

INTERESSADO: TEMPO CAPITAL FUNDO DE INVESTIMENTOS EM AÇÕES

ASSUNTO: Recurso contra decisão da SEP

RELATORA: Diretora Norma Jonssen Parente

VOTO

**EMENTA: A alteração de fato no valor nominal implícito das ações, ainda que este valor seja usado como base de cálculo dos dividendos mínimos das ações preferenciais, não enseja a incidência dos artigos 136 e 137 da Lei 6.404/76.**

**RELATÓRIO**

1. Cuida-se de recurso interposto por Tempo Capital Fundo de Investimento em Ações contra decisão da SEP que indeferiu pedido do ora recorrente no sentido de suspender operação de aumento de capital social realizada por EMBRATEL PARTICIPAÇÕES S.A. (EMBRAPAR).
2. O recorrente, titular de ações preferenciais da EMBRAPAR, apontou os seguintes fundamentos ao pretender a suspensão da referida operação:
  - O estatuto social da EMBRAPAR confere aos acionistas o direito ao recebimento, a título de dividendos mínimos, de 6% sobre o valor resultante da divisão do capital subscrito pelo número total de ações da Companhia;
  - Antes do pretendido aumento de capital, esta divisão resultava em R\$6,79 por lote de mil ações (valor nominal implícito), fazendo com que o dividendo mínimo por lote de mil ações fosse de R\$0,41;
  - Tendo em vista que o aumento de capital previa a emissão de 423.906.976.774 novas ações ao preço de R\$4,50 por lote de mil, o novo valor nominal implícito passaria a ser menor, reduzindo, por consequência, o valor do dividendo mínimo por lote de mil ações para R\$0,32;
  - Esta situação, segundo o requerente, seria totalmente diferente do caso da Companhia Força e Luz Cataguazes-Leopoldina, pois apesar de ambas as companhias vincularem vantagens das preferenciais ao valor nominal implícito das ações, no caso da CFLC, a redução do capital por incorporação de prejuízos acumulados estaria apenas reconhecendo contabilmente uma perda de substância patrimonial já ocorrida;
  - Como a operação de aumento de capital, nestes moldes, implicaria alteração das vantagens das ações preferenciais, ela só poderia ser levada a efeito se observado o disposto no art. 136, § 1º, da Lei 6.404/76, ou seja, ratificada por assembléia especial em que estivessem presentes mais da metade dos titulares das ações preferenciais.
3. Ao analisar a reclamação, a área técnica da CVM emitiu parecer discordando do reclamante. Em síntese, alegou-se que o montante destinado aos dividendos não diminuiria, mas, ao inverso, aumentaria de R\$85.692 mil para R\$154.384 mil.
4. Evidentemente, tal aumento beneficiaria apenas os sócios que subscrevessem novas ações, ficando os outros acionistas diluídos. Porém, esta seria uma causa de diluição prevista em lei e que, por isso, não teria sentido discuti-la.
5. Por fim, a área técnica esclareceu que a deliberação não estaria sujeita à ratificação da assembléia especial, nos termos do artigo 136, §1º, da LSA, porque não teria havido alteração estatutária no sentido de modificar as vantagens atribuídas às ações preferenciais. Pela mesma razão, seria impossível se conceber a existência *in casu* do direito de retirada.
6. Diante disto, foi interposto o presente recurso com pedido de efeito suspensivo, no qual o Recorrente reitera seus argumentos anteriores, com os seguintes acréscimos:
  - Pouco importa que o montante total dos dividendos venha a ser maior que o atual. O que importa é considerar a condição individual de cada ação preferencial, que inegavelmente restará prejudicada. A título de exemplo, note-se que o titular de 10.000 ações preferenciais da companhia, que hoje recebe dividendos mínimos totais de R\$4,10, se viesse a subscrever novas ações, passaria a receber R\$7,32. No entanto, se tivesse sido observado o valor nominal implícito das ações, ele faria jus ao recebimento de R\$9,26;
  - É improcedente, portanto, a afirmação da área técnica de que os dividendos se reduziriam apenas se os acionistas não subscrevessem novas ações;
  - Assim como há diluição das ações ordinárias quando são emitidas preferenciais que restringem a participação daquelas no resultado social, do mesmo modo são diluídas as preferenciais quando se altera o valor nominal implícito das ações, valor este que é justamente a base de cálculo de sua preferência. Em ambos os casos, deve haver a assembléia prevista no art. 136, §1º, e o acionista dissidente tem o direito de recesso;
  - A inexistência de alteração estatutária é irrelevante para se apurar a redução das vantagens das ações preferenciais. Basta que tenha havido alteração de fato nestas vantagens para atrair a incidência dos artigos 136, II e § 1º, e 137 da LSA.
7. Ao analisar o recurso, a SEP manteve sua decisão, chegando às seguintes conclusões:
  - O artigo 19 da Lei 6.404/76 confere ao estatuto da companhia aberta a possibilidade de declarar as vantagens e restrições a que as ações preferenciais estão sujeitas;
  - O caso sob exame é idêntico ao da Companhia Força e Luz Cataguazes-Leopoldina, no qual prevaleceu entendimento de que a assembléia especial só é obrigatória quando houver modificação substancial das ações daquela espécie;
  - O artigo 136, II, da LSA deve ser interpretado de forma restritiva, de sorte que as variáveis que incidem sobre o cálculo das vantagens das ações preferenciais, não sendo circunstâncias substanciais, não criam obrigatoriedade da realização da assembléia especial nem do direito de retirada;
  - Segundo o Parecer de Orientação CVM nº 01/78, só há diluição injustificada decorrente de aumento de capital se o preço de emissão for inferior ao dos critérios elencados no art. 170, §1º, da Lei 6.404/76;
  - De acordo com as atas das reuniões do conselho de administração realizadas em 03.02.05 e 23.02.05: (i) o aumento de capital pretendido obteve parecer favorável do conselho fiscal, (ii) buscava reduzir o nível de endividamento líquido da companhia, aumentando sua flexibilidade financeira e (iii) o preço de emissão das novas ações foi determinado com base na cotação das ações preferenciais na Bolsa de valores de São Paulo, em razão de seu alto índice de negócios, consoante os estudos e pareceres elaborados por Goldman Sachs & Co, assessores financeiros

da companhia.

8. Por conter pedido de efeito suspensivo, o recurso foi então submetido ao Presidente que denegou o efeito pretendido por não vislumbrar a existência do *fumus boni iuris*. De seu despacho, depreendem-se os seguintes argumentos:

- Os artigos 136 e 137 da Lei 6.404/76 cuidam de hipóteses excepcionais, razão pela qual devem ser interpretados restritivamente. Neste sentido, as modificações nas vantagens das ações preferenciais que decorram de circunstâncias fáticas não atraem a incidência daqueles dispositivos. Só as alterações estatutárias o fazem, como afirmou a área técnica da CVM.
- Muitas circunstâncias puramente fáticas podem influir no valor do dividendo prioritário sem ensejar o surgimento do direito de recesso. Por exemplo, pode-se cogitar a hipótese de recompra de uma parte das ações preferenciais para cancelamento, nos limites autorizados por lei. Após o cancelamento, o dividendo das preferenciais aumentaria de fato (elevando-se o valor nominal implícito) e nem por isto os titulares de ações ordinárias passam a ter direito de recesso;
- Se prevalecesse a tese do recorrente, praticamente qualquer aumento de capital de companhias com ações sem valor nominal, e com dividendo enunciado em porcentagem do valor nominal implícito, resultaria na concessão de direito de recesso;
- A Lei 9.784/99, art. 2º, inciso XII, veda à Administração Pública a aplicação retroativa de nova interpretação de norma administrativa. Como já houve inúmeros aumentos de capital em condições análogas e a CVM não vislumbrou nenhuma alteração nas vantagens das preferenciais, a eventual mudança desta posição iria abalar a segurança jurídica, tão cara aos mercados de capitais.

## FUNDAMENTOS

9. Não há como negar que os acionistas preferencialistas tiveram seus rendimentos potencialmente diminuídos, pois foi reduzido o valor nominal implícito das ações, base de cálculo dos dividendos mínimos a que têm direito. Este valor, que era de R\$6,79 para o lote de mil ações, passa agora para R\$5,40, de sorte que os dividendos mínimos por lote de mil ações decresceram aproximadamente 20% ainda que os preferencialistas tenham exercido seu direito de preferência na subscrição das novas ações.

10. Foi argumentado pela área técnica que o montante global de dividendos mínimos não diminuiria, mas, pelo contrário, aumentaria. Isto realmente ocorre, mas apenas porque o número de ações preferenciais após a subscrição é significativamente maior que o atual. Todavia, como o capital social não aumenta na mesma proporção, o acréscimo no montante global não preserva a situação individual daqueles que já eram acionistas antes do aumento de capital.

11. Em outras palavras, divide-se um número pouco maior de recursos por um número muito maior de acionistas, o que só pode resultar em um valor menor para cada um dos acionistas.

12. Não há dúvida, portanto, de que os sócios da companhia hoje encontram-se em posição menos vantajosa do que antes. Entretanto, não creio que isto tenha sido ocasionado por alguma conduta irregular da EMBRAPAR.

13. Para que fosse preservada a condição dos preferencialistas, seria necessário que a EMBRAPAR emitisse as ações por preço não inferior ao valor nominal implícito. Ocorre que este valor nominal implícito, por alguns chamado valor-quociente<sup>(1)</sup>, nada mais é que o resultado da divisão do capital social pelo número de ações emitidas. Trata-se de uma simples operação matemática a que a lei não atribuiu relevância jurídica alguma.

14. O recorrente não pode pretender que a companhia só emita ações por valor igual ou superior ao nominal porque esta seria uma obrigação que só o estatuto poderia criar, e no entanto não o fez. O estatuto jamais assegurou que o dividendo mínimo seria calculado sobre uma base fixa. Com efeito, ao não atribuir valor nominal para as ações (art. 6º) e, simultaneamente, conferir direito a dividendos mínimos com base no valor nominal implícito (art. 10), parece-me que a companhia já se reservava o direito de vir a emitir ações por preço inferior ao nominal implícito.

15. Interpretar de outra forma – ou melhor, da forma como pretende o recorrente – seria tomar por sinônimos o valor nominal e o valor nominal implícito, exatamente o oposto do que pretendeu o legislador de 1976 e do que dispõe o estatuto.

16. Neste sentido, a leitura que faço dos artigos 6º e 10 do estatuto da EMBRAPAR é a de que o direito de preferencialistas recai sobre o resultado da divisão do capital social pelo número de ações, qualquer que seja este resultado.

17. Ressalte-se que estas são regras estatutárias estabelecidas desde a constituição da companhia. Portanto, era de pleno conhecimento dos acionistas que o que acaba de ocorrer sempre esteve subjacente diante da necessidade de haver um aumento de capital.

18. Não devem ser levadas em consideração, para a concessão do direito de recesso, eventuais alterações em circunstâncias de fato, mesmo porque são inúmeros os fatores puramente fáticos que podem alterar a proporção entre capital e número de ações, e não se pode permitir que o direito de recesso se torne uma regra, ao invés de uma exceção. Somente uma alteração estatutária, que redefinissem o direito dos preferencialistas, poderia ensejar a incidência dos artigos 136 e 137 da Lei das Sociedades Anônimas.

19. É válido esclarecer que este caso não se confunde com o da Companhia de Força e Luz Cataguazes-Leopoldina, apreciado por este Colegiado em setembro de 2004. Na hipótese presente, os acionistas preferencialistas, quando decidiram investir na companhia, já conheciam o estatuto tal qual é hoje, ou seja, tinham a seu dispor as "regras do jogo", ainda que as tenham interpretado erroneamente.

20. Já no caso da Companhia de Força e Luz Cataguazes-Leopoldina, as ações, a princípio emitidas com valor nominal, tornaram-se sem valor nominal, sem a realização da assembléia especial dos acionistas prejudicados. Ademais, a alteração do valor nominal implícito, naquelas circunstâncias, decorria de redução de capital social, que, por seu turno, ocorreu antes de esgotada a totalidade das reservas de capital da companhia.

## CONCLUSÃO

21. Ante o exposto, **VOTO** pelo indeferimento do recurso, mantendo inalterada, por consequência, a decisão proferida pela Superintendência de Relações com Empresas.

Rio de Janeiro, 19 de abril de 2005.

**NORMA JONSSSEN PARENTE**

**DIRETORA-RELATORA**

<sup>(1)</sup> COELHO, Fábio Ulhoa. Curso de Direito Comercial, vol. 2, p. 83. Editora Saraiva, 2003.