

Declaração de Voto do Presidente Marcelo Fernandez Trindade

Trata-se de recurso interposto pela Companhia de Saneamento do Paraná - SANEPAR ("Recorrente") em face da manifestação de entendimento da Superintendência de Relações com Empresas – SEP nos Processos CVM n.º RJ 2004/0623 e RJ 2004/2267.

Tais processos tiveram origem em reclamações de investidores enviadas a esta CVM — a primeira apresentada pela Associação Nacional de Investidores do Mercado de Capitais - ANIMEC em 23.01.04 (Processo CVM RJ n.º 2004/0623), e a segunda pela Dominó Holdings S.A. em 23.03.04 (Processo CVM RJ n.º 2004/2267) —, ambas versando sobre os critérios utilizados para se determinar o preço de emissão das ações ordinárias objeto de proposta de aumento de capital já aprovada em reunião do Conselho de Administração de SANEPAR. Tendo em vista que ambos os processos versam sobre a mesma matéria, foram analisados em conjunto pela área técnica, assim como será feito nesta declaração de voto.

Breve Histórico

De forma a melhor compreender os fatos envolvidos no presente processo administrativo, faz-se necessário analisar as diferentes origens dos créditos cuja capitalização pretende ser proposta à assembléia geral extraordinária de acionistas de SANEPAR, quais sejam, aqueles provenientes do Contrato de Sub-Empréstimo de Recursos firmado entre o Estado do Paraná e a SANEPAR de um lado e, de outro, aqueles provenientes de adiantamentos realizados para futuro aumento de capital – AFACs.

Note-se, ainda, que tanto o Contrato de Sub-Empréstimo quanto a maior parte dos créditos provenientes dos AFACs são repasses de recursos obtidos pelo Estado do Paraná junto ao Japan Bank for International Cooperation – JBIC para financiamento de parcela do Projeto de Saneamento Ambiental do Paraná ("Projeto Paranasan").

Contrato de Sub-Empréstimo

Em 05.11.2001, o Conselho de Administração da SANEPAR deliberou autorizar a Diretoria da companhia a celebrar contrato de empréstimo com o Estado do Paraná, constituindo repasse do PARANASAN, sob a forma de sub-empréstimo de recursos do acordo de empréstimo n.º BZ-P13, celebrado entre Japan Bank for International Cooperation – JBIC e o Estado do Paraná, na importância de até ¥ 17.550.000.000,00 (fls. 56/59).

Em 29.01.02, a SANEPAR e o Estado do Paraná celebraram o "Contrato de Sub-empréstimo de recursos do acordo de empréstimo n.º BZ-P13, entre JBIC e o Estado do Paraná", prevendo que:

- i. o valor total do Acordo de Empréstimo firmado entre o Estado do Paraná e The Overseas Economic Corporation Fund (OECF – antiga denominação do JBIC) envolveria a importância de até ¥ 23.686.000.000;
- ii. desse valor, o Estado do Paraná repassaria à SANEPAR até ¥ 15.243.015.847,00;
- iii. sobre esses valores em moeda japonesa incidiriam taxas de juros anuais variáveis conforme sua utilização, sendo 4% a.a. para obras e construção e 2,3% a.a. para serviços de consultoria;
- iv. previa o contrato que "a amortização do principal será procedida inicialmente pelo Estado do Paraná, contabilizando-se a mesma até que ela atinja um total acumulado de principal amortizado de ¥ 8.442.984.153 e esta amortização deverá observar os termos do Acordo de Empréstimo, ocorrendo, portanto, a partir de 20.01.2005 até 20.07.2011, sendo que a partir de 20.07.2011, a SANEPAR iniciaria a amortização de sua parte do saldo devedor do principal (até ¥ 15.243.015.847)".

Isto é, nos termos da Cláusula Segunda do Contrato de Sub-empréstimo de Recursos, o Estado do Paraná estava obrigado a repassar à SANEPAR, de forma parcelada em função do recebimento pelo Estado do Paraná dos recursos do JBIC de acordo com o Contrato de Empréstimo BZ-P13, a quantia contratada, qual seja, ¥ 15.243.015.847.

Em seguida, após o Estado do Paraná ter repassado à companhia a quantia de R\$ 185.050.800,50 (valor atualizado até 30 de novembro de 2003) — representativo de 44,06% do total do valor que seria repassado —, em 18.12.2003, o Estado do Paraná e a SANEPAR⁽¹⁾ celebraram Termo de Resilição Amigável do Contrato de Sub-empréstimo de Recursos do Acordo de Empréstimo N.º BZ-P13 (fls. 78/79), pelo qual ficou acordado que:

- i. o crédito do Estado do Paraná junto à SANEPAR, proveniente do Contrato de Sub-empréstimo acima referido, no valor de R\$ 185.050.800,50 seria utilizado para a integralização de ações a serem subscritas pelo Estado do Paraná em futuro aumento de capital a ser realizado pela companhia;
- ii. os recursos a serem ainda repassados pelo Estado do Paraná, a partir do dia 01 de dezembro de 2003, na forma do Acordo de Empréstimo BZ-P13, estavam estimados em R\$ 229.789.065,72, sendo certo que o que viesse a ser repassado pelo Estado do Paraná a partir de então também seria destinado à integralização de ações tal como a quantia já aportada na companhia;
- iii. enquanto não realizada a competente assembléia geral de acionistas necessária a efetivar o aumento de capital contratado, a quantia já repassada à SANEPAR, indicada no item (i) acima, deveria ser contabilizada como adiantamento para futuro aumento de capital (AFAC). Os repasses futuros que viessem a ser realizados também deveriam ter idêntica destinação.

Importa notar que o Contrato de Empréstimo firmado entre o JBIC e o Estado do Paraná ainda permanece em vigor.

Adiantamentos para Futuro Aumento de Capital (AFAC)

No período entre junho de 1998 e dezembro de 2001, o Estado do Paraná realizou diversos aportes de recursos na SANEPAR a título de AFAC, resultando no montante total de R\$ 179.552.206,70 (valor atualizado pela TR até 29.01.2002).

Em 29.01.2002, a SANEPAR e o Estado do Paraná celebraram Contrato para Devolução em dinheiro dos AFACs realizados ("Contrato Original"), pelo qual acordou-se que:

- i. o crédito do Estado do Paraná, atualizado pela TR e no valor acima especificado, não mais deveria ser utilizado na integralização de ações da SANEPAR mas sim devolvido ao Estado do Paraná em moeda corrente;
- ii. tal devolução deveria ocorrer em até 30 dias do recebimento, por parte da SANEPAR, dos recursos advindos do lançamento de ações no mercado ("IPO"), ficando, todavia, condicionada ao sucesso do lançamento de ações e do recebimento de recursos;

- iii. no caso do insucesso do lançamento de ações deveriam ser renegociados os termos do contrato para o pagamento parcelado dos valores ali constantes;
- iv. foi reservado à SANEPAR o direito de, em não havendo capacidade financeira, realizar o pagamento em ações de sua emissão;
- v. tal valor atualizado, no montante de R\$ 179.552.206,70, seria atualizado a partir de 01.01.2002 pela TR acrescido de taxa média de juros anuais incorridos pela SANEPAR nos seus outros financiamentos;

Em 18.12.2002, as mesmas partes celebraram Termo Aditivo ao Contrato Original pelo qual acordou-se:

- i. o valor atualizado dos AFACs realizados, na forma prevista no Contrato Original, em 31.12.2002 era de R\$ 199.944.270,26 – para tanto foi aplicada a TR acrescido de juros anuais de 8,02%.
- ii. do valor acima atualizado, R\$ 31.994.589,46 não estavam vinculados diretamente ao Projeto Paranasan; em virtude de débitos do Estado do Paraná referentes ao fornecimento de água, da ordem de R\$ 5.299.280,86, o montante não vinculado ao Projeto Paranasan, por força da compensação, passou a ser de R\$ 26.695.308,60. Esse montante deveria ser pago em 24 parcelas mensais, tendo por vencimento final o mês de novembro de 2004;
- iii. Os valores vinculados diretamente ao Projeto Paranasan (a) utilizados para o serviço de consultoria, no montante de R\$ 51.433.925,73, seriam atualizados pela variação da moeda japonesa acrescida de 2,3% de juros efetivos anuais; (b) utilizados para obras e construções, no montante de R\$ 116.515.755,07, seriam atualizados pela variação da moeda japonesa acrescida de 4,0% de juros efetivos anuais. Ambos os valores seriam amortizados em 14 parcelas semestrais, tendo como vencimento final o mês de julho de 2011.

Em 18 de dezembro de 2003, o Estado do Paraná e a SANEPAR ⁽²⁾ celebraram Termo de Resilição Amigável do Contrato Original, pelo qual:

- i. concordou-se que o saldo remanescente do débito da SANEPAR para com o Estado do Paraná, atualizado até 30 de novembro de 2003, era de R\$ 181.969.287,20;
- ii. tal montante seria utilizado para a integralização de ações a serem subscritas pelo Estado do Paraná em futuro aumento de capital na SANEPAR;
- iii. enquanto não realizada a competente assembléia geral de acionistas necessária a efetivar o aumento de capital contratado, a quantia já repassada à SANEPAR, indicada no item (i) acima, deveria ser contabilizada como adiantamento para futuro aumento de capital (AFAC);

Em informações prestadas em 12.03.2004, a SANEPAR apresentou planilha da conta de Empréstimos e Financiamentos e da conta de AFAC, da qual pode-se verificar a contabilização dos recursos na companhia (fls. 53):

Descrição	Taxa de Juros Anual	Indexador	Vencimento Final	2002
Contrato Sub- Empréstimo Estado/JBIC	2,3% a 4%	¥	2023	119.268mil
Acordo Formal – Paranasan	8,02%	¥	2011	167.950mil
Acordo Formal (parte não vinculada)	8,02%	TR	2004	25.583mil

Tais valores atualizados representavam em 31.12.2003 cerca de R\$ 367.020 mil, o que somado a R\$ 30.363mil referentes a dividendos a pagar e liberações ocorridas em 2003, atinge o saldo de R\$ 397.383 mil (fls. 54).

Isto posto, esclarecida a origem dos recursos ora contabilizados na conta AFAC da companhia, passo a analisar a operação de aumento de capital proposta pela Diretoria e aprovada pelo seu Conselho de Administração em reunião realizada em 10.02.2004.

Aprovação pelo Conselho de Administração de SANEPAR da proposta de celebração de Termo de Resilição Amigável do Contrato de Sub-empréstimo de Recursos do Acordo de Empréstimo N.º BZ-P13 e do Contrato Original

Em primeiro lugar, cumpre analisar a deliberação do Conselho de Administração que aprovou a celebração de termo de resilição amigável do Contrato de Sub-empréstimo de Recursos do Acordo de Empréstimo N.º BZ-P13 e do Contrato Original, tendo em vista que o aumento de capital ora em análise nada mais é que a capitalização de créditos oriundos de tais contratos.

Nos termos do art. 17 do Estatuto Social de SANEPAR cabe ao Conselho de Administração deliberar, previamente, acerca da celebração de quaisquer contratos entre a Companhia e qualquer de seus acionistas ou empresas que sejam controladoras destes, sejam por eles controladas ou estejam sob seu controle comum. Diz a regra:

"Art. 17 - Caberá ao Conselho de Administração:

(...)

c) deliberar, previamente à sua celebração, sobre os contratos entre a Companhia e qualquer de seus acionistas ou empresas que sejam controladoras destes, sejam por eles controladas ou estejam sob seu controle comum;

(...)"

Da mesma forma, o Acordo de Acionistas celebrado entre o Estado do Paraná e Dominó Holdings S.A. em 04.09.1998 (fls. 552 a 571) e devidamente arquivado na sede da Companhia (o "Acordo de Acionistas"), determina em sua cláusula 4.41 c/c 4.3 "c" que a deliberação de que trata a alínea "c" do art. 17 do Estatuto Social de SANEPAR somente pode ser aprovada pelo voto favorável de 07 (sete) membros do conselho de administração. Veja-se o que dispõem tais cláusulas:

"4.3 Nas Assembléias Gerais que deliberarem sobre o ESTATUTO da COMPANHIA, as PARTES se comprometem a votar no sentido de estabelecer a competência do Conselho de Administração para deliberar, dentre outros, sobre os seguintes assuntos:

(...)

c) deliberar, previamente à sua celebração, sobre os contratos entre a COMPANHIA e qualquer de seus acionistas ou empresas que sejam controladoras destes, sejam por eles controladas ou estejam sob seu controle comum;

(...)"

"4.4.1 Dependerão de quorum qualificado as deliberações do Conselho de Administração relativas às matérias constantes das alíneas "c", "d", "e", "h", "i", "j", "k" e "l", do item 4.3 supra, para as quais será necessário o voto favorável de 7 (sete) conselheiros." (grifou-se)

Não obstante a referência a "contratos" feita tanto no Estatuto Social quanto no Acordo de Acionistas, note-se que mesmo para a celebração de "termos amigáveis de resilição" faz-se também necessário observar tais dispositivos.

Isso porque, a resilição bilateral de determinado contrato, em que as próprias partes do contrato deliberam conjuntamente dissolvê-lo ou modificá-lo por negócio extintivo, é formalizada pelo distrato, o qual, por sua vez, nos termos do art. 472 do Código Civil, deve observar a mesma forma exigida para o contrato. Diz a regra:

"Art. 472. O distrato faz-se pela mesma forma exigida para o contrato."

Não obstante tais disposições, o Conselho de Administração de SANEPAR, em sua 11ª Reunião Extraordinária, realizada em 16 de dezembro de 2003, aprovou, por maioria, **com o voto favorável de apenas 06 conselheiros** (3), a celebração do Termo de Resilição Amigável do Contrato de Sub-empréstimo de Recursos do Acordo de Empréstimo N.º BZ-P13 e do Termo de Resilição Amigável do Contrato Original.

Entretanto, à época de tal deliberação estava em vigor o Decreto Estadual 452, de 13 de fevereiro de 2003, o qual, em seu artigo 1º, declarava em caráter *ex-tunc* e *erga omnes*, a ineficácia do Acordo de Acionistas. Veja-se o que dispunha tal art. 1º:

"Art. 1º - Fica reconhecida, em caráter *ex-tunc* e *erga omnes*, a ineficácia do acordo de acionistas havido entre o ESTADO DO PARANÁ e DOMINÓ HOLDINGS S/A, para regular o exercício do direito de voto do ESTADO DO PARANÁ na COMPANHIA DE SANEAMENTO DO PARANÁ – SANEPAR, datado de 4 de setembro de 1998, que se encontra arquivado na sede da companhia, por infringência dos dispositivos contidos no art. 87, XVIII e parágrafo único, da Constituição do Estado do Paraná, e pela violação dos princípios próprios do regime jurídico-administrativo antes elencados."

Visando a obter a anulação de referido Decreto, com o restabelecimento da eficácia do Acordo de Acionistas, a Dominó Holdings S.A. impetrou mandado de segurança perante o Tribunal de Justiça do Estado do Paraná, denegado, por maioria, conforme acórdão publicado em 29 de março de 2004.

Em seguida, visando a suspender os efeitos de tal acórdão, a Dominó Holdings S.A. ingressou com medida cautelar com pedido de medida liminar junto ao Superior Tribunal de Justiça, sendo a liminar concedida em julho de 2004, restando, portanto, os efeitos da decisão que negou a segurança suspensos. Esta medida cautelar até a presente data não foi julgada.

Então, em 13 de setembro de 2004, o Governador do Estado do Paraná editou o Decreto n.º 3582 que revogou o Decreto n.º 452/2003.

Não obstante tal fato, paralelamente, em sede de Recurso Ordinário em Mandado de Segurança, a Segunda Turma do Superior Tribunal de Justiça, por unanimidade, deu provimento ao recurso, concedendo a segurança, afastando a preliminar de perda de objeto, "*decretando a nulidade do decreto que extinguiu o acordo de acionistas, confirmando assim a liminar concedida no início de julho deste ano, independentemente da revogação datada de 13 de setembro de 2004*" (Voto da Exma. Ministra Eliana Calmon, Recurso Ordinário em MS N.º 18.769-PR, julgado em 02.12.2004) .

Isto posto, entendo que a deliberação tomada pelo Conselho de Administração de SANEPAR em 16.12.2003 que aprovou a proposta de celebração dos termos de resilição de tais contratos — diante do atual posicionamento do poder judiciário quanto à matéria, embora ainda em discussão uma vez que a decisão proferida pelo Superior Tribunal de Justiça ainda não transitou em julgado — não atendeu ao disposto na cláusula 4.4.1 do Acordo de Acionistas.

Dessa forma, em mesmo sentido, a celebração, pelos Diretores da Companhia, em 18.12.2003, de tais termos de resilição, também se deu sem a observância das disposições do Acordo de Acionistas arquivado na sede social.

Aumento de Capital Proposto

Uma vez analisada a deliberação do Conselho de Administração que serviu de base à operação de aumento de capital, passo a analisar as condições do aumento de capital proposto.

Primeiramente, cumpre esclarecer que não cabe a CVM, a meu juízo, avaliar as razões econômicas que fundamentam as operações de aumento de capital.

Tal fato, por óbvio, não exclui a possibilidade da CVM eventualmente aplicar sanções aos administradores de companhias abertas ou aos acionistas que deliberaram determinada operação de aumento de capital caso reste comprovado, após o processo administrativo competente, que tal operação teve por finalidade causar dano à companhia ou aos demais acionistas.

Entendo que não cabe à CVM questionar a decisão da administração, tomada no interesse da Companhia, que por força de lei cumpre à própria administração da Companhia. Nestas hipóteses, caberá a CVM tão somente verificar se o preço de emissão das ações objeto do aumento de capital proposto está claramente justificado em conformidade com o que dispõe a Lei n.º 6.404/76, em especial o seu artigo 170, visando a evitar que ocorra a diluição injustificada da participação dos acionistas da Companhia.

De fato, o preço de emissão de novas ações em aumento de capital deve ser obrigatoriamente justificado com base em um ou mais critérios previstos no § 1º do art. 170 da Lei n.º 6.404/76, não havendo necessidade de se utilizar todos ou de que haja preponderância de um dos critérios, mas sim que seja utilizado o que melhor reflita o valor real das novas ações a serem emitidas. Diz a regra:

"Art. 170. Depois de realizados três quartos, no mínimo, do capital social, a companhia pode aumentá-lo mediante subscrição pública ou particular de ações.

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

I - a perspectiva de rentabilidade da companhia;

II - o valor do patrimônio líquido da ação;

III - a cotação de suas ações em Bolsa de Valores ou no mercado de balcão organizado, admitido ágio ou deságio em função das condições do mercado."

Note-se que, conforme melhor doutrina⁽⁴⁾, a interpretação do disposto no § 1º do art. 170 deve ser no sentido de que os critérios constantes de seus incisos são elementos indicativos que devem ser justificadamente ponderados para a fixação do preço de emissão, devendo a determinação dos critérios estar embasada em fundamentos verdadeiros e consistentes, sob pena de se causar a diluição injustificada dos demais acionistas. No mesmo sentido o Parecer de Orientação CVM n.º 01/78.

No caso do presente processo administrativo, pode-se verificar da análise da Ata da Reunião do Conselho de Administração da SANEPAR realizada em 10.02.2001 (fls. 96/109), bem como da proposta apresentada pela Diretoria (fls. 123/128), que para fixar o preço de emissão das novas ações ordinárias objeto do aumento de capital proveniente da conversão dos créditos contabilizados na conta AFAC da companhia, a Diretoria da companhia entendeu que:

- i. *"tratando-se de sociedade de economia mista com ações cotadas em Bolsa de Valores, pode-se tomar como fator preponderante o valor de mercado, segundo a média dos últimos meses de negociação. Na Bolsa de Valores de São Paulo, só têm sido negociadas ações preferenciais da Companhia. Nem por isso, pode-se dizer que as ordinárias se distanciam muito do valor daquelas. As ações preferenciais, nos últimos seis meses, foram negociadas pelo valor médio de R\$ 1,70 (hum real e setenta centavos). (...) Tendo em conta que o valor patrimonial das ações da Companhia estava, no fechamento do mês de novembro, em R\$ 3,22 (três reais e vinte e dois centavos), aí incluídas as provisões para dividendos e imposto de renda, que têm de ser consideradas, e tendo ainda em conta, as perspectivas de rentabilidade da Companhia, que tendem a proporcionar melhor resultado com redução do seu endividamento, parece a esta Diretoria que o preço de emissão das ações para efeito do aumento de capital aqui proposto, pode ser fixado em R\$ 1,95 (hum real e noventa e cinco centavos)...";* e
- ii. *"O Diretor de Relações com Investidores esclareceu que, partindo do valor do aporte de capital pretendido pelo Estado, e conhecido de todos, é preciso estabelecer qual o número de ações que cabe em tal aporte. Que depois de diversas análises, chegou-se à conclusão, na data proposta – 8 de janeiro do corrente – a partir da constatação do valor de mercado de ações preferenciais, conforme sua cotação em bolsa, de que esta deveria ser a base de fixação do preço de emissão. E que, em geral, ações ordinárias e preferenciais de companhias abertas não têm grandes diferenças de cotação em bolsa. Que o aumento de capital proposto está sendo procedido de acordo com o disposto na Lei n.º 6.404/76, facultando aos minoritários que venham a adquirir estes créditos, na correspondência da proporcionalidade das ações possuídas;*

Da análise da justificativa apresentada pela administração da Companhia, pode-se verificar que o preço de emissão de R\$ 1,95 das ações ordinárias objeto do aumento de capital proposto foi supostamente justificado com base nas seguintes premissas:

- i. tratando-se de sociedade de economia mista com ações cotadas em Bolsa de Valores, pode-se tomar como fator preponderante o valor de mercado, segundo a média dos últimos meses de negociação;
- ii. que só têm sido negociadas ações preferenciais da Companhia;
- iii. em geral, ações ordinárias e preferenciais de companhias abertas não têm grandes diferenças de cotação em bolsa;
- iv. que as ações preferenciais, nos últimos seis meses, foram negociadas pelo valor médio de R\$ 1,70;
- v. que o valor patrimonial das ações da Companhia estava, no fechamento do mês de novembro, em R\$ 3,22, e;
- vi. que as perspectivas de rentabilidade da Companhia tendem a melhorar com a redução do seu endividamento.

Analisada a proposta da Diretoria, e, ainda, tendo em vista que o valor médio das ações preferenciais é de R\$ 1,70, que o valor patrimonial das ações é de R\$ 3,22 e que o preço de emissão proposto (R\$ 1,95) diverge deste valores, conclui-se que a administração da companhia, para fixar tal preço utilizou-se do parâmetro previsto no inciso I do § 1º do art. 170 da Lei 6.404/76, qual seja, "perspectiva de rentabilidade da companhia".

Entretanto, a deliberação da adoção do parâmetro "perspectivas de rentabilidade da companhia" pela Diretoria de SANEPAR não apresenta qualquer fundamento ou avaliação da Companhia, suas atividades, lucro projetado ou fluxo de caixa, se limitando a afirmar que *"as perspectivas de rentabilidade da Companhia (...) tendem a proporcionar melhor resultado com redução do seu endividamento"*.

A adoção do parâmetro previsto no inciso I do § 1º do art. 170 da Lei 6.404/76 requer estudo detalhado da Companhia de forma a se determinar suas perspectivas de rentabilidade e, então poderá a administração analisar se tal parâmetro deve ou não ser considerado na fixação do preço de emissão.

Tal fator ganha relevância nos casos como o presente, em que o preço de emissão proposto para as ações ordinárias, com base na perspectiva de rentabilidade da Companhia, difere substancialmente (i) do valor patrimonial das ações; (ii) do valor de mercado das ações preferenciais da companhia; e ainda (iii) do valor de avaliação da Companhia em março de 2002, quando foi avaliada por Bancos de Investimento visando ao processo de distribuição pública de novas ações.

Dessa forma, tendo em vista a falta de justificativa clara e precisa para a adoção do parâmetro "perspectiva de rentabilidade da companhia" na fixação do preço de emissão, na forma do inciso I do § 1º do art. 170 da Lei 6.404/76, e, não havendo estudo detalhado ou laudo de avaliação da Companhia, tendo a administração se limitado 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", resta comprovado, a meu ver, que o preço de emissão proposto não atende ao disposto no § 1º do art. 170 da Lei das S.A.

Finalmente, no que se refere à argumentação da Recorrente de que não cabe à área técnica da CVM, no caso a Superintendência de Relações com Empresas – SEP, manifestar-se acerca das *"condições em que poderá ocorrer um futuro aumento de capital social por subscrição particular"*⁽⁵⁾, reitero o entendimento por mim manifestado quando do julgamento dos Processos CVM Nº RJ/2004/4558, RJ/2004/4559, RJ/2004/4569 e RJ/2004/4583 acerca das manifestações de entendimento pelas áreas técnicas da CVM mesmo antes da ocorrência dos atos:

"O fundamento legal das manifestações de entendimento da CVM repousa, a meu sentir, em primeiro lugar e sob um ponto de vista mais genérico, no dever de proteção dos investidores inscrito no art. 4º, IV, b, da Lei 6.385/76 — que inclui entre as finalidades da CVM a de *"proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra atos ilegais de administradores e acionistas controladores das companhias abertas, ou de administradores de carteira de valores mobiliários"*.

Naturalmente, à CVM, como a todo ente estatal, cumpre executar esta e suas outras relevantes funções através da adoção de procedimentos que observem a Lei de Processo Administrativo (Lei 9.784/99), bem como as demais normas legais e regulamentares que disciplinem, de forma específica, suas condutas.

Em segundo lugar, e sob um ponto de vista mais específico, a possibilidade de utilização das manifestações de entendimento para o

cumprimento das funções da CVM está prevista no art. 13 da mesma Lei 6.385/76, que determina: "A CVM manterá serviço para exercer atividade consultiva ou de orientação junto aos agentes de mercado de valores mobiliários ou a qualquer investidor", facultando ainda à CVM, no parágrafo único do mesmo artigo, a divulgação ou não, a seu critério, das "respostas às consultas ou aos critérios de orientação".

Por último, e sob um ponto de vista ainda mais específico, à CVM foi atribuída, pela reforma de 2001, a competência de "conhecer e analisar as propostas a serem submetidas à assembleia (geral extraordinária) e, **se for o caso**, informar à companhia, até o término da interrupção (do prazo de antecedência da convocação da assembleia), **as razões pelas quais entende que a deliberação proposta à assembleia viola dispositivos legais ou regulamentares**" (cf. art. 124, § 5º, da Lei 6.404/76 – grifos e parênteses nossos).

Do conjunto de tais regras extrai-se que a CVM tem o poder de manifestar seu entendimento sobre certas situações ocorrentes nos mercados por ela regulados, visando à proteção dos investidores. Tal poder, por sua vez, é exercido com discricionariedade, cabendo à autarquia examinar a conveniência e oportunidade de sua manifestação e da divulgação de sua manifestação. Tal discricionariedade, aliás, é confirmada pela regra do art. 31 da Lei 6.385/76, que determina a intimação da CVM nos processos judiciais que tenham por objeto matéria incluída na sua competência, "para, **querendo**, oferecer parecer ou prestar esclarecimentos".

Oportunidade e atuação ex officio

As regras da Lei 6.385/76 não tratam do momento em que as manifestações de entendimento da CVM devam ser emitidas, se prévia ou posteriormente aos atos por elas analisados. Já a norma do art. 124 da Lei das S.A. é expressa ao considerar a oportunidade de manifestação de que trata, dizendo-a prévia à assembleia.

A razão da diferença de tratamento parece pertinente: a regra geral admite a utilidade das manifestações, ainda que posteriores (ou não a afasta expressamente), enquanto a norma da Lei das S.A. considera o fato de que, tratando-se de pedido de acionista sobre determinada deliberação, a manifestação prévia produzirá efeitos provavelmente muito mais benéficos que a posterior.

Mas isto não quer dizer que a CVM não possa manifestar seu entendimento sobre a legalidade de assembleias *a posteriori*. A locução *se for o caso*, no § 5º do art. 124 da Lei das S.A., confirma o caráter facultativo da manifestação prévia de entendimento da CVM sobre determinada assembleia, de sorte que, não estando confortável, ou não tendo elementos suficientes para manifestar seu entendimento, a CVM poderá resguardar-se para uma manifestação posterior, em qualquer sentido.

Da mesma forma, ainda que tais operações não estejam sujeitas a registro na CVM (quando o poder de interromper a operação, e de ofício, vem expresso no art. 20 da Lei 6.385/76), a autarquia poderá manifestar-se sobre a legalidade ou a ilegalidade de atos ou operações mesmo sem requerimento de quem quer que seja.

A omissão no requerimento por acionista também não afasta a possibilidade de a CVM atuar de ofício, mesmo quando se trate de manifestação de entendimento (prévia ou posterior) sobre a legalidade de uma deliberação assemblear. A regra do art. 124 § 5º da Lei 6.404/76 apenas se destina a autorizar expressamente o requerimento, pelo acionista, de uma manifestação da CVM, sem que dela se possa extrair qualquer restrição ao exercício da função pública da autarquia, de proteção dos direitos dos investidores, a qual, como de resto é a regra no exercício de funções de fiscalização e orientação, não está condicionada à provocação pelos interessados."

Isto posto, voto pela manutenção do entendimento da SEP, no sentido de que o preço de emissão proposto pela Diretoria da Companhia com base no inciso I do § 1º do art. 170 da Lei 6.404/76, já aprovado pelo seu Conselho de Administração, e que se pretende levar ao crivo da assembleia geral extraordinária de acionistas de SANEPAR, somente poderá servir de base à operação de aumento de capital pretendida caso haja um estudo detalhado ou laudo de avaliação da Companhia que venha a justificá-lo.

É como voto.

Rio de Janeiro, 25 de janeiro de 2005

Marcelo Fernandez Trindade

Presidente

[\(1\)](#) Conforme aprovação prévia de seu Conselho de Administração tomada em reunião realizada em 16.12.2003.

[\(2\)](#) Conforme aprovação prévia de seu Conselho de Administração tomada em reunião realizada em 16.12.2003.

[\(3\)](#) Conselheiros que votaram em sentido favorável à celebração dos Termos Aditivos de Resilição Amigável dos Contratos de Sub-Empréstimo e Original: (1) Pedro Henrique Xavier; (2) Sergio Botto de Lacerda; (3) Heron Arzua; (4) Nivaldo Venancio da Cunha (suplente); (5) Iwan Sabatella Filho (suplente); e (6) Hamilton Aparecido Gimenes. Votaram em sentido contrário à aprovação os Conselheiros Renato Torres de Faria e Rodrigo Bhering Andrade.

[\(4\)](#) Mauro Rodrigues Penteadó, "Aumentos de Capital das Sociedades Anônimas", p. 172, Ed. Saraiva, 1988; Egberto Lacerda Teixeira, José A. Tavares Guerreiro, "Das Sociedades Anônimas no Direito Brasileiro", Ed. Bushatsky, 1979, p.156-7.

[\(5\)](#) Note-se que, conforme Comunicado divulgado ao mercado em 30 de junho de 2004, a Assembleia Legislativa do Estado do Paraná já autorizou o Poder Executivo a realizar tal operação de aumento de capital.