

## Objeto

Trata-se de pedido formulado pela Ferrovia Centro Atlântica S.A. (FCA) de tratamento sigiloso ao laudo de avaliação que subsidiou a fixação do preço de emissão de ações emitidas em aumento de capital por subscrição privada aprovado em assembléia de 14 de maio de 2003. Tal laudo foi encaminhado pela FCA a esta CVM em cumprimento à determinação da SEP, emitida após exame de reclamações de acionistas da companhia, a Tranger S/A (Processo nº RJ 2003-12063) e o Clube de Investimentos da Rede (Processo nº 2003-13100), bem como de consulta da Agência Nacional de Transportes Terrestres – ANTT (Processo nº 2003-7948).

Embora se trate de matéria cujo exame cabe, segundo o art. 7º da Instrução CVM 358/01, isoladamente ao Presidente, achei por bem submeter o tema ao Colegiado, inclusive para permitir a discussão pelos superintendentes presentes à Reunião.

## Regras legais e regulamentares sobre a matéria

Como regra, entendo que não é obrigatório o arquivamento, perante a CVM, de laudos de avaliação utilizados para fixação do preço de emissão de ações em aumentos de capital por subscrição privada, seja por não encontrar base legal para esse tipo de exigência, seja porque ela não me parece colaborar para um mercado de capitais mais desenvolvido e adequadamente regulado.

Quanto à falta de base legal, um exame sistemático da lei e da regulamentação demonstra que geralmente são explícitas as exigências de disponibilização aos acionistas de laudos e documentos de qualquer natureza, dada a natureza estratégica das informações ali usualmente contidas (v.g.: art. 88, §2º, "e"; arts. 226 e 227; art. 252, art. 256 – todos da Lei 6.404/76; arts. 2º e 3º da Instrução 319/99, entre outros). Não há, entretanto, norma específica quanto à divulgação de laudo ou estudo utilizado pela administração da companhia na fixação do preço de emissão.

Quanto à utilidade de tal divulgação para o desenvolvimento adequado do mercado de capitais, parece-me que, ao lado da informação dos investidores, a permitir-lhes a tomada de uma decisão de investimento consciente, coloca-se outro valor igualmente digno de proteção, que é o interesse estratégico e competitivo da companhia aberta. Assim, interpretações extensivas de normas legais, para o fim de determinar a disponibilização pública de documentos, somente devem ser adotadas quando essenciais à informação dos investidores, dado o risco para os interesses da própria companhia — que afinal é o interesse de todos os seus acionistas e credores.

A lei, como se sabe, admite três parâmetros para a determinação do preço de emissão de ações em aumento de capital, utilizados conjunta ou alternativamente: perspectiva de rentabilidade da companhia; valor do patrimônio líquido da ação; e cotação das ações (cf. art. 170, §1º da Lei 6.404/76).

A própria diversidade e subjetividade dos mencionados critérios indica a natureza algo discricionária da escolha, e da necessária ponderação, pela administração da companhia, quanto aos critérios que sejam mais adequados.<sup>(1)</sup> Por tal razão, caberá, ao órgão societário competente escolher os parâmetros mais apropriados (vedada a diluição injustificada dos demais acionistas, na forma da lei).

Por isto é que a Lei 6.404/76, embora não requeira a apresentação do laudo de avaliação, exige, no §7º do art. 170 que a proposta de aumento de capital indique, dentre os critérios possíveis, aqueles adotados para a fixação do preço de emissão das ações, com justificativa pormenorizada dos aspectos econômicos que determinaram tal escolha:

*"Art. 170. Depois de realizados ¾ (três quartos), no mínimo, do capital social, a companhia pode aumentá-lo mediante subscrição pública ou privada de ações.*

(...)

*§ 7º. A proposta de aumento do capital deverá esclarecer qual o critério adotado, nos termos do §1º deste artigo, justificando pormenorizadamente os aspectos econômicos que determinaram sua escolha"*

Assim, a lei exige que a proposta de aumento de capital venha acompanhada dos necessários esclarecimentos, **pormenorizadamente** — isto é, de uma maneira muito detalhada, que permita à administração ou aos acionistas (conforme a competência para deliberar o aumento de capital) atestar a legitimação econômica do preço de emissão das ações.

Tal proposta, se examinada pelo Conselho de Administração, no caso de companhias de capital autorizado, deverá estar refletida, com o mesmo grau de detalhe (isto é, **pormenorizadamente**) na ata da reunião do Conselho de Administração, porque, como se sabe, a deliberação de aumento de capital pelo Conselho se dá por *delegação* da assembléia, contida na autorização para o aumento, e somente dessa forma essa mesma assembléia delegante poderá verificar se o delegatário exerceu a autorização de maneira adequada.<sup>(2)</sup>

O dever de exposição detalhada de que fala a lei pode ser cumprido de várias maneiras, a depender inclusive do parâmetro escolhido como mais adequado para fixação do preço de emissão. Se a maneira escolhida para o cumprimento da regra for a elaboração do laudo de avaliação, ainda assim, não há disposição legal que determine sua integral divulgação. A lei é clara no sentido de que é suficiente o esclarecimento pormenorizado da proposta de aumento de capital. Além disso, o laudo, por si só, não é vinculante para a determinação do preço das novas ações, tendo em vista que outros fatores poderão ser também levados em consideração, o que se verificará caso a caso, e deverá, sempre, constar da proposta de aumento.

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.

## Aplicação das regras ao caso concreto

No caso concreto, há indícios de que a FCA pode não ter atendido as disposições legais de modo satisfatório, especialmente considerando-se que a escolha isolada do critério do valor econômico, neste caso específico, para determinar o preço de emissão, impunha a exposição detalhada dos cálculos e premissas que levaram às conclusões dos administradores — os quais foram extraídos do laudo de avaliação.

A FCA está sujeita ao regime de capital autorizado, competindo ao Conselho de Administração, neste caso, deliberar a respeito da emissão de ações (art. 6º do Estatuto Social<sup>(3)</sup>). Como o montante do aumento em questão excedia ao limite do capital autorizado, coube à Diretoria (art. 22, "i" do Estatuto Social<sup>(4)</sup>) encaminhar a proposta de aumento para pronunciamento do Conselho de Administração (art. 17, "p" do Estatuto Social<sup>(5)</sup>), do Conselho Fiscal (cf. art. 163, III da Lei 6.404/76), e, posteriormente, submetê-la à Assembléia Geral.

A proposta da Diretoria da FCA — que obteve pareceres favoráveis dos Conselhos de Administração e Fiscal — continha, a meu sentir, adequada exposição da necessidade da operação de aumento de capital em si:

*"Esta Diretoria, amparada em avaliações técnicas internas e convalidadas por auditores independentes, e estudo realizado por consultoria*

externa especializada, concluiu pela conveniência e necessidade de promover um aumento de capital visando (i) a redução de endividamento da Companhia, adequando a estrutura de capital ao Plano de Negócios, (ii) o saneamento de seu balanço, e (iii) a manutenção da adequada prestação do serviço público de transporte ferroviário, a fim de dar continuidade às suas atividades em consonância com os seus objetivos sociais e obrigações enquanto concessionária de serviço público".

Também me parece apropriada a proposta quanto à explicação da forma de subscrição e à garantia do direito de preferência aos demais acionistas:

"O aumento em questão será num montante de R\$ 1.003.238.949,17 (um bilhão, três milhões, duzentos e trinta e oito mil, novecentos e quarenta e nove reais e dezessete centavos) a ser integralizado, mediante subscrição particular dos acionistas, em dinheiro e/ou em conversão de créditos preexistentes dos acionistas junto à Companhia, cujo prazo para o exercício do direito de preferência na subscrição das ações emitidas será de 30 (trinta) dias, contados a partir da data de publicação do respectivo Aviso de Acionistas"<sup>61</sup>

Porém, quanto ao preço de emissão, a proposta limitou-se ao seguinte:

"Nos termos do §1º, inciso I, do artigo 170, da Lei nº 6.404/76, o preço de emissão baseia-se, exclusivamente, no valor econômico, visto que as ações não são cotadas em Bolsa de Valores e o valor patrimonial das ações é negativo, conforme demonstrado no Balanço Patrimonial da Companhia levantado em 31/12/2002, e auditado pela Deloitte Touche Tohmatsu.

*O valor econômico atribuído às ações a serem emitidas foi determinado pela Diretoria, respaldado em estudo realizado pela JP Morgan consultora externa especializada, e o valor dos créditos está certificado no parecer da auditoria independente"* (grifou-se)

Vê-se, assim, que a Diretoria explicitou, na proposta, as razões pelas quais elegeu o valor econômico como o adequado, mas não detalhou, isto é, expôs *pormenorizadamente*, como se chegou ao valor econômico. Contudo, a Diretoria indicou como fonte de tais informações o laudo de avaliação.

Entretanto, a decisão do Conselho de Administração, que aprovou a proposta da Diretoria, também não explicitou — quanto menos *pormenorizadamente* — os fundamentos utilizados na fixação do preço de emissão, impedindo, assim, que o Mercado, e a própria CVM, conhecessem tais razões.

Veja-se, sobre o tema, o primeiro dos Pareceres de Orientação da CVM (Parecer CVM nº 01/78), ainda completamente atual quanto à relevância da informação:

*"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"*

Esse entendimento tem prevalecido reiteradamente nos pronunciamentos da Comissão, valendo citar o caso da Reestruturação Societária da Companhia Siderúrgica Paulista – COSIPA e Usinas Siderúrgica de Minas Gerais – USIMINAS (Processos CVM nº 2000/4473 e 2000/4079), de que foi Relator o Diretor Wladimir Castelo Branco, e, mais recentemente, o do aumento de capital da Companhia de Saneamento do Paraná – SANEPAR (Processo CVM nº RJ 2004/3098), também Relatado pelo Diretor Wladimir Castelo Branco, e no qual apresentei declaração de voto afirmando que:

*"Entretanto, a adoção do parâmetro "perspectivas de rentabilidade da companhia" pela Diretoria da 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, a meu juízo, estudo detalhado da Companhia de forma a se determinar sua perspectiva de rentabilidade e, só então, poderá a administração analisar se tal parâmetro deve ou não ser considerado na fixação do preço de emissão.*

(...)

*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 6.404/76"*

Por fim, acrescento que as passagens da lei e da regulamentação societária onde há referência a valor econômico vêm, usualmente, associadas à necessidade de avaliação (art. 45, §1º, art. 8º da Instrução 361/02 e art. 32 da Instrução 400/03), certamente por força da complexidade e da diversidade de critérios pelos quais se pode chegar a tal valor, sem falar na relevância das premissas que se decidir adotar.

## Conclusão

Por tais razões, entendo que o laudo de avaliação que subsidiou a determinação do preço de emissão das ações não deve, obrigatoriamente, ser arquivado no IPE e tornado público, em que pese ser o valor econômico o critério adotado.

Entretanto, considerando, neste caso específico, a presença de indícios de que a proposta da Diretoria FCA, que subsidiou o aumento de capital realizado na assembléia de 14 de maio de 2003, e a decisão do Conselho de Administração que a aprovou, podem não ter atendido com suficiência adequada ao disposto no §7º do art. 170 da Lei 6.404/76, devolvo os autos à SEP para que, nos termos da Deliberação 457, examine os fatos deste processo e, concluindo ser o caso, providencie a instauração de processo administrativo sancionador.

Para tais efeitos, poderá a SEP, caso entenda necessário para subsidiar suas investigações, examinar o laudo de avaliação encaminhado pela FCA em envelope lacrado, adotando-se as providências de praxe para que lhe seja dispensado o tratamento sigiloso requerido pela parte.

Rio de Janeiro, 22. de fevereiro de 2005.

Marcelo Fernandez Trindade

Presidente

(1) Confira-se, sobre o tema, artigo de Fábio Konder Comparato, "A Fixação do Preço de Emissão das Ações no Aumento de Capital da Sociedade Anônima", in Revista de Direito Mercantil nº 81, pp. 80 e ss.

[\(2\)](#) Conforme entendimento doutrinário unânime. *"Em linhas gerais, o sistema de capital autorizado se distingue do sistema de capital fixo por configurar o primeiro um instrumento de delegação aos administradores para aumentá-lo. Na sociedade anônima com capital fixo, o aumento de seu importe deverá ser autorizado pela assembléia geral dos sócios, implicando conseqüentemente na reforma dos estatutos. Já na sociedade anônima de capital autorizado, à diretoria são outorgados poderes prévios para efetuar chamadas de capital dentro dos limites da 'autorização' estatutária, sem necessidade de permissão da assembléia e sem reforma dos estatutos. Guarrigues-Uria, no comentário à lei espanhola de 1951, art. 96, que acolheu o sistema de capital autorizado, salienta, nesse sentido, que não se trata de novo tipo de anônima, mas de mera 'delegación para el aumento del capital' 'sin previa modificación de los estatutos' (Comentários a La Ley de Sociedades Anónimas, Madri, 1953, vol. II, p.264)"*, Luiz Gastão Paes de Barros Leães, "Sociedade Anônima de Capital Autorizado Não é Novo Tipo Social", in *Direito Comercial – Textos e Pretextos*, São Paulo: Bushatsky, 1976, pp. 274.

[\(3\)](#) "Art. 6º. Dentro do limite do capital autorizado, o Conselho de Administração será competente para deliberar sobre a emissão de ações ou bônus de subscrição, estabelecendo se o aumento se dará por subscrição pública ou particular, as condições de integralização, as características das ações a serem emitidas e o preço de emissão"

[\(4\)](#) "Art. 22. Compete, em especial, à Diretoria, atuando em colegiado : (...) (i) preparar e propor ao Conselho de Administração os atos que sejam da competência deste e os que deva submeter à Assembléia Geral".

[\(5\)](#) "Art. 17. Compete ao Conselho de Administração : (...) (p) pronunciar-se sobre os assuntos que a Diretoria lhe apresente para sua deliberação ou para serem submetidos à Assembléia Geral".

[\(6\)](#) E, ainda, oito do total de treze parágrafos da proposta.