

Interessados: Antônio José Gonçalves Fraga Filho

Atrium Administração e Serviços Ltda.

Atrium Fundo de Investimento em Títulos e Valores Mobiliários

Atrium Participações Consultoria e Administração Ltda.

Companhia Energética do Maranhão - CEMAR

Draco Holding Brasileira S/C Ltda

Eliezer Steinbruch

Flávio Samuel Disitzer

Hiroshi Tahira

João Henrique Figueira de Melo

José Jeová Souto Mota

José Paulo Nunes da Costa

Roberto S. Figueiredo

Rubens dos Santos

Supra Participação e Administração Ltda.

Wagner Soares de Andrade

Voto

Relatório

1. Trata-se de reclamação apresentada por um grupo de acionistas (Reclamantes, Minoritários ou Recorrentes), titulares de aproximadamente 5% das ações representativas do capital social da Companhia Energética do Maranhão (Cemar ou companhia).
2. Na reclamação apresentada, os investidores resumem o que acreditam ser uma série de irregularidades ocorridas no âmbito da reestruturação financeira da Cemar. Antes, porém, apresentam um breve resumo do histórico da companhia até a ocorrência dos eventos supostamente irregulares.
3. **Do Histórico da Cemar.** Em 15.06.00, o controle acionário da companhia foi adquirido pelo grupo norte-americano Pennsylvania Power Light (Grupo PPL). A aquisição se operou por meio das sociedades PPL Brasil I (PPL I) e PPL Brasil II (PPL II). Estas duas sociedades, controladas pelo Grupo PPL, eram as únicas sócias de Brisk Participações Ltda. (Brisk), que por seu turno era a controladora direta da Cemar.
4. Devido às dificuldades da companhia, a Brisk pediu concordata preventiva da Cemar em 21.08.02. Nesta mesma data, a ANEEL iniciou intervenção cautelar administrativa na companhia para evitar falhas na prestação do serviço. A intervenção perdurou até 03.05.04.
5. Como o grupo PPL havia demonstrado interesse em se desvincular da Cemar, a ANEEL abriu processo para selecionar um novo controlador para a companhia. A proposta aprovada foi a da SVM Participações e Empreendimentos Ltda. (SVM), ligada ao Grupo GP.
6. No entanto, a aquisição do controle acionário por parte da SVM foi condicionada a uma série de imposições, notadamente a renegociação de dívidas junto a credores da companhia. Aproximadamente R\$249 milhões teriam sido renegociados junto a credores privados e outros R\$438 milhões junto a estatais do setor elétrico.
7. De forma concomitante a esta remodelagem financeira, e ainda como parte dela, a SVM adquiriu o controle da Cemar. E o fez da seguinte forma:
 - a. A SVM adquiriu da PPL I e da PPL II, por R\$1,00, ações representativas de 50,1% do capital votante da Brisk.
 - b. A controladora direta da SVM adquiriu do Grupo PPL, por US\$1,00, ações representativas da totalidade do capital de PPL I e PPL II, que após a transação acima ainda eram proprietárias de 49,9% do capital da Brisk.
8. A estrutura do controle da Cemar, antes e depois da aquisição de seu controle pela SVM encontra-se melhor representada no gráfico elaborado pela SEP às fls. 340/341, às quais me reporto.
9. Das já comentadas dívidas da Cemar sujeitas à renegociação, uma parte (cerca de R\$74.000.000,00) pertencia à sua controladora direta, a Brisk, agora sob controle da SVM.
10. É essencialmente em torno deste valor, e da forma como teria sido utilizado no processo de saneamento da companhia, que gira a reclamação apresentada pelos minoritários.
11. **Das irregularidades denunciadas.** A principal queixa dos minoritários é com relação à capitalização deste montante. Sustenta-se que o valor de aquisição da Brisk já levava em consideração o valor de seus ativos, inclusive o crédito detido em face da Cemar. Assim, se a quantia paga pela Brisk foi de cerca de R\$1,00, não seria possível que a companhia em momento imediatamente seguinte subscresse aumento de capital da Cemar utilizando este crédito e lhe atribuindo seu valor nominal, ou seja, R\$74.000.000,00.
12. Nas palavras dos reclamantes: "o que vale R\$1,00 no mercado, nas mãos da GP vale R\$70 milhões!".
13. Alegam que a própria capitalização do crédito da controladora por valor muito próximo ao original já seria, em si, uma irregularidade, pois enquanto este crédito sofreu um deságio de apenas, aproximadamente, 7%, outros credores envolvidos na renegociação das dívidas suportaram deságios de até 69%.

14. Na visão dos acionistas minoritários, o crédito deveria ter sido avaliado por peritos, pois crédito não se confunde com dinheiro, devendo assim seguir o disposto no art. 8º da Lei 6.404/76.
15. Além disto, o preço de emissão das novas ações (R\$0,01 por lote de mil), seria inapropriado uma vez que embasado em relatórios de avaliação que não consideravam a perspectiva de rentabilidade da Cemar (art. 170, §1º, I da LSA).
16. Afinal, tais relatórios, elaborados pela KPMG Corporate Finance e pela Apsis Consultoria Empresarial S/C Ltda., tinham por data-base o dia 31.12.2003, quando ainda não havia sido implementado o plano de recuperação da companhia, o que só ocorreu em 30.04.2004.
17. Nesta data, prosseguem os minoritários, as perspectivas para a Cemar já haviam mudado sensivelmente, o que, em última análise, teria motivado o Grupo GP a investir na companhia.
18. Por fim, os minoritários alegam conflito de interesses do acionista controlador na medida em que os laudos acima referidos, usados para justificar o preço de emissão das ações, haviam sido por ele encomendados. Assim, o acionista controlador não poderia ter deliberado sobre tais laudos em assembléia.
19. Em virtude destes fatos, os minoritários entendem que sofreram uma diluição que, além de injustificada, reduziu suas participações acionárias na Cemar a ponto de impedi-los o exercício de certos direitos, notadamente a eleição de representante no conselho fiscal da companhia.
20. **Da resposta da companhia.** A companhia também inicia sua resposta relatando os eventos que antecederam a aquisição do controle da Cemar por parte da SVM.
21. De acordo com as informações prestadas pelo Diretor de Relações com Investidores da Cemar, a capitalização do crédito detido pela Brisk foi uma exigência da ANEEL, como evidenciado na Nota Técnica nº 18/2004 SFF/ANEEL. E além da capitalização do crédito, deveria haver um aumento do capital social da Cemar, em dinheiro, no valor de R\$30 milhões.
22. Tais condições, bem como a renegociação de dívidas com credores privados, não teriam sido, portanto, imposições feitas pela SVM. Antes o inverso: se alguém fez imposições, este alguém teria sido a ANEEL, não a SVM, que somente as teria obedecido e justamente por isso a sua proposta pelo controle da Cemar foi aceita.
23. A companhia passa então a replicar as reclamações dos minoritários.
24. Com relação ao preço pago pela Cemar (cerca de R\$4,00), alega-se que era conseqüência de diversos fatores negativos envolvendo a companhia (i) patrimônio líquido negativo, (ii) intervenção do órgão regulador, (iii) ausência de perspectiva de rentabilidade e (iv) a quase ausência de cotação em bolsa ou mercado de balcão para ações de sua emissão.
25. Se outro fosse o valor das ações de controle da Cemar, provavelmente o antigo controlador não as teria vendido pelo preço que vendeu.
26. Mas, ainda de acordo com a companhia, isto não quer dizer que o crédito da Brisk em face da Cemar passasse a ter aquele mesmo valor. O valor do mútuo é a quantia combinada entre as partes, constantes das demonstrações financeiras elaboradas pela própria Cemar e referendadas pelos auditores independentes. Por essa razão, aliás, a avaliação por três peritos seria desnecessária.
27. Não é porque a Brisk foi comprada por R\$1,00 que deveria capitalizar seu crédito em face da Cemar por esse mesmo R\$1,00. Tanto assim que outros credores que também converteram seus créditos em face da Cemar o fizeram pelo valor "efetivo", não pelo valor simbólico.
28. A companhia alega que a capitalização do crédito foi benéfica para a companhia, porque representou uma alternativa à cobrança desta quantia.
29. Alega-se, ainda, que não há de se falar em isonomia no processo de renegociação de dívidas. Cada negociação envolve suas peculiaridades: os que sofreram maior deságio foram compensados pelo recebimento praticamente à vista; os que optaram pela conversão dos créditos em ações sofreram deságio menor.
30. Quanto aos alegados conflitos de interesses, a companhia diz que a discussão sobre eventual proibição do voto é totalmente desnecessária porque a companhia não aprovou nenhum laudo e nem precisaria tê-lo feito, já que os laudos não eram imprescindíveis e só foram produzidos para dar maior transparência ao processo de aumento do capital social.
31. No que tange ao preço de emissão das ações, alega-se que sua fixação observou todas as formalidades exigidas pela lei, obtendo inclusive opinião unanimemente favorável do conselho fiscal e aprovação em assembléia por larga margem do capital social votante.
32. Além disto, este preço teria sido fixado com base nos estudos técnicos encomendados pela SVM. E ao contrário do que sustentam os minoritários, estes estudos não teriam negligenciado a perspectiva de rentabilidade da Cemar. Ocorre que a perspectiva de rentabilidade estava atrelada à concretização da reestruturação da companhia, de forma que não seria lógico nem viável que a elaboração do laudo, ao mesmo tempo em que constatava as dificuldades da companhia, já assumisse por premissa que tais problemas seriam sanados.
33. Por fim, a companhia ressalta que não cabe aos minoritários questionar o preço de emissão ou a diluição, pois a lei admite a diluição, desde que seja no interesse social, como teria ocorrido no caso.
34. **Da manifestação da SEP.** A SEP, em essência, aderiu às razões apresentadas pela companhia, mas fez alguns acréscimos e ressalvas.
35. A SEP entendeu que a reestruturação não só ocorreu no interesse da companhia como foi essencial para evitar que os acionistas minoritários se tornassem "sócios de uma companhia com patrimônio líquido negativo mais acentuado, um amontoado de dívidas onerosas".
36. Para embasar esta conclusão, a área técnica recorre a alguns dados extraídos das demonstrações financeiras da companhia relativas ao exercício de 2003: a Cemar encontrava-se em situação de passivo descoberto no valor de R\$146.526 mil; o serviço de dívida havia ocasionado um efeito líquido no resultado de R\$98.666 mil; os próprios auditores independentes já haviam enfatizado o risco de descontinuidade operacional da companhia.
37. Já a análise da ITR de 31.03.2005 revelava um quadro mais benéfico da companhia: lucro no primeiro trimestre de R\$ 14.576 mil; redução de quase 50% no serviço da dívida em relação ao trimestre anterior; patrimônio líquido positivo de R\$169.817 mil.
38. Diante disto, não haveria que se falar em abuso de poder de controle.
39. A área técnica afirmou que a CVM não tem competência legal para entrar no mérito do preço de venda do controle acionário da Cemar, sobretudo porque o preço foi fixado entre partes não relacionadas, independentes e sem relação de preponderância ou poder de uma sobre a outra.

40. Similarmente, a área técnica disse que não cabe a esta autarquia ser o fiel da balança em processos de fixação de preços para fins de subscrição. Cabe-lhe apenas assegurar a totalidade, suficiência, qualidade e oportunidade da informação a ser prestada.
41. Discordando da companhia, a SEP entende que cabe sim aos minoritários discutir o preço de emissão das ações, mas o foro para este tipo de controvérsia não é a CVM, e sim o Judiciário.
42. Quanto à avaliação dos créditos capitalizados, a SEP partilha do entendimento da companhia, logo considera desnecessária tal avaliação uma vez que os créditos já estavam contabilizados e auditados no balanço da Cemar.
43. Tampouco se poderia cogitar a existência de qualquer conflito de interesses entre a Brisk e a Cemar ao optarem por capitalizar o crédito. Ao inverso, haveria aí um certo alinhamento de interesses. Além disto, a capitalização era uma preocupação expressa da ANEEL e, caso ela não viesse a ocorrer, talvez restasse impossibilitada a reestruturação da Cemar.
44. **Do recurso dos minoritários.** Os minoritários interpõem recurso pretendendo que a decisão da SEP seja integralmente reformada.
45. Os recorrentes esclarecem que não questionam e jamais questionaram a necessidade de a companhia passar por uma reestruturação financeira, mas tal reestruturação não autoriza o descumprimento dos ditames da Lei das S.A.
46. Reitera-se o argumento da impossibilidade de capitalizar por R\$74.000 mil o crédito adquirido por R\$1,00. Ao ver dos recorrentes, se o valor das ações (nas quais estaria embutido o crédito) era de R\$1,00, ou ele deveria ser capitalizado por este valor, ou poderia ser adquirido, também por este valor, pela própria Cemar.
47. Quanto ao preço de emissão das ações, os minoritários esclarecem que jamais solicitaram que a CVM entrasse no mérito da fixação deste preço. A única questão que se coloca perante esta autarquia é: a definição do preço desobedeceu ao art. 170, §7º, da Lei 6.404/76 por ter se baseado em premissas econômicas já superadas em razão de eventos societários mais recentes e relevantes.
48. No mais, os recorrentes reiteram sem acréscimos seus argumentos já apresentados e advertem a CVM quanto ao precedente perigoso que se poderia criar se prevalecessem os argumentos da Cemar.
49. **Da nova manifestação da SEP.** Considerando não haver novos fatos que justificassem a alteração de sua posição, a SEP manteve a mesma decisão anterior.
50. **Da nova manifestação da Cemar.** Tendo tomado conhecimento do recurso dos minoritários, a companhia apresentou novas considerações.
51. A companhia basicamente reproduz as razões de sua réplica, dando ênfase aos seguintes aspectos:
52. É impossível estabelecer a relação de absoluta identidade entre os créditos da Brisk em face da Cemar e o próprio controle da Cemar.
53. Ainda que, de fato, os credores de uma companhia em dificuldades possam vir a amargar a perda do crédito contra a companhia caso sobrevenha sua falência, isto não quer dizer que o valor de tais créditos passe a corresponder ao que vale o controle desta companhia.
54. Assim, não há como pretender que a Brisk e os demais credores da Cemar abram mão de seus créditos só porque resolveram utilizá-los para a subscrição de aumento do capital social.
55. Quanto à avaliação do mútuo, esta é desnecessária, porque já foi objeto de apreciação pela própria companhia. E, ademais, não são apenas os créditos do controlador que estão nesta situação: as dívidas detidas pelos demais credores que, assim como a Brisk, optaram pela capitalização receberam tratamento análogo.
56. No que diz respeito à fixação do preço de emissão das ações, trata-se de matéria sujeita à análise discricionária da administração e que só encontra limites nos parâmetros do artigo 170, §1º, da Lei das Sociedades Anônimas, parâmetros estes a serem observados alternativa ou conjuntamente.
57. Desta forma, não cabe aos minoritários questionar o preço de emissão das ações, mas ainda que lhes fosse permitido este tipo de questionamento, nem assim seu pleito mereceria ser acolhido, pois o preço fixado foi justo.
58. É o Relatório.

Fundamentos

59. A meu ver, parte do pedido formulado pelos minoritários não deve prosperar. Comentarei adiante as razões que me levam a esta conclusão, embora pretenda fazê-lo de forma sucinta, uma vez que há muito pouco a acrescentar às ponderações bem elaboradas pelas partes.
- I – Quanto ao valor da alienação de controle**
60. A aquisição do controle acionário de uma companhia é uma transação privada entre as partes, de forma que nem o adquirente nem o alienante estão obrigados a observar qualquer parâmetro ao estabelecerem o preço desta transação.
 61. Mas é razoável imaginar que, por razões econômicas, o adquirente do controle acionário de uma determinada companhia pague por ela um preço que reflita o valor de seus ativos, inclusive o valor dos créditos que a companhia eventualmente possua em face de suas controladas.
 62. Em todas as suas manifestações, os minoritários fazem um grande esforço para demonstrar e enfatizar este ponto, porque desta premissa decorreria a conclusão a que pretendem chegar: como o valor do crédito da Brisk em face da Cemar estaria embutido no R\$1,00 que a SVM pagou pelo controle da Brisk, a capitalização de tal crédito também estaria limitada a R\$1,00.
 63. De fato, a premissa dos reclamantes está absolutamente correta. No entanto, não conduz à consequência postulada.
 64. Tudo indica que o valor dos créditos da Brisk foi, sim, levado em consideração na fixação do preço de venda das ações de seu capital social. Ou seja: quando a SVM pagou R\$1,00 pela Brisk, muito provavelmente já levava em consideração que o crédito de R\$74.000.000,00 não teria condições de ser cobrado e deveria ser capitalizado.
65. Assim, o valor do crédito "no mercado", em função das peculiaridades do devedor, provavelmente seria cerca de R\$1,00 (1). Até aqui parecem ter concordado os minoritários (conforme item 21 do recurso).

66. A questão só se torna controvertida quando os minoritários sugerem que, por ter valor "de mercado" de R\$1,00, o crédito também deveria ter sido utilizado no aumento de capital nesta mesma importância, isto é, R\$1,00, e não por seu valor original, R\$74.000.000,00.
67. Este raciocínio está equivocado. O valor "de mercado" do crédito é determinado, dentre outros fatores, pelas dificuldades financeiras do devedor. Se um crédito de dezenas de milhões de reais restou reduzido a apenas um real, é porque a chance de recebimento da quantia original é praticamente nula.
68. Mas isto não quer dizer que o montante original da dívida não seja mais exigível de seu devedor. Em outras palavras: não é porque um terceiro eventualmente pagaria menos por um crédito em face da companhia, que este crédito não possa ser dela exigido por seu valor integral.
69. Tanto é assim que os próprios minoritários indicam que o controlador poderia cobrar o crédito. Ora, se poderia cobrar, por que não poderia utilizá-lo para subscrever aumento de capital?
70. Pensar de outro modo acabaria por levar à conclusão de que todos os demais credores que converteram seus créditos em ações – não apenas o controlador – teriam praticado abusos contra a companhia. Afinal, estes credores também tinham créditos da ordem de milhões de reais e nem por isso aceitaram a conversão pelo valor simbólico.
71. Tampouco se poderia cogitar, como aparentemente o fazem os minoritários, que a Brisk, por ter passado ao controle de um grupo que pretendia investir na Cemar, devesse abrir mão de seus créditos em face desta companhia.
72. Em primeiro lugar, nada a obrigava a tanto. Em segundo lugar, a capitalização, ao invés da cobrança, parece ter sido uma medida extremamente alinhada com o interesse social, já que desobrigava a Cemar de arcar com um pagamento que talvez não pudesse adimplir. Não seria por outra razão, aliás, que a própria ANEEL teria recomendado a capitalização deste crédito.
73. Portanto, não há qualquer indício de irregularidade quanto à capitalização do crédito em si. Mas o que pode ser questionado – e o que será analisado mais adiante – é se houve tratamento não equitativo entre o crédito da controladora e o dos demais credores.

II - Incorporação de Bens – Laudo de Avaliação do art. 8º. Desnecessidade quando se trata de crédito detido em face da própria companhia

74. A meu ver, o crédito só precisa passar pelo processo de avaliação de bens descrito no art. 8º da Lei 6.404/76 quando existem dúvidas sobre sua certeza, liquidez e exigibilidade, o que não é o caso do crédito detido em face da própria companhia, reconhecido nas demonstrações financeiras elaboradas por seus administradores e ratificado pelos auditores independentes.
75. A subscrição através de crédito desta natureza equipara-se à subscrição em dinheiro, até porque o dinheiro já existia e estava "dentro" da companhia.
76. Além disto, a eventual avaliação do crédito só poderia vir a refletir seu valor "de mercado". Mas, como já exposto, este não é um parâmetro relevante, pois a Cemar, como devedora que era, estava obrigada a pagar o valor "nominal" da dívida, não o valor "de mercado".

III - Laudo de viabilidade econômica para fixação do preço de emissão de ações. Necessidade de atualização

77. Os minoritários também se insurgem contra o preço de emissão das ações no referido aumento de capital. Tal preço, segundo alegam, teria sido baixo por não levar em consideração as perspectivas de rentabilidade da companhia. Acrescentam, ainda, que os laudos que dariam embasamento ao preço simbólico de R\$0,01 por lote de mil foram elaborados antes de iniciado o processo de reestruturação da Cemar e que, depois de então, justamente por conta desta reengenharia social, a situação da Cemar se alterou substancialmente.
78. Neste ponto, os minoritários têm absoluta razão. Uma vez que as ações da Cemar não tinham cotação em bolsa de valores ou mercado de balcão, impunha-se que fosse observado o critério de perspectiva de rentabilidade da companhia, o que acarretava a necessidade de produção de laudo técnico, como de fato foi feito.
79. No entanto, estes laudos tinham por data-base o dia 31.12.03 e expressamente afirmavam que não seriam atualizados a partir de então. Conseqüentemente, deixaram de ser captadas as mudanças substanciais nas perspectivas da companhia, mudanças estas fruto da própria reestruturação pela qual a Cemar vinha passando. Assim, o laudo tornou-se defasado.
80. Para que atendessem os fins a que se propôs, o laudo deveria ter sido atualizado e tomado por pressuposto a concretização das renegociações com os credores, o que alteraria, como de fato alterou, os números utilizados na análise técnica.
81. Por fim, de forma a não dar espaço a qualquer dúvida, esclareça-se que não se questiona o preço em si, se é alto, baixo ou razoável. O que se constata é que, aparentemente, o critério definido no art. 170, §1º, I, da Lei 6.404/76 não foi atendido por ter se baseado em dados ultrapassados.
82. Tais fatos, portanto, recomendam a abertura de processo administrativo para apurar o eventual responsável e beneficiário pela possível infração ao art. 170 da Lei das S.A.

IV - Dos conflitos de interesses da Brisk (art. 115) e dos administradores da Cemar (art. 245)

83. Os minoritários sugerem que, por ter pago pelos laudos que embasaram o preço de emissão das ações, o controlador estaria impedido de votar (art. 115, §1º, da Lei 6.404/76) na assembléia que deliberou o aumento de capital.
84. Creio que há, sim, conflitos de interesses no caso em estudo, mas não exatamente o conflito argüido pelos minoritários. Os conflitos existentes envolvem os administradores da Cemar e a Brisk, enquanto acionista controladora, ambos preterindo os interesses da própria Cemar.
85. O conflito com relação aos administradores da Cemar pode ter ocorrido quando estes renegociaram os créditos da Brisk, sua controladora.
86. Foram aplicadas aos credores da companhia taxas diferenciadas de deságio, de forma que, enquanto os créditos da Brisk sofreram apenas 7% de desvalorização, reduzindo-se aproximadamente de R\$74.000 mil para R\$69.000 mil, outros credores sofreram deságios de até 69%.
87. A companhia se defende aduzindo que cada processo de negociação tem suas peculiaridades, as quais justificam as diferenças entre os credores. Nisto, está absolutamente correta.
88. Mas a explicação é insuficiente. Da leitura da ata da AGE que deliberou o aumento de capital, infere-se que, mesmo entre os acionistas que converteram seus créditos em ações, nem todos sofreram a mesma taxa de deságio.
89. Nenhum outro credor atingiu os mesmos 7% da Brisk. O deságio sofrido pelos demais credores que capitalizaram seus créditos atingiu

patamares superiores a 10%, sem que tenha sido possível extrair do processo nenhuma justificativa para esta diferença.

90. Desta forma, creio que os administradores da Cemar possam ter favorecido os interesses da Brisk, violando assim o art. 245 da Lei 6.404/76.
91. Além disto, há ainda outra hipótese de conflito de interesses, o conflito da própria Brisk, como acionista, ao ratificar na AGE o percentual do deságio que ela teria dado a si própria.
92. Neste caso, o dispositivo possivelmente violado seria o art. 115, §1º, do mesmo diploma legal.

Conclusões

93. O crédito devido em face da companhia e por ela reconhecido em suas demonstrações financeiras como líquido, certo e exigível não precisa se submeter a avaliação por peritos, como prescreve o art. 8º da Lei 6.404/76.
94. A razão pela qual não se cogita da avaliação é que seu valor já foi repassado à companhia e, portanto, é plenamente conhecido: é o montante original da dívida, pelo qual ela seria paga, não se devendo cogitar do valor de "mercado" do crédito.
95. Desta forma, não há dúvidas, nem necessidade de maiores investigações quanto à possibilidade de capitalização do crédito e quanto à desnecessidade de sua avaliação por peritos.
96. De outro lado, creio que há indícios da ocorrência das seguintes irregularidades:
 - a. fixação do preço de emissão das ações em desobediência ao disposto no art. 170, uma vez que baseado em dados ultrapassados;
 - b. favorecimento da Brisk na renegociação dos créditos devidos em face da Cemar;
 - c. voto da Brisk em situação de conflito de interesses ao ratificar o tratamento favorecido que seus créditos haviam recebido em relação aos demais credores.
97. Diante do exposto, **VOTO** pela reforma parcial da decisão da SEP, propondo a abertura de processo administrativo para apurar os indícios de irregularidades acima listados.

Rio de Janeiro, 27 de dezembro de 2005.

NORMA JONSSSEN PARENTE

DIRETORA-RELATORA

[\(1\)](#) Na verdade, o valor de R\$1,00 não refletia apenas o valor do crédito da Brisk em face da Cemar, mas todas as circunstâncias que revestiam a aquisição do controle da Cemar por parte da SVM, inclusive a necessidade de capitalização da companhia, em dinheiro, no valor de R\$ 30 milhões.