

Recorrente: Santa Fé Aquarius Fundo de Investimentos Multimercado

Assunto: Legalidade da fixação de preço de emissão único para ações de espécies distintas e suficiência das justificativas apresentadas.

Diretor Relator: Otavio Yazbek

Relatório

I. Objeto

1. Trata-se de recurso protocolado por Santa Fé Aquarius Fundo de Investimentos Multimercado ("Santa Fé" ou "Recorrente"), na qualidade de acionista do Banco Bradesco S. A. ("Bradesco" ou "Companhia"), em face de decisão da Superintendência de Relações com Empresas ("SEP") acerca de suposta violação ao art. 170, §§ 1º e 7º, da Lei 6.404, de 15.12.1976^[1].

II. Fatos

2. Em 22.11.2010, o Bradesco publicou fato relevante informando que o seu conselho de administração havia decidido convocar assembleia geral extraordinária, a realizar-se em 17.12.2010, com o objetivo de deliberar sobre um aumento do capital social da Companhia. O referido aumento de capital dar-se-ia por subscrição particular dos acionistas e alcançaria o valor de R\$ 1,5 bilhão mediante a emissão de 31.172.072 ações ordinárias e o mesmo número de ações preferenciais, ambas ao preço de emissão de R\$ 24,06 por ação ("Aumento de Capital").
3. O preço de emissão de R\$ 24,06 foi fixado com deságio de 20% sobre o valor médio das cotações das ações ordinárias (R\$ 26,36 por ação) e das preferenciais (R\$ 33,79 por ação) no período de 23.8.2010 a 18.11.2010, ponderadas pelo número de negócios de cada pregão.
4. Em 6.12.2010, o Santa Fé protocolou na CVM pedido de interrupção do prazo de antecedência da convocação da assembleia geral extraordinária marcada para o dia 17.12.2010, alegando essencialmente que a fixação de preço de emissão único para as duas espécies de ações era ilegal. Ao analisar o pleito, a SEP, por meio do RA/CVM/SEP/GEA-3/n.º 119/10, entendeu que o "*preço único de emissão ocasiona um tratamento não equitativo entre os acionistas ordinários e preferencialistas*" e "*foi fixado sem atender ao disposto no art. 170, §§1º e 7º, da Lei nº 6.404/76*". Assim, propôs ao "*Colegiado o indeferimento do pedido [de interrupção] apresentado, tendo em vista ser possível manifestar a opinião da CVM antes da data marcada para a realização da AGE*".
5. O Colegiado, em reunião do dia 16.12.2010, decidiu pelo indeferimento do pleito, sob o argumento de "*que a formação de convicção suficiente sobre a ilegalidade da proposta dependeria de apuração que, neste caso, se considerou impossível dentro do exíguo prazo de 15 dias estabelecido no inciso II do § 5º do art. 124 da LSA, devendo, ao reverso, tal apuração ser realizada mediante procedimento investigativo próprio*".
6. Em 17.12.2010, a assembleia geral extraordinária do Bradesco deliberou, por maioria, a realização do Aumento de Capital.

III. Autuação

7. Tendo em vista a referida decisão do Colegiado, a SEP deu seguimento à apuração das irregularidades relacionadas ao Aumento de Capital.

III.A. Manifestação da Companhia

8. Em aditamento às manifestações encaminhadas à SEP^[2], o Bradesco, em expediente protocolado em 2.2.2011, depois de destacar que a própria SEP^[3] reconheceu que não existe nenhum dispositivo legal ou regulamentar que determine a utilização de preços de emissão diferenciados para as ações ordinárias e preferenciais, passou a discorrer sobre o que entende ser a correta interpretação do Parecer de Orientação CVM n.º 5, de 3.12.1979. A este respeito, aduziu que:
 - i. em processos de aumento de capital envolvendo duas espécies de ação, a regra geral consiste na fixação de um único preço de emissão, constituindo a adoção de preços de emissão diferenciados uma alternativa, de caráter excepcional, que somente poderia ser utilizada quando perfeitamente caracterizados os requisitos previstos no Parecer de Orientação CVM n.º 5/1979;
 - ii. esses requisitos, previstos no mencionado parecer, seriam os seguintes: (iii.a) as diversas espécies ou classes de ação apresentarem não só valor de mercado significativamente díspares, mas,

- também, relevantes índices de negociabilidade; e (iii.b) a adoção de preço de emissão único provocar um risco à viabilização da capitalização da companhia[4]; e que
- iii. ao contrário do que sustenta a SEP, o Parecer de Orientação n.º 5/1979 parte da premissa de que os preços de emissão diferenciados, e não o preço de emissão único, é que podem prejudicar os detentores da espécie ou classe de ações com valor de mercado mais alto[5].
9. Especificamente em relação ao Aumento de Capital, a Companhia argumentou que, embora a sua administração tenha cogitado a fixação de preços de emissão distintos, a conclusão a que se chegou, à luz do Parecer de Orientação CVM n.º 5/1979, foi a de que a utilização de um único preço de emissão era o procedimento mais correto, principalmente porque:
- i. dispositivos legais[6] e regulamentares[7] indicavam que as ações ordinárias da Companhia, ainda que integrantes do IBrX-100, não apresentavam o requisito de "liquidez significativa";
 - ii. por ser inferior à cotação das duas espécies de ações, o preço de emissão único não inviabilizaria a subscrição das novas ações pelos titulares de ações ordinárias e de ações preferenciais, preservando o interesse da Companhia no sucesso da operação;
 - iii. a adoção de preços de emissão distintos resultaria, necessariamente, em um preço de emissão para as ações ordinárias inferior ao correspondente às ações preferenciais, o que tenderia a beneficiar os acionistas controladores do Bradesco (em detrimento dos preferencialistas);
 - iv. o tratamento não equitativo vislumbrado pela SEP, sobretudo em função de o deságio das ações preferenciais ter sido significativamente superior ao das ordinárias, afetaria principalmente o acionista que pretendesse alienar seu direito de subscrição. Entretanto, seria imperioso assentar que o processo de fixação do preço de emissão não tem o objetivo de igualar os lucros potenciais dos acionistas com a venda dos direitos de subscrição;
 - v. ademais, a suposta vantagem dos preferencialistas no momento da venda de seus direitos de subscrição, em contraposição aos ordinaristas na mesma situação, justificar-se-ia pelo fato de os preferencialistas, quando da aquisição de suas ações, também pagarem um "ágio" superior ao pago pelos titulares de ações ordinárias; e porque
 - vi. de forma diametralmente oposta ao que sustenta a SEP, o que promoveria tratamento não equitativo entre os acionistas de uma companhia seria a fixação de preço de emissão diferenciado, com deságio igual em relação à cotação de mercado de cada espécie ou classe de ação[8].
10. A fim de rebater o argumento da SEP de que seria incoerente a utilização também da cotação das ações ordinárias para compor o preço de emissão único (uma vez que, na opinião da Companhia, apenas as ações preferenciais apresentavam liquidez significativa), a Companhia justificou-se alegando que "a utilização exclusiva da cotação das ações preferenciais resultaria em um preço superior ao valor de cotação das ações ordinárias, o que desestimularia a subscrição das ações desta espécie"[9].
11. Para o Bradesco, em razão da discricionariedade da administração no exercício do poder de fixação do preço de emissão, já reconhecida pela doutrina[10] e pela própria CVM[11], mesmo que se admitisse que o Aumento de Capital apresentava todos os requisitos do mencionado Parecer de Orientação, "a fixação de preços distintos não constituiria procedimento obrigatório, mas uma alternativa que a Companhia, no exercício de seu poder discricionário, ao deliberar sobre a matéria, poderia eventualmente adotar".
12. Em seguida, a Companhia procurou demonstrar a inexistência de violação ao § 7º do art. 170 da Lei n.º 6.404/1976, tendo argumentado, com base na proposta do conselho de administração, divulgada em 22.11.2010, que:
- i. o preço de emissão foi calculado "com base no critério de cotação das ações de emissão do Bradesco na BM&FBOVESPA, utilizando-se 'o valor médio ponderado das cotações das ações ordinárias (R\$ 26,36 por ação) e preferenciais (R\$ 33,79 por ação), no período de 23.8 a 18.11.2010' e aplicando-se, sobre tal valor médio, um deságio de 20%";
 - ii. "o referido deságio, que é expressamente admitido pelo art. 170, § 1º, inciso III, da Lei das S.A., fundamentou-se 'na volatilidade do mercado brasileiro e visou a estimular a adesão de todos os acionistas na subscrição dos seus direitos'" e a "conferir margem para o normal desenvolvimento da operação";
 - iii. "o RA/CVM/SEP/GEA-3/Nº119/10 expressamente reconheceu que os documentos divulgados ao mercado pelo Bradesco esclareciam de forma adequada os critérios utilizados para a fixação do preço de emissão";
 - iv. a adoção do valor de mercado das ações como critério para fixação do preço de emissão justifica-se pelo alto índice de negociabilidade das ações do Bradesco em circulação, especialmente em relação às ações preferenciais; e que
 - v. conforme decisão do Colegiado da CVM[12], a melhor forma de se cumprir a regra do § 7º do art. 170 da lei acionária, quando da utilização do critério do valor de mercado, é informar o número de pregões utilizado para a definição do preço, o que foi feito pelo Bradesco.
13. Ainda segundo a Companhia, o elevado percentual de exercício do direito de preferência por parte dos

acionistas do Bradesco verificado em aumentos de capital realizados em 2004, em 2006 e 2008 demonstraria que:

- i. os critérios adotados pela Companhia para balizar a fixação do preço de emissão são amplamente aceitos pela sua base acionária, inclusive por aqueles acionistas que, para a SEP, seriam os prejudicados; e que
 - ii. o suposto tratamento não equitativo apontado pela SEP atingiria uma parcela muito pequena dos acionistas da Companhia.
14. Ademais, o Bradesco alegou que guiou sua conduta no entendimento consubstanciado no Parecer de Orientação CVM n.º 5/1979, motivo pelo qual não pode ser acusado de qualquer irregularidade pela SEP, ainda que esta, hoje, tenha interpretação oposta àquela exarada no referido ato normativo.
15. A Companhia também argumentou que não se justificaria a instauração de processo administrativo sancionador em face de seus administradores, visto que estes apenas formularam uma proposta de preço de emissão e a submeteram à aprovação dos acionistas da Companhia. Esta proposta, aliás, teria sido aprovada por assembleia geral extraordinária, que contou com a presença de 36,54% do total de ações ordinárias em circulação do mercado^[13].
16. Ao fim, e ao considerar que o Aumento de Capital teria sido aprovado mesmo sem a participação do controlador, o Bradesco alegou, invocando entendimento desta autarquia relacionado a reorganizações societárias^[14], que o preço de emissão único teria sido legitimado pela assembleia que aprovou o Aumento de Capital.

III.B Entendimento da SEP

17. Em 16.12.2011, a SEP analisou, por meio do RA/CVM/GEA-3/n.º 050/11, a adequação do preço de emissão do Aumento de Capital ao disposto no art. 170 da Lei n.º 6.404/1976 (fls. 126-174).
18. Para a SEP, o cálculo do preço de emissão de ações de qualquer companhia, conforme explicitado na Exposição de Motivos da Lei n.º 6.404/1976^[15], deve ser regido pelo conceito de "valor econômico", cuja compatibilidade com os três critérios admitidos em lei para a fixação do preço de emissão "*deverá ser verificada in casu, a depender das inúmeras situações de fato das diferentes sociedades emissoras, e de seus valores mobiliários*".
19. Nesse sentido, a SEP lembrou que o Parecer de Orientação CVM n.º 1, de 27.9.1978, já consignara o entendimento da CVM de que "*num mercado de valores mobiliários desenvolvido e eficiente, ou seja, naquele presidido por um amplo e eficaz sistema de informações 'Companhia-público-investidor', e no qual determinada ação possua um alto índice de negociabilidade, o parâmetro 'cotação da ação' realmente assumirá uma prevalência praticamente total sobre os demais parâmetros*".
20. Ainda segundo a SEP, apenas em situações excepcionais em que se cogita a inviabilidade da colocação das ações pela sua cotação em mercado é que seriam admitidos preços de emissão inferiores ao valor econômico e, mesmo assim, desde que fossem apresentadas justificativas razoáveis para o deságio.
21. Para enfrentar especificamente as questões relacionadas à fixação do preço de emissão de ações de companhia que possui mais de uma espécie ou classe de ações, a SEP fez as seguintes considerações a respeito da interpretação do Parecer de Orientação CVM n.º 5/1979:
- i. tanto este parecer, como o Parecer de Orientação CVM n.º 1/1978 foram editados em um contexto histórico e mercadológico radicalmente distinto do vigente nos dias atuais, sobretudo no que diz respeito à eficiência do sistema de formação de preços dos ativos negociados em bolsa;
 - ii. o trecho do referido parecer que diz que "*quando emitidas ações de diversas espécies, classes e/ou formas, a regra geral é a do estabelecimento de um único preço [de emissão] para todas as ações*" se justifica, de acordo com o mesmo documento, pelo fato de que, entre os três critérios previstos no § 1º do art. 170 da Lei n.º 6.404/1976, a utilização isolada do valor do patrimônio líquido ou da perspectiva de rentabilidade da companhia resulta sempre em um único preço de emissão, independentemente da existência de espécies ou classes de ações distintas;
 - iii. entretanto, o referido parecer assevera que a "*observância [concomitante] dos três parâmetros enunciados pelo § 1º do art. 170 da Lei 6.404/76 acarretará sempre uma diversidade de preços de emissão se diversos forem os tipos de ações a serem emitidas por uma companhia e diversas se apresentarem as respectivas cotações de tais tipos de ações*";
 - iv. ainda nos termos do parecer, a fixação de preço de emissão único "*acarretará: ora a inviabilidade de capitalização da companhia através do mercado (em virtude da não subscrição integral dos aumentos de capital); ora um elevado e ilógico custo de capital (quando colocada uma das espécies de ações por preço sensivelmente inferior ao da sua cotação); ora um injustificado abalo no patrimônio dos acionistas titulares das espécies de ações emitidas que vierem a ser colocadas a preço inferior ao valor de sua cotação*";
 - v. por outro lado, a fixação de preços de emissão diversos "*não inviabiliza a colocação das diferentes espécies ou classes, posto que o valor de emissão será compatível com seus respectivos valores de troca, e protege os antigos acionistas contra diluição injustificada, dado que a utilização de valor compatível com o valor econômico resguarda seu patrimônio real*";

- vi. assim, uma vez identificadas espécies ou classes de ações com cotações significativamente díspares entre si e com significativos índices de negociabilidade, a *"única interpretação possível para o termo 'cotação de suas ações' [da lei acionária] (...) é a de que haverá tantas cotações quantos diferentes tipos de ações negociadas, e cada valor de troca ensejará um diferente valor de emissão, para fins do atendimento ao art. 170, § 1º, da LSA"*.
22. A partir dessas considerações, o relatório de análise conclui pela aplicabilidade do Parecer de Orientação CVM n.º 5/1979 ao presente caso e, por via de consequência, pela ilegalidade do preço de emissão único, pois:
- de 23.8.2010 a 18.11.2010, mesmo período utilizado para a precificação do Aumento de Capital, as ações ordinárias do Bradesco foram negociadas, em média, 558 vezes por pregão, ao passo que as ações preferenciais foram negociadas 9.312 vezes por pregão, em média, sendo que as primeiras integravam o IBrX-100 e as segundas o Ibovespa, o IBrX-50 e o IBrX-100;
 - durante o mesmo intervalo de tempo, o valor médio de mercado das ações preferenciais (R\$ 33,72) da Companhia era 27,15% superior ao valor médio de mercado das ações ordinárias (R\$ 26,52);
 - constatadas a significativa liquidez e disparidade dos valores de mercado das ações do Bradesco, impunha-se a fixação de preços de emissão diferenciados. Todavia, a Companhia optou por estabelecer um preço único de R\$ 24,06, o que caracterizou um deságio em relação ao valor de mercado das ações ordinárias de 9,28% e, em relação à cotação das preferenciais, de 28,65%; e
 - "a utilização de dois deságios para as duas espécies só seria adequada se as condições de mercado, de que fala o art. 170, § 1º, III, da Lei, fossem também distintas para os dois tipos acionários"*. Do contrário, a fixação de deságios diferenciados implicaria tratamento não equitativo aos acionistas de uma mesma companhia.
23. Em seguida, a SEP passou a rebater os principais argumentos presentes na defesa do Bradesco. A área técnica considerou infundado o argumento de que as ações ordinárias da Companhia não apresentariam, para fins do Parecer de Orientação CVM n.º 5/1979, significativos índices de liquidez. Em primeiro lugar, a SEP apontou que este raciocínio conduziria à fixação de um preço de emissão baseado na cotação das ações preferenciais, supostamente as únicas com *"preço bem formado"*, e, no caso concreto, ter-se-ia verificado exatamente o oposto. Para a área técnica, *"a Companhia adotou preço de emissão próximo (abaixo) da cotação das suas ações ordinárias (menos líquidas) no Período, e muito inferior à cotação das ações preferenciais (mais líquidas). Tal postura, embora galgada na viabilização da colocação de ambas as espécies, terminou por subverter a lógica da fixação de preços"*.
24. Ademais, a SEP asseverou que *"basta que a ação apresente índice de negociabilidade não ínfimo, conforme conceituado no POCVM nº 5/1979, para que represente o melhor balizador do preço de emissão das ações novas. Não se exige que tal ação figure entre os 50 ou 60 papéis com mais negócios bursáteis; apenas que o número de transações com aquela ação seja tal que caracterize um preço que espelhe as expectativas de mercado, o que se presume sem dificuldade com as centenas de negócios diários de BBDC3"*. Trata-se, segundo a SEP, de situação bastante distinta daquelas disciplinadas pelo art. 137, II, da Lei n.º 6.404/1976 e pelo art. 11 da Instrução CVM n.º 319/1999, visto que o primeiro delimita *a priori* o exercício de um direito essencial (e, em razão disso, é conservador) e o segundo vem sendo relativizado pelo entendimento da CVM de que *"o conceito de liquidez não se deve limitar aos índices gerais representativos de carteira de ações admitidas à negociação em bolsa de futuro"*.
25. A SEP entendeu que também não merece prosperar o argumento de que os preços de emissão distintos causariam prejuízos aos acionistas preferencialistas, na medida em que os obrigaria a pagar *"valor maior"* em relação aos acionistas titulares de ações ordinárias. Segundo a área técnica, não teria fundamento *"o conceito de valor maior"*, pois, *"se as ações (...) são cotadas a R\$ 33,79, esse não é o 'valor maior', tampouco o 'valor menor', daquele papel; ele é o seu valor econômico, real, atestado pelas diversas forças de demanda e oferta que, constantemente, testam o valor de troca daquele valor mobiliário"*.
26. A área técnica entendeu descabida a alegação da Companhia de que a fixação de preços de emissão distintos geraria um *"ágio suplementar"* em benefício dos titulares de ações preferenciais. E isto porque (i) o *"ágio suplementar"* representa o sobrepreço da colocação das ações em relação ao seu valor nominal; (ii) o Bradesco não possui ações com valor nominal; e porque (iii) todos os recursos captados no aumento de capital seriam destinados ao capital social, sem qualquer menção à reserva legal.
27. Também se argumentou que a tentativa do Bradesco de associar o percentual de adesão ao aumento de capital à regularidade da operação ignora o fato de que a adesão decorre, principalmente, do tamanho do desconto do preço de emissão em relação ao valor de mercado da ação, e este deságio, por sua vez, quanto maior for, exige a emissão de um número maior de ações, acentuando a diluição do acionista que não subscreve ações e aumentando *"de forma ilógica"* o custo de capital da companhia.
28. A SEP considerou que o argumento do Bradesco de que o deságio fixado no Aumento de Capital tornou o direito de subscrição do acionista preferencialista mais valioso do que o do acionista ordinário tem como premissa a ideia de que o mercado de direitos de preferência pode ser um instrumento de proteção dos acionistas que não acompanham um aumento de capital. Para a SEP, contudo, à luz do § 1º do art. 170 da lei acionária, *"a negociação desses direitos não representa proteção adequada ao acionista antigo contra a diluição injustificada"*.
29. A respeito da alegada discricionariedade da administração no momento da determinação do preço de

emissão, a SEP pontuou que, tratando-se de ações significativamente líquidas, a "preponderância da adoção do valor de mercado implica, na prática, uma considerável redução no 'poder discricionário' do órgão que deliberou as condições do aumento de capital por subscrição particular. A 'cotação em bolsa' é, portanto, não o melhor, mas o único critério, e a 'discricionariedade' se dá por conta da eventual adoção de 'ágio' ou 'deságio', desde que, é claro, o desconto ou sobrepreço possua suporte fático – ou, nos termos do art. 170, § 1º, III, da LSA, se fundamente em 'condições de mercado' específicas". Ainda a esse respeito, a superintendência afirmou que "cada centavo a mais ou a menos em relação ao preço de bolsa deveria ser justificado, sob pena de transformar a discricionariedade administrativa em arbitrariedade administrativa".

30. Também foi descartado, pela SEP, o argumento da Companhia no sentido de que a aprovação do Aumento de Capital em assembleia geral extraordinária teria convalidado eventuais vícios, notadamente por serem os ordinaristas os únicos prejudicados com o preço de emissão único. Para a SEP, dentre todos os acionistas do Bradesco, os que efetivamente foram lesados pela diluição injustificada da sua participação foram os preferencialistas que não acompanharam o Aumento de Capital, do que decorre que a aprovação da operação pelos acionistas ordinaristas não tem o condão de afastar as irregularidades advindas relacionadas ao preço de emissão único.
31. Ante o exposto, a SEP considerou que os administradores do Bradesco que propuseram o Aumento de Capital (os membros do conselho de administração da Companhia que assinaram a proposta da administração) descumpriram o art. 170, §§ 1º e 7º, da Lei n.º 6.404/1976^[16], por fixarem o preço de emissão único em desacordo com o valor econômico das ações preferenciais do Bradesco, provocando a diluição injustificada dos preferencialistas que não acompanharam o Aumento de Capital, e por não terem justificado pormenorizadamente os aspectos econômicos que determinaram a fixação de preço de emissão único, aplicando-se deságio de 28,65% sobre o valor de mercado das ações preferenciais.
32. Não obstante todas estas considerações, a SEP entendeu que o Aumento de Capital parece não ter sido realizado com o intuito de favorecer ou prejudicar determinado grupo de acionistas, sobretudo em função de que:
 - i. ao tornar a subscrição de ações ordinárias mais cara, o preço de emissão adotado não beneficiou o acionista controlador. Ao contrário, prejudicou-o;
 - ii. a Companhia adotara preço de emissão único em três aumentos de capital pretéritos, "não havendo quaisquer indícios de que, naquelas ocasiões, tenha havido malversação na adoção do mesmo valor para ambas as espécies de ação"; e de que
 - iii. o Colegiado da CVM, ao tomar ciência do Aumento de Capital na véspera da realização da assembleia geral extraordinária de 17.12.2010, indeferiu o pleito de interrupção do prazo de convocação da assembleia, ressaltando que a formação de convicção suficiente sobre a ilegalidade do preço de emissão dependeria de apuração que excederia o prazo de quinze dias previsto na lei acionária.
33. Por essas razões, a SEP entendeu não ser necessária a instauração de procedimento de natureza sancionadora e propôs, nos termos do item II da Deliberação CVM n.º 542, de 9.7.2008^[17], o envio de ofício de alerta aos administradores do Bradesco que assinaram a proposta da administração para o Aumento de Capital.
34. Por meio do referido ofício de alerta (fls. 177-178), recebido pela Companhia em 28.12.2011, o Bradesco e seus administradores foram advertidos de que "em caso de nova inobservância do art 170 da Lei n.º 6.404/1976 a Superintendência de Relações com Empresas adotará procedimento de natureza sancionadora".

III.C. Recurso do Santa Fé

35. Em 20.1.2012, o Santa Fé apresentou recurso em face da decisão da SEP, propugnando pela anulação do ofício de alerta e pela posterior instauração de procedimento administrativo de cunho sancionador contra os administradores do Bradesco com base nos seguintes argumentos (fls. 198-214). Sobre o descabimento do ofício de alerta, argumentou que:
 - i. uma vez reconhecida a ilegalidade do Aumento de Capital, a SEP não tem poder discricionário para se abster de instaurar procedimento visando à punição dos responsáveis;
 - ii. a Deliberação CVM n.º 542/2008, que constitui exceção ao dever da CVM de sancionar os ilícitos praticados no mercado de capitais, não cuida de ilegalidades, mas de irregularidades;
 - iii. irregularidades são violações a normas dispositivas ou a regulamentos, ao passo que ilegalidades são violações de normas de ordem pública;
 - iv. por ofender a integridade do mercado de capitais e o direito de os acionista não serem diluídos, um dos princípios basilares da lei acionária, a ilegalidade cometida pelo Bradesco não se confundiria com meras irregularidades administrativas e não poderia, nessa medida, ser "perdoada" pela SEP;
 - v. o ofício de alerta não atendeu a dois pressupostos de aplicação da Deliberação CVM n.º 542/2008, quais sejam, a exigência de correção das irregularidades e a identificação dos prejuízos a serem cobertos, inviabilizando, assim, "o pedido de ressarcimento dos prejuízos pelos minoritários"; e
 - vi. como o ofício de alerta não foi publicado, em desobediência ao art. 37 da Constituição Federal, "não

há qualquer informação para o público", "o assunto está sem resposta" e "o investidor não sabe o que aconteceu".

36. Além disso, e mesmo que se aceite o cabimento do ofício de alerta, não haveria que se aceitar a boa-fé dos administradores do Bradesco, um vez que:
- i. a despeito de não se ter encontrado indícios da intenção da administração da Companhia de prejudicar ou de favorecer qualquer acionista em particular, eles decidiram levar adiante mesmo após terem sido advertidos diversas vezes pela CVM[18] a respeito da ilegalidade do preço de emissão proposto. Portanto, *"pode-se até admitir que a formatação da operação tenha sido realizada de boa-fé, mas o seu prosseguimento apesar de todo o questionamento que gerou só demonstra arrogância a e ausência de boa-fé"*;
 - ii. além disso, o elevado deságio existente no preço de subscrição das ações preferenciais, quando cotejado com o das ações ordinárias, já era, por si só, um evidente sinal da falta de equidade e de boa-fé do Aumento de Capital;
 - iii. os aumentos de capital realizados pelo Bradesco em 2004, 2006 e 2008 não podem ser comparados ao do presente caso, já que – como reconheceu a própria SEP – naqueles casos *"não se esteve diante de cotações tão díspares"*. E, ainda que tal comparação fosse possível, a atuação sancionadora da CVM se faria necessária, pois a *"adoção de procedimento anterior ilegal não gera um direito adquirido a permanecer em erro"*.
37. Ao fim, a Recorrente também acusou os administradores do Bradesco de violar o seu dever de diligência, principalmente porque:
- i. a despeito de todo o questionamento gerado, os administradores decidiram persistir não zelando para que fossem preservados os direitos dos acionistas ordinários; e porque
 - ii. *"Os administradores também não zelaram para que o valor correspondente ao deságio entrasse nos cofres da companhia e não beneficiasse, exclusivamente, os preferencialistas em detrimento do próprio Bradesco"*.

III.D. Manutenção do Entendimento da SEP

38. Em manifestação de 3.2.2012 (fls. 215-228), a SEP decidiu indeferir o recurso da Santa Fé, aduzindo o que se segue:
- i. a opção pelo envio do Ofício de Alerta à Companhia está dentro das prerrogativas conferidas à SEP pela Deliberação CVM n.º 542/2008, sem qualquer afronta ao art. 9º da Lei n.º 6.385, de 7.12.1976, inclusive porque, segundo o próprio Recorrente, o termo "irregularidade" *"é mais genérico, podendo, por isso mesmo, abranger infrações tanto às normas baixadas pela CVM, quanto à legislação"*;
 - ii. os diversos ofícios enviados pela SEP ao Bradesco que apontavam a ilegalidade do Aumento de Capital não foram suficientes para, na opinião da área técnica, caracterizar a má-fé na decisão dos administradores de prosseguir com a operação. E o fato de o Colegiado ter se manifestado sobre o assunto no dia anterior à assembleia não altera esta conclusão, uma vez que a manifestação deste órgão foi no sentido de que não era possível firmar um entendimento sobre a regularidade ou a irregularidade da operação;
 - iii. apesar de alegar que os fundamentos do Ofício de Alerta podem prejudicar o pedido de ressarcimento dos prejuízos dos minoritários, o Recorrente *"não trouxe à discussão prejuízos efetivamente sofridos, por ele ou por acionistas em situação análoga"*;
 - iv. a indicação de irregularidade a ser corrigida deverá ocorrer, nos termos da Deliberação CVM n.º 542/2008, sempre que for aplicável, e a SEP entende que tal indicação não se aplica ao Aumento de Capital; e
 - v. a respeito do pleito do Recorrente de que o Ofício de Alerta seja publicado, sob pena de se ferir a Constituição Federal, *"não há qualquer dispositivo que obrigue as Superintendências a darem, ou exigirem, publicidade dos termos do alerta"*.

IV. Memoriais

39. O Santa Fé protocolou na CVM, em 30.10.2012, um breve memorial, retomando, uma vez mais, o desacerto da opção pelo ofício de alerta e, em 1º.11.2012, um e-mail que, segundo ele, tornaria sem fundamento a alegação da SEP de que não havia sido trazido para discussão *"prejuízos efetivamente sofridos, por ele ou por acionistas em situação análoga"*. Este e-mail, enviado à CVM em 24.11.2010, daria notícia dos supostos prejuízos suportados pelos acionistas ordinários.
40. O Bradesco apresentou memorial, em 6.11.2012, reiterando os argumentos anteriores e fazendo algumas novas considerações, resumidas a seguir:
- i. a despeito de a SEP ter afirmado que a regra geral de se fixar um preço de emissão único, constante do Parecer de Orientação CVM n.º 5/1979, não ser mais aplicável em função do estágio de desenvolvimento do mercado de capitais, a verdade é que o parecer não estabelece qualquer relação entre a referida regra de precificação e o estágio de desenvolvimento do mercado à época de sua edição;

- ii. se a Companhia tivesse adotado preços de emissão distintos para as ações preferenciais e ordinárias, a quantidade total de novas ações emitidas seria superior àquela decorrente do Aumento de Capital, "resultando, conseqüentemente, em uma maior diluição de todos os acionistas da Companhia, inclusive dos detentores de preferenciais"[19]; e
- iii. ao contradizer-se em suas manifestações, ora concluindo que o Aumento de Capital teria sido prejudicial aos preferencialistas, ora vislumbrando uma vantagem a esses mesmos acionistas, a SEP acabou por reconhecer a controvérsia que cerca a matéria e confirmar que "não existe apenas um procedimento legalmente admissível para a fixação do preço de emissão de novas ações".

É o relatório.

Voto

1. O presente processo versa sobre (i) a adequação do preço de emissão das ações ordinárias e preferenciais do Bradesco deliberado pela sua assembleia geral extraordinária de 17.12.2010; e sobre (ii) a adequação do procedimento adotado pela SEP de emitir ofício de alerta, ao invés de instaurar processo administrativo sancionador.

I. Preço de Emissão

2. A controvérsia que se apresenta no presente caso pode ser resumida da seguinte forma: companhias com duas ou mais espécies ou classes de ações que realizem aumentos de capital podem fixar preços de emissão calculados a partir da média das cotações dessas duas ou mais espécies ou classes?
3. Para lidar com essa questão, entendo que será necessário explorar inicialmente aquela que parece ser, sob o ângulo dos acionistas, a matéria mais sensível e em torno da qual gira boa parte da disciplina legal dos aumentos de capital: a questão da diluição injustificada.
4. Ante as dificuldades conceituais trazidas pelo tema, entendo que é mais proveitoso, tendo em vista os limites deste voto, partir do reconhecimento de que a diluição sem causa usualmente se dá não só por meio de distorções no processo de formação do preço de emissão[20], mas também pela realização de aumentos de capital sem causa[21]. E a lei acionária estabelece distintos mecanismos de controle, incidentes sobre cada uma dessas possibilidades.
5. No caso específico do controle sobre o processo de formação de preços, a lei regula detalhadamente a fixação do preço atribuído às ações emitidas no âmbito do aumento de capital. O controle de legalidade se dá, portanto, na determinação do preço de emissão das ações, e o seu critério é o da observância do valor econômico, calculado conforme o § 1º do art. 170 e pormenorizadamente justificado, nos termos do § 7º do mesmo dispositivo.
6. Inicialmente deve-se frisar, como já o fez a doutrina[22], que a lei acionária não estabelece uma fórmula rígida para a fixação do preço de emissão. O que se depreende do texto legal é que o preço das novas ações deve ser estabelecido "*tendo em vista*" a perspectiva de rentabilidade da companhia, o valor do patrimônio líquido contábil da ação, a cotação das ações no mercado em que forem negociadas ou, ainda, uma combinação entre dois ou três desses valores[23].
7. A doutrina também reconhece, ante a locução "*tendo em vista*", que o poder de fixar o preço de emissão é um poder que se pode caracterizar como discricionário, cujo exercício deve obedecer ao interesse social. É F. K. Comparato quem afirma que aos órgãos responsáveis pela fixação do preço de emissão seria atribuído um poder dessa natureza, uma vez que a eles seria conferido "*uma certa latitude, (...) um perímetro decisório (...), um quadro de referências, dentro do qual pode ser determinado (...) [o] preço [de emissão], de acordo com as circunstâncias de cada caso concreto e em função do interesse societário dos minoritários*"[24].
8. Com base nesses elementos, pode-se descrever, ainda que de maneira um tanto esquemática, o processo de fixação do preço de emissão da seguinte forma: adota-se, como ponto de partida para a fixação do preço de emissão, o valor correspondente ao(s) critério(s) do § 1º do art. 170 que melhor atenda(m) ao interesse da companhia, utilizando-se, para tal escolha, fundamentos verdadeiros e consistentes acerca da situação da companhia, inclusive em face do setor em que atua.
9. Num segundo momento, o valor ou os valores eleitos devem ser ajustados às peculiaridades do caso concreto por meio de uma ponderação que considere, fundamentalmente, a potencial demanda pelas ações da companhia. Esta ponderação é igualmente discricionária e, como não poderia deixar de ser, deve ser sempre orientada pelo interesse social.
10. Aqui é importante abrir um parêntese para esclarecer o que se deve entender, especificamente no que diz respeito a esta matéria, pela referência ao interesse social. Sem prejuízo das difíceis discussões teóricas acerca do seu significado, o interesse social, no que tange à fixação do preço de emissão, corresponde ao maior valor que torne possível a subscrição do total das ações emitidas na operação, de forma que a companhia possa captar integralmente o montante que lhe é necessário. Em outras palavras, o interesse da companhia está, a rigor, em obter o menor custo de capital possível no seu financiamento via emissão de ações.
11. Esse raciocínio esclarece alguns aspectos do processo de fixação do preço de emissão em aumentos de capital. O primeiro é o de que esse poder discricionário na fixação do preço de emissão, exatamente porque não arbitrário, é passível de avaliação, seja pelo Poder Judiciário, seja pela CVM no caso das

companhias abertas[25].

12. O segundo – já passando para aquilo que está mais relacionado com o caso em questão – é o de que companhias com duas ou mais espécies ou classes de ações que venham a adotar o o valor de mercado como critério único necessariamente terão dois ou mais pontos de partida para a fixação do preço de emissão, ainda que o preço de emissão final possa não ser distinto.
13. O terceiro ponto a se destacar é o de que o preço de emissão pode ser fixado, ao cabo, abaixo dos valores previstos no § 1º do art. 170 da lei acionária, desde que a implementação do aumento de capital com a colocação do total das ações junto aos investidores assim o exija.
14. Mas – e é isto que importa mais diretamente para o presente caso –, uma vez definido que a cotação das ações será o único parâmetro a se considerar na fixação do preço de emissão (que é o caso do Aumento de Capital), eventuais discrepâncias (ou convergências) devem estar fundamentadas nas tais "*condições de mercado*". É dizer: nesse caso, e sob pena de se desconsiderar completamente o disposto na parte final do inciso III do § 1º do art. 170, aquele "*tendo em vista*" do § 1º deve ser concretizado exclusivamente com base nas "*condições de mercado*".
15. Ora, se a cotação sempre refletisse o preço pelo qual os investidores estão interessados em adquirir qualquer quantidade de ações, não haveria, em tese, necessidade de se fazer qualquer ajuste no preço de emissão que, nesse caso, seria idêntico ao valor da cotação em bolsa ou em mercado de balcão. No entanto, no mais das vezes, o valor da cotação não corresponde ao valor que os investidores estão dispostos a pagar pelas ações emitidas num aumento de capital, podendo-se cogitar de um ágio ou de um deságio a depender do grau de liquidez do papel e, ainda, da conjuntura positiva ou negativa pressionando o preço das ações, ou seja, de um ágio ou de um deságio conforme as "*condições de mercado*".
16. E, a meu ver, o preço de emissão das ações do Bradesco, porque não considerou as "*condições de mercado*", não foi adequadamente fixado. Não me refiro, aqui, à aplicação do deságio de 20% (que, a meu ver, está muito mais relacionada ao disposto no § 7º, que exige uma justificativa pormenorizada e que, aparentemente, está dentro do que se pratica), mas, simplesmente, à utilização da média entre o valor da cotação das ações ordinárias e o das ações preferenciais.
17. Com efeito, a média utilizada pelo Bradesco, mesmo que ponderada pelo número de negócios de cada pregão, não reflete as "*condições de mercado*" nem das suas ações ordinárias, nem das suas ações preferenciais, o que denota, a meu ver, que o preço de emissão do Aumento de Capital foi fixado em desacordo com a parte final do inciso III do § 1º do art. 170.
18. Isto não significa, porém, que os deságios aplicados a cada espécie de ações do Bradesco tenham que ser, necessariamente, os mesmos. Havendo "*condições de mercado*" diferentes para uma ou outra espécie, os correspondentes ágios ou deságios podem, pelo menos em tese, ser diferentes.
19. Mas, vale deixar destacado: como a administração do Bradesco julgou que o melhor critério para se definir o preço de emissão era o do inciso III do § 1º do art. 170, somente se as "*condições de mercado*" assim exigissem é que os deságios de uma e outra espécie deveriam ser diferentes e, como eu disse, a média utilizada no Aumento de Capital não me parece refletir as "*condições de mercado*" aplicáveis nem às ações ordinárias nem às ações preferenciais.
20. Por outro lado, não se deve ignorar que, em alguns casos, talvez não seja possível utilizar a cotação das diversas espécies e classes como parâmetro para a fixação do preço de emissão. Pode-se pensar, por exemplo, no caso de uma companhia só com uma espécie de ações líquidas[26]. Aqui, porém, a questão está na responsabilidade que incide quando da determinação de qual dos critérios legais deve ser utilizado ou, ainda, na determinação de como esse critério deve ser aplicado para além da classe ou da espécie líquida.
21. De qualquer forma, parece-me indiscutível que esse não era o caso das ações ordinárias e das ações preferenciais da companhia – ambas eram aparentemente líquidas, ainda que as preferenciais fossem sensivelmente mais que as ordinárias[27]. Aliás, se assim não fosse, por que se teria utilizado a cotação das ações ordinárias como um dos elementos da média cujo resultado representou o preço de emissão?[28]
22. É por tais motivos que acompanho a posição da área técnica sobre o descumprimento, pela companhia, do disposto no § 1º do art. 170 da lei acionária quando da fixação do preço de emissão do Aumento de Capital.
23. Ademais, considerando o que foi exposto acima e as informações prestadas pelo Bradesco na sua proposta, acredito que também o disposto no § 7º art. 170 não foi atendido pelo Bradesco, que, para resumir, não explicou pormenorizadamente como chegou ao deságio de 9,28% para as ações ordinárias e 28,65% para as preferenciais.

II. Ofício de Alerta

24. Contudo, como relatado, o objeto do presente recurso é mais amplo, e envolve também a análise do procedimento adotado pela SEP de emitir ofício de alerta, ao invés de instaurar processo administrativo sancionador.
25. E, por mais que a Recorrente tente construir argumentos contra a decisão da SEP de emitir um ofício de

alerta, parece-me que, em casos como o presente, a atuação do Colegiado deve se restringir à avaliação da regularidade ou não dos atos analisados pela área técnica. O que fiz na seção anterior.

26. Ainda que assim não fosse, e considerando a própria natureza controversa do caso e a ausência de qualquer indicativo de má-fé na decisão dos administradores de prosseguir com a operação, entendo que a decisão da área técnica de expedir um ofício de alerta encontra-se em consonância com a orientação geral deste Colegiado, conforme se extrai, por exemplo, das decisões proferidas no âmbito do PAS CVM n.º 23/05 e RJ 2010/13301, julgados em 2.10.2007 e 23.10.2012.
27. Neste ponto, vale lembrar que nenhuma área técnica desta Autarquia pode agir como agiria um autômato. Antes de formular uma acusação, a área deve convencer-se de que a punição é uma medida necessária e adequada para a consecução das finalidades relacionadas no art. 4º da Lei n.º 6.385, 7.12.1976^[29].
28. Em outras palavras, a existência de uma infração objetiva a determinado comando legal não é suficiente para justificar, direta e automaticamente, um processo administrativo sancionador, pois o exercício de qualquer pretensão punitiva depende da cuidadosa verificação acerca da existência de justa causa.
29. Foi, aliás, exatamente nessa linha e com esse espírito que a Deliberação CVM n.º 542/2009 explicitou a possibilidade de expedição de ofícios de alerta, não me parecendo, portanto, que haja qualquer equívoco da SEP em emitir ofício de alerta, ao invés de instaurar processo administrativo sancionador.

É o meu voto.

Rio de Janeiro, 17 de dezembro de 2013.

Otavio Yazbek
Diretor Relator

^[1] 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: - a perspectiva de rentabilidade da companhia; II - o valor do patrimônio líquido da ação; e 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. (...) § 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 a sua escolha.

^[2] Os esclarecimentos a respeito do Aumento de Capital apresentados pela Companhia em 3.12.2010 e em 9.12.2010 (referentes à instrução realizada no âmbito do pedido de interrupção) não serão descritos aqui, pois seus argumentos são repetidos pela manifestação de 2.2.2011.

^[3] A referência é ao RA/CVM/SEP/GEA-3/n.º 119/10, de 14.12.2010.

^[4] Especificamente sobre este último requisito (i.e., de que a adoção de preço de emissão único provoque um risco à viabilização da capitalização da companhia), a Companhia faz referência aos itens 13, 14 e 16 do Parecer de Orientação CVM n.º 5/1979.

^[5] A este respeito, o Bradesco faz referência ao item 12 do Parecer de Orientação n.º 5/1979.

^[6] O Bradesco alude ao art. 137, II, a, da Lei n.º 6.404, de 15.12.1976, que assim dispõe: “nos casos dos incisos IV e V do art. 136, não terá direito de retirada o titular de ação de espécie ou classe que tenha liquidez e dispersão no mercado, considerando-se haver: a) liquidez, quando a espécie ou classe de ação, ou certificado que a represente, integre índice geral representativo de carteira de valores mobiliários admitido à negociação no mercado de valores mobiliários, no Brasil ou no exterior, definido pela Comissão de Valores Mobiliários”.

^[7] O Bradesco alude ao art. 11 da Instrução CVM n.º 319, de 3.12.1999, que assim dispõe: “É vedada a adoção, nas relações de substituição das ações dos acionistas não controladores, nas operações de que trata esta Instrução, da cotação de bolsa das ações das companhias envolvidas, salvo se essas ações integrarem índices gerais representativos de carteira de ações admitidos à negociação em bolsas de futuros”.

^[8] A Companhia desenvolveu o seguinte raciocínio: “Caso fossem fixados preços diferenciados com deságios iguais em relação à cotação no mercado de cada espécie de ação, o detentor de ação ordinária estaria ‘ganhando’ duas vezes: a primeira no momento de seu ingresso na Companhia pagando um valor menor que o preferencialista, e a segunda por ocasião da subscrição das novas ações, situação em que teria um ganho (i) real, recebendo parte do ágio pago pelo preferencialista no aumento de capital ou (ii) “potencial”, caso pretendesse vender seu direito de subscrição, igual ao do titular de ações preferenciais”.

^[9] De acordo com o Bradesco, “o preço equivalente à cotação média das ações preferenciais nos 60 (sessenta) pregões anteriores a 19.11.2010, aplicando-se o deságio de 20% (vinte por cento), seria de R\$ 27,03 por ação, superior aos R\$ 26,36 por ação que correspondem à cotação média das ações ordinárias no referido período de 60 (sessenta) pregões”.

^[10] Fez referência aos seguintes autores: (i) F. K. COMPARATO. “A fixação do preço de emissão das ações no aumento de capital da sociedade anônima”. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: Revista dos Tribunais, n.º 81, 1991, p. 85; (ii) Alfredo LAMY FILHO e José Luiz Bulhões PEDREIRA. *A lei das S. A.*, Vol. 2. Rio de Janeiro: Renovar, 1996, pp. 466-7; (iii) M. R. PENTEADO. *Aumentos de Capital das Sociedades Anônimas*. São Paulo: Saraiva, 1988, p. 39; e (iv) N. EIZIRIK. *Reforma das S.A. e do Mercado de Capitais*. Rio de Janeiro: Renovar, 1998, p. 98.

^[11] A referência é ao Processo CVM n.º RJ 2004/5476, julgado em 22.2.2005.

^[12] A referência é ao PAS CVM n.º RJ 2005/5132, julgado em 22.8.2006.

^[13] Vale registrar que, conforme a ata da referida assembleia, os acionistas minoritários estavam cientes da controvérsia existente a respeito do preço de emissão, tendo sido consignado que o assessor legal do Bradesco ofereceu esclarecimentos sobre o “pedido de interrupção de prazo de antecedência de convocação desta Assembleia, feita à Comissão de Valores Mobiliários - CVM pelo acionista Santa Fé Aquarius Fundo de Investimento Multimercado, por entender que o critério de fixação do preço não atende ao disposto no Parágrafo Primeiro do Artigo 170 da Lei n.º 6.404/76”.

[14] A Companhia mencionou o Parecer de Orientação CVM n.º 34, de 18.8.2006, bem como as decisões proferidas pelo Colegiado nos Processos CVM n.º RJ 2006/7204 e RJ 2006/7213, julgados em 17.10.2006, e nos Processos CVM n.º RJ 2009/5811 e RJ 2009/4691, julgados, respectivamente, em 28.7.2009 e 11.8.2009.

[15] O Relatório de Análise transcreve os seguintes trechos da exposição de motivos da lei acionária: a *“emissão de ações pelo valor econômico é a solução que melhor protege os interesses de todos os acionistas, inclusive daqueles que não subscrevem o aumento, e por isso deve ser adotada pelos órgãos competentes para deliberar sobre o aumento de capital”* e *“[a fixação de preço de emissão incompatível com o valor econômico] quando a companhia pode colocá-las por preço superior, conduz à diluição desnecessária e injustificada dos acionistas que não têm condições de acompanhar o aumento, ou simplesmente desatentos à publicação de atos societários”*.

[16] Embora a SEP não tenha retomado, no RA/CVM/GEA-3/n.º 050/11, suas considerações sobre o desrespeito ao §7º do art. 170, o fato é que isto já tinha sido enfrentado quando da apreciação do pedido de interrupção do prazo da assembleia. No processo referente à interrupção, verificou-se opiniões divergentes sobre este assunto: enquanto o analista, no RA/CVM/SEP/GEA-3/n.º 119/10, entendeu não se caracterizar a infração ao §7º do art. 170, o gerente, no MEMO/CVM/SEP/GEA-3/n.º 705/10 julgou caracterizada tal infração.

[17] De acordo com o item II da Deliberação CVM n.º 542/2008: *“II - as Superintendências poderão, uma vez constatada a ocorrência de irregularidade praticada no âmbito do mercado de valores mobiliários, alertar a pessoa física ou jurídica fiscalizada para o desvio observado, assinalando-lhe, se for o caso, prazo razoável para a devida correção”*.

[18] O Santa Fé aludiu aos Ofícios CVM/SEP/GEA-3/N.º 1119/10 e N.º 1172/10, respectivamente de 29.11.2010 e de 7.12.2010, bem como ao RA/CVM/SEP/GEA-3/N.º 119/10 e ao MEMO/CVM/SEP/GEA-3/N.º 705/10, ambos de 14.12.2010. Para o Santa Fé, mesmo a decisão do Colegiado de indeferir o pedido de interrupção do prazo de antecedência da assembleia geral extraordinária de 17.12.2010, proferida um dia antes, não aproveitaria à Companhia, já que o Colegiado apenas reconheceu que não teria tempo suficiente para analisar a questão e determinou a realização de um “processo investigativo”. Ainda a esse respeito, o Santa Fé afirmou que na assembleia que deliberou sobre o Aumento de Capital, os representantes do Bradesco novamente ignoraram o aviso do seu diretor de que o preço de emissão não havia sido considerado legal pela CVM e decidiram prosseguir com a operação.

[19] O Bradesco comparou os efeitos do Aumento de Capital a um aumento de capital hipotético, também com valor total de R\$ 1,5 bilhão, mas realizado com preços de emissão distintos, calculados a partir da aplicação de deságio de 20% sobre a cotação de mercado de cada espécie de ação no mesmo período utilizado como base para o Aumento de Capital. De acordo com o exercício da Companhia, o aumento hipotético resultaria na emissão de 63.325.694 ações (35.578.747 ONs e 27.746.947 PNs), ao passo que o Aumento de Capital envolveu a emissão de 61.344.140 ações (31.172.072 ONs e 31.172.068 PNs).

[20] Cf., exemplificativamente, E. L. TEIXEIRA e J. A. T. GUERREIRO. *Das Sociedades Anônimas*, São Paulo: Bushatsky, 1979, vol. I, pp. 175-183; M. R. PENTEADO. *Aumento de capital das S.A.*, São Paulo: Saraiva, pp. 124-135; N. EIZIRIK. *A Lei das S/A Comentada, Vol. II - arts.121 a 188*, São Paulo: Quartier Latin, 2011, pp. 496 e 502-504. Aliás, esta ideia parecer estar registrada na seguinte passagem da exposição de motivos da lei acionária: *“para proteção dos acionistas minoritários, o §1º estabelece que as novas ações devem ser emitidas por preço compatível com o valor econômico da ação (de troca, de patrimônio líquido, ou de rentabilidade), e não pelo valor nominal. A emissão de ações pelo valor nominal, quando a companhia pode colocá-las por preço superior, conduz à diluição desnecessária e injustificada dos acionistas que não têm condições de acompanhar o aumento, ou simplesmente desatentos à publicação dos atos societários. A existência do direito de preferência nem sempre oferece proteção adequada a todos os acionistas. A emissão de ações pelo valor econômico é a solução que melhor protege os interesses de todos os acionistas, inclusive daqueles que não subscrevem o aumento, e por isso deve ser adotada pelos órgãos competentes para deliberar sobre o aumento de capital”*.

[21] M. CARVALHOSA, depois de endossar a relação entre diluição injustificada e os critérios do §1º, afirma que *“[s]erá também injustificada a diluição quando não houver causa para o aumento, ou seja, não tiver este razão econômica atual para ser efetivado. Neste caso também se presume abuso de poder dos controladores, com o objetivo de diluir o capital pertencente aos minoritários”* (*Comentários à Lei de Sociedades Anônimas, 3º volume: Arts. 138 a 205*, São Paulo: Saraiva, 2011, 5ª ed., pp. 632-633). Ainda nesse sentido, J. L. BULHÕES PEDREIRA e A. LAMY FILHO afirmam que, *“[s]alvo, portanto, em casos excepcionais, a emissão de novas ações causa certa diluição do valor econômico das ações antigas (ao menos do valor determinado segundo um ou dois dos três critérios mencionados na lei). A lei não proíbe essa diluição normal. O que ela veda é a diluição injustificada das ações antigas. A única razão que pode justificar a diluição é o interesse da companhia. Se os negócios sociais exigem quantidade adicional de capital próprio que somente pode ser obtida pela via do aumento do capital social, justifica-se a subordinação do interesse individual dos acionistas (o de preservar o valor econômico de suas ações) ao interesse social de manter ou expandir as atividades da companhia. A diluição somente é legítima, entretanto, na medida em que se impõe para atender ao interesse Social”* (*Abuso do Poder de Controle em Aumento do Capital Social de Banco Comercial*, In: A. LAMY FILHO e J. L. BULHÕES PEDREIRA, *A Lei das S/A*, 1ª ed., Rio de Janeiro: Renovar, 1992, p. 503).

[22] Cf., exemplificativamente, a posição de E. L. TEIXEIRA e J. A. T. GUERREIRO, para quem *“[a] determinação do preço de emissão das ações em aumento de capital por subscrição não obedece a fórmulas rígidas. Nem as estabelece a lei, senão indica os elementos que devem ser considerados pela companhia em cada caso concreto”* (*Das sociedades anônimas no direito brasileiro, Das Sociedades Anônimas*, São Paulo: Bushatsky, 1979, vol. I, p. 157).

[23] A Lei n.º 9.457, de 5.5.1997, ao alterar a redação do §1º do art. 170, nele incluindo a expressão *“alternativa ou conjuntamente”* consolidou o entendimento que, não sem percalços, já havia sido firmado pela doutrina majoritária. Cf., sobre as questões suscitadas a partir da redação original deste dispositivo, as considerações de N. EIZIRIK (*Reforma das S/A e do Mercado de Capitais*, 2ª ed., Rio de Janeiro: Renovar, 1998, pp. 94-95).

[24] *“A Fixação do Preço de Emissão das Ações no Aumento de Capital da Sociedade Anônima”*. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: Revista dos Tribunais, n.º 81, 1991, p. 85. Cf., ainda nesse mesmo sentido, a posição de A. LAMY FILHO e de J. L. B. PEDREIRA, que afirmaram: *“[a] lei não requer que o preço de emissão seja fixado segundo os três critérios de avaliação que menciona, mas apenas ‘tendo em vista’ esses critérios”* (*Abuso do Poder de Controle em Aumento do Capital Social de Banco Comercial*, In: A. LAMY FILHO e J. L. BULHÕES PEDREIRA, *A Lei das S/A*, 1ª ed., Rio de Janeiro: Renovar, 1992, pp. 502-503).

[25] Não é pacífica, porém, a forma pela qual essa avaliação deve ser feita. Tampouco é pacífica a consequência que se associa ao desrespeito do § 1º do art. 170. Cf., a este respeito, a posição de A. LAMY FILHO que, depois de concluir, em parecer que elaborou na década de 1980 em conjunto com J. L. BULHÕES PEDREIRA, que a inobservância do § 1º do art.

170 da lei acionária tornava anulável a deliberação que fixou o preço de emissão (“Abuso do Poder de Controle em Aumento do Capital Social de Banco Comercial”, In: A. LAMY FILHO e J. L. BULHÕES PEDREIRA, *A Lei das S/A*, 1ª ed., Rio de Janeiro: Renovar, 1992, p. 508), qualificou essa assertiva. Em dois pareceres que elaborou na década de 1990, A. LAMY FILHO concluiu que “o artigo 170, § 1º, da Lei de S.A. não contém norma imperativa sobre fixação do preço de emissão de ações, mas, apenas referenciais para orientar as empresas” (“Competência do Conselho de Administração – Preço de Emissão” e “Aumento Mediante Capitalização de Dívidas e Preço de Emissão”, In: A. LAMY FILHO e J. L. BULHÕES PEDREIRA, *A Lei das S/A*, 2ª ed., Rio de Janeiro: Renovar, 1996, pp. 457-471 e 483-495), avançando, em um desses pareceres, para registrar que a “violação do artigo 170, § 1º, não pode ser objeto de sentença que pretenda substituir-se à discricionariedade do administrador” e que a avaliação sobre a fixação do preço de emissão deveria se voltar, exclusivamente, para avaliação da “existência de fraude, ou [do] abuso no exercício desse poder [de fixar o preço de emissão]” (“Competência do Conselho de Administração – Preço de Emissão”, In: A. LAMY FILHO e J. L. BULHÕES PEDREIRA, *A Lei das S/A*, 2ª ed., Rio de Janeiro: Renovar, 1996, p. 469). Cf., ainda sobre este assunto, a posição de F. K. COMPARATO, para quem “a violação da norma em questão [§1º do art. 170] acarreta como sanção, não a anulação ou decretação de nulidade da deliberação (...) que fixa o preço de emissão, mas a pretensão de perdas e danos contra aqueles que agiram com abuso de suas funções e poderes” (“A Fixação do Preço de Emissão das Ações no Aumento de Capital da Sociedade Anônima”, In: Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo: Revista dos Tribunais, n.º 81, 1991, p. 85).

[26] O Parecer de Orientação CVM n.º 5, de 3.12.1979, ao reconhecer a possibilidade de uma diversidade de preços de emissão em um mesmo aumento de capital, condicionava a diversidade do preço de emissão aos casos em que “os diversos tipos de ações a serem emitidas por uma companhia: 1. apresent[em] cotações no mercado significativamente díspares; e 2. possu[am], todos, significativos índices de negociabilidade”. E, mesmo que se considere que, no âmbito do Processo CVM n.º RJ 2006/0180, julgado em 11.4.2006, o Colegiado reconheceu a possibilidade de se utilizar de ações não muito líquidas como parâmetro para fixação do preço de emissão, o fato é que, nas palavras do então diretor, Pedro Oliva Marcílio de Sousa, “a adoção do critério cotação em bolsa de valores para emissão das ações [naquele caso], em que pese sua pouca liquidez, parece ter sido o possível”.

[27] Veja, a este respeito, que as informações constantes do parágrafo 22.i) do relatório que acompanha esse voto e que os dispositivos legais e regulamentares mencionados pelo Bradesco não tinham nenhuma relação com a matéria ora sob análise – suas definições estavam relacionadas com situações que, por suas particularidades, exigiam uma definição mais restrita. Aliás, como bem lembrou a SEP, a aplicação do art. 11 da Instrução CVM n.º 319/1999 já vem, há algum tempo, sendo relativizada.

[28] O Bradesco até cogitou de uma resposta para essa pergunta, alegando que “a utilização exclusiva da cotação das ações preferenciais resultaria em um preço superior ao valor de cotação das ações ordinárias, o que desestimularia a subscrição das ações desta espécie”. Esta resposta ignora aquilo que me parece central no presente caso: o ágio ou o deságio depende das “condições de mercado”, devendo ser fixado, por consequência, com base nessas “condições de mercado” das ações ordinárias e a das ações preferenciais. Assim, se as condições de mercado das ordinárias exigissem um deságio maior, não me parece que haveria problema na utilização desse deságio.

[29] Art. 4º O Conselho Monetário Nacional e a Comissão de Valores Mobiliários exercerão as atribuições previstas na lei para o fim de: I - estimular a formação de poupanças e a sua aplicação em valores mobiliários; II - promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações, e estimular as aplicações permanentes em ações do capital social de companhias abertas sob controle de capitais privados nacionais; III - assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados da bolsa e de balcão; IV - proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra: a) emissões irregulares de valores mobiliários; b) atos ilegais de administradores e acionistas controladores das companhias abertas, ou de administradores de carteira de valores mobiliários. c) o uso de informação relevante não divulgada no mercado de valores mobiliários. V - evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários negociados no mercado; VI - assegurar o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido; VII - assegurar a observância de práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários; VIII - assegurar a observância no mercado, das condições de utilização de crédito fixadas pelo Conselho Monetário Nacional.