



PARECER DE ORIENTAÇÃO CVM Nº 1, DE 27 DE SETEMBRO DE 1978.

EMENTA: Inteligência do Artigo 170, Parágrafo 1º da LEI Nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976 - (LEI DAS SOCIEDADES POR AÇÕES) - Preço de emissão de novas ações fixado em função do "valor econômico" da ação - hipótese de diluição "justificada" da participação dos antigos acionistas".

1. Diz a matéria respeito à interpretação que deva ser dada ao Parágrafo 1º do Artigo 170 da LEI Nº 6.404.

2. A Lei em tal dispositivo, estabeleceu que, em se tratando de aumentos de capital através da emissão de novas ações, o preço de emissão das ações deverá ser fixado levando-se em consideração os seguintes três parâmetros: o valor da cotação das ações no mercado; o valor de patrimônio líquido; e as perspectivas de rentabilidade da Companhia. Tudo especificamente com vista a evitar-se uma "diluição injustificada da participação dos antigos acionistas, ainda que tenham direito de preferência para subscrevê-las".

3. Em relação à interpretação que deva ser atribuída ao precitado dispositivo legal, lembra-se, de início, o seguinte trecho da exposição de motivos da referida LEI Nº 6.404, que enuncia: "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-la por preço superior, conduz à diluição desnecessária e injustificada da participação dos acionistas, que não tem condições de acompanhar o aumento. 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 subscreverem o aumento, e por isso deve ser adotada pelos órgãos competentes para deliberar sobre o aumento de capital".

4. Em relação à consideração dos três parâmetros enunciados pelo comentado dispositivo legal, porém, deve-se entender que, embora de observância cumulativa, haverá a prevalência de um outro daqueles três parâmetros sobre os demais, quando da fixação do preço de uma nova emissão daquela ação, conforme o estágio de desenvolvimento do mercado de ações, bem como o tipo de comportamento de uma determinada ação em tal mercado (índice de negociabilidade).

5. Com efeito, 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. Isto porque, neste caso, todas as informações sobre a companhia emitente, bem como sobre a ação por ele emitida, são de pleno conhecimento do público investidor, e se refletem na cotação da ação no mercado, valor este realmente representativo do "valor econômico da ação" de que fala a exposição de motivos da Lei.



6. Por outro lado, já na medida em que o mercado para determinado título apresenta baixo índice de negociabilidade, deixa o parâmetro "cotação" de apresentar grande significado, aflorando os dois demais parâmetros (Valor Patrimonial e Perspectivas de Rentabilidade) como merecedores de maior consideração na fixação do preço de emissão.

7. Com relação ao parágrafo "Perspectivas de Rentabilidade" da companhia, ainda, convém se ter presente que além da hipótese normal de sua consideração nos termos acima mencionados, assumirá ele grande significado nos casos em que, mesmo num mercado eficiente, mudanças em tais perspectivas se tenham verificado sem que delas tenha o mercado pleno conhecimento ou assimilado devidamente. Em tais casos, tal parâmetro deverá ser considerado de modo significativo na fixação do preço de emissão das ações da companhia.

8. De qualquer modo porém, a observância dos três aludidos parâmetros, com a devida prevalência de um ou outro sobre os demais, visa especificamente a evitar que, por ocasião de uma nova emissão de ações, o preço fixado para a subscrição das mesmas possa acarretar uma diluição da participação dos antigos acionistas da Companhia que, mesmo tendo direito de preferência à subscrição, não o exerçam. Esta é a filosofia principal do aludido parágrafo 1º do art. 170.

9. Ocorre, no entanto, que um exame mais aprofundado do texto do citado dispositivo legal, bem como da exposição de motivos da LEI Nº 6.404/76, na parte alusiva àquele dispositivo, revela que a intenção do legislador foi a de exigir a observância dos três mencionados parâmetros sempre que possível. Sem dúvida alguma para a CVM tal ilação se extrai das expressões "diluição injustificada" constantes do texto do parágrafo 1º do art. 170, bem como da seguinte frase utilizada na exposição de motivos: "A emissão de ações pelo valor nominal, quando a Companhia pode colocá-la por preço superior, conduz à diluição desnecessária e injustificada".

10. Assim sendo, deve-se entender que o legislador ao se referir à hipótese de "diluição injustificada", admitiu, "a contrario sensu", a possibilidade da ocorrência de hipótese de "diluição/justificada". E a questão se circunscreverá sempre em saber-se, na hipótese de constatação de uma diluição da participação dos antigos acionistas, se a mesma foi ou não justificada. Esta será, realmente a maior questão a ser considerada no que se refere à eficácia do parágrafo 1º do art. 170 do relacionamento de uma Companhia com seus acionistas.

11. Em princípio deverá se admitir como uma hipótese da diluição "justificada" da participação dos antigos acionistas a hipótese em que, se apresentando como inviável a colocação no mercado de uma emissão a preço fixado com base no comentado parágrafo 1º do art. 170, for adotado preço menor. Entender-se o contrário importaria em vedar à companhia se capitalizar via Mercado. No entanto, a "inviabilidade" da colocação das ações por preço fixado em obediência ao parágrafo 1º do art. 170 há que ser real. A simples justificativa de que "é inviável o lançamento no mercado por valor superior ao aceito pelo próprio mercado", com a conseqüente e irrestrita adoção do valor de cotação como o único parâmetro a ser observado na fixação do preço de emissão, não é suficiente. Isto porque a simples contingência de um mercado nem sempre será bastante justificativa para diluir-se a participação dos antigos acionistas, por ocasião de uma emissão de ações.



CVM *Comissão de Valores Mobiliários*

PARECER DE ORIENTAÇÃO CVM Nº 1, DE 27 DE SETEMBRO DE 1978.

12. O que se deve esperar de uma Companhia Aberta é que não fique ela indiferente ao mercado de suas ações. Através, principalmente, de uma constante divulgação sobre sua real situação e potencialidades, estará a companhia contribuindo para o surgimento de um mercado real, para suas ações, ou seja, um mais eficiente e natural caminho para sua capitalização. Atendendo a esta filosofia portanto, é que deve ser considerado como dever da Companhia Aberta sempre envidar seus maiores esforços no sentido de fazer com que o mercado venha a refletir o real valor de suas ações. E é dentro deste princípio que deverá sempre ser analisada a ocorrência da mencionada hipótese de "diluição justificada" da participação dos antigos acionistas, hipótese esta indiretamente admitida pelo comentado parágrafo 1º do art. 170.

13. Por último, como nenhum órgão regulador do mercado de valores mobiliários deve arvorar-se em avaliador de preços de mercado, não será intenção da CVM pretender entrar no mérito do preço de emissão de ações, interferindo, deste modo, no mercado. O que a CVM exigirá, no entanto, é que o preço de emissão das novas ações seja sempre justificado, de maneira clara e precisa, por ocasião da assembleia geral que deliberar sobre a autorização do aumento de capital. Se atribuída à fixação de tal preço ao conselho de administração da companhia, a justificativa do preço deverá constar, igualmente clara e precisa, do parecer que vier a ser expedido pelo Conselho.

Original assinado por
PEDRO HENRIQUE TEIXEIRA
Superintendente Jurídico