento possuiu um caráter preventivo e de maior eficácia do que uma eventual apuração de responsabilidades por possíveis irregularidades a serem apuradas em eventual processo administrativo a ser instaurado após a efetivação da operação;
- e. não havendo negócios em bolsa com ações ordinárias de emissão da SANEPAR, não há como se utilizar o critério de troca ou valor de mercado;
- f. o Diretor de Relação com Investidores da SANEPAR afirmou que, depois de diversas análises, concluiu-se que o valor de mercado das preferenciais, de acordo com sua cotação em bolsa, deveria ser a base de fixação do preço de emissão das ordinárias;
- g. as afirmações de que o preço foi fixado "no máximo que pareceu possível", partindo da cotação das ações preferenciais, dentro de uma "razoabilidade que não espante os interessados" não constituem uma justificativa clara e precisa do preço de emissão;
- h. não há nenhuma incorreção em se avaliar o valor patrimonial, em determinada data, computando-se a totalidade dos resultados acumulados até aquele momento;
- i. a companhia não apresenta quais seriam os valores de eventuais ajustes necessários ao cálculo do correto valor patrimonial em novembro de 2004; e
- j. uma considerável redução no valor patrimonial, em decorrência do aumento de capital, somente se daria caso o preço de emissão viesse a ser bastante inferior ao valor patrimonial da ação.

20. Diante disso, a SEP, mantendo seu entendimento, expresso no Ofício CVM/SEP/GEA-3/n.º083/04, encaminhou o presente processo ao Colegiado, solicitando que esse se manifestasse sobre as alegações de falta de justificativa econômica do aumento de capital e o tratamento não equitativo entre acionistas que teriam direito de subscrever o referido aumento de capital, assuntos que, embora não constem do recurso da SANEPAR, foram suscitadas pela Dominó Holdings.

21. Em 19.01.2005, a Dominó Holdings protocolou nesta Autarquia diversos documentos, dentre os quais (fls. 1109-1124):

- i. cópia da Lei n.º 14.452, de 07.07.2004, por meio da qual a Assembléia Legislativa do Estado do Paraná autorizou a realização da operação de aumento de capital da SANEPAR;
- ii. cópia de acórdão proferido pela Segunda Turma do Superior Tribunal de Justiça nos autos do Recurso Ordinário n.º 18.769-PR, de 02.12.2004 (publicado em 16.12.2004) em que foi decretada a nulidade do decreto <sup>(1)</sup> do Governador do Estado do Paraná que extinguiu o acordo de acionistas firmado entre a Dominó Holdings e o Estado do Paraná <sup>(2)</sup>.

É o Relatório.

## VOTO

22. Inicialmente, em relação à questão da justificativa econômica do aumento de capital da SANEPAR, observo não ser possível concluir, à luz dos elementos acostados aos autos, que a companhia estaria de fato substituindo uma dívida de longo prazo (sobre a qual incidem juros de, no máximo, 4% a.a.) e causando um reflexo negativo em seu custo de capital, como sustenta a Dominó Holdings.

23. Em verdade, parece-me que a Reclamante não levou em consideração o risco cambial relativo à dívida que, contraída em ienes, os administradores da Companhia pretendem substituir.

24. A SANEPAR destacou, ainda, diversos benefícios que teria na hipótese de aprovação da operação de aumento de capital pela Assembléia Geral da Companhia (cf. fls. 44/45).

25. Dessa forma, acredito não ser possível concluir, nesse momento, pela falta de justificativa econômica na operação de aumento de capital que a Companhia pretende realizar.

26. Passo, portanto, a verificar se o preço de emissão das ações ordinárias, apresentado pelos seus administradores (valor esse que, ressalta-se, ainda não passou pelo crivo da Assembléia Geral da Companhia), atende ao que determina a lei societária.

27. A propósito, verifico que o art. 170 da Lei n.º 6.404/76, em seu parágrafo 1º, determina que:

*"Art. 170. (...)*

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

*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."*

28. A companhia deve levar em consideração, portanto, pelo menos um dos critérios acima para determinar o preço de emissão de ações, apresentando justificativa clara e precisa dos cálculos que fez para chegar a tal valor, como se depreende da leitura do seguinte trecho do Parecer de Orientação CVM n.º 01/78:

*"Por último, como nenhum órgão regulador do mercado de valores mobiliários deve arvorar-se em avaliador de preços de mercado, não será intenção da CVM pretender entrar no mérito do preço de emissão de ações, interferindo, deste modo, no mercado. O que a CVM exigirá, no entanto, é que o preço de emissão das novas ações seja sempre justificado, de maneira clara e precisa, por ocasião da assembléia geral que deliberar sobre a autorização do aumento de capital. Se atribuída à fixação de tal preço ao conselho de administração da companhia, a justificativa do preço deverá constar, igualmente clara e precisa, do parecer que vier a ser expedido pelo Conselho." (grifei)*

29. Chamo atenção para o fato de que não havia nenhuma informação sobre a cotação das ações ON de emissão da SANEPAR, de modo que não poderia ter sido adotado o critério previsto no inciso III acima transcrito.

30. Os administradores da Recorrente sugerem, porém, um preço de emissão que, a meu ver, toma por base, principalmente, a cotação em bolsa das ações PN da companhia, como se tal medida fosse atender ao que determina o referido inciso III, o que é uma impropriedade, por terem as ações preferenciais natureza diversa das ordinárias.

31. Ademais, temos que a companhia não apresentou uma justificativa clara e precisa do preço de emissão, não apresentando laudo de avaliação e limitando-se a afirmar que o preço foi fixado "*no máximo possível*", partindo da cotação das ações preferenciais, dentro de uma "*razoabilidade que não espante os interessados*".

32. Dessa forma, entendo que o preço sugerido pela administração da SANEPAR não atende ao parágrafo 1º do art. 170 da Lei das S/A.

33. Ressalto que uma eventual aceitação, por parte da Assembléia Geral, do preço de emissão sugerido pela administração da companhia poderá ocasionar, por conseguinte, a diluição injustificada da participação dos acionistas minoritários da SANEPAR que não tivessem condições de exercer o seu direito de preferência.

34. Por todo o exposto, voto pela manutenção do entendimento da SEP, tanto no que tange aos argumentos atacados pela SANEPAR como àqueles contestados pela Dominó Holdings S.A..

É o meu voto.

Rio de Janeiro, 25 de janeiro de 2005

Wladimir Castelo Branco Castro

Diretor- Relator

[\(1\)](#) Às fls. 1074 encontra-se cópia do Decreto n.º 3.582, de 13.09.2004, que revogou o Decreto n.º 452, de 13.02.2003, que, por sua vez, havia declarado a ineficácia do acordo de acionistas firmado entre o Estado do Paraná e a Dominó Holdings S/A).

[\(2\)](#) O aludido acordo (fls. 552-571) foi celebrado em 04.09.1998 e devidamente arquivado na sede da SANEPAR.