

SESSÃO DE JULGAMENTO
DO PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR
CVM Nº RJ2005/5132

Acusados: Carlos Erbner Neto
Eustáquio Coelho Lott
Francisco Nuno Pontes Correia Neves
Jayme Nicolato Corrêa
José Augusto França Guimarães
Maria Isabel dos Santos Vieira
Maurício da Rocha Wanderley
Mauro Oliveira Dias
Said Helou Filho
Tito Botelho Martins Júnior

Ementa: **Responsabilização dos diretores da companhia Ferrovia Centro Atlântica S.A. que subscreveram a proposta de aumento de seu capital que não continha as justificativas pormenorizadas dos aspectos econômicos que determinaram o preço de emissão de R\$ 0,01 (um centavo) por lote de mil ações, em infração ao artigo 170, § 3º, da Lei nº 6.404/76. Advertência.**

Absolvição dos membros do conselho de administração da referida companhia da imputação de infração ao artigo 170, § 3º, da Lei nº 6.404/76, bem como da imputação de infração ao artigo 153 da Lei nº 6.404/76.

Decisão: Vistos, relatados e discutidos os autos, o Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários, com base na prova dos autos e no artigo 11 da Lei nº 6.385/76, decidiu:

1. por unanimidade de votos, absolver os acusados Carlos Erbner Neto, Eustáquio Coelho Lott, José Augusto França Guimarães, Maria Isabel dos Santos Vieira, Maurício da Rocha Wanderley e Said Helou Filho; e
2. por maioria de votos, aplicar a pena de **advertência** aos acusados Francisco Nuno Pontes Correia Neves, Jayme Nicolato Corrêa, Mauro Oliveira Dias e Tito Botelho Martins Júnior, na qualidade de membros da diretoria da companhia Ferrovia Centro Atlântica S.A. que subscreveram a proposta de aumento de seu capital, por infração ao artigo 170, § 3º, da Lei nº 6.404/76, vencido o Diretor Relator Pedro Oliva Marcilio de Sousa, que propôs a absolvição de todos os acusados.

Os acusados punidos terão um prazo de 30 dias, a contar do recebimento de comunicação da CVM, para interpor recurso, com efeito suspensivo, ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional, nos termos do parágrafo único do artigo 14 da Resolução CMN nº 454/77.

A CVM oferecerá recurso de ofício ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional no tocante às absolvições proferidas.

Proferiu defesa oral a advogada Maria Isabel do Prado Bocater, representante legal dos acusados Carlos Erbner Neto, Eustáquio Coelho Lott, Francisco Nuno Pontes Correia Neves, Jayme Nicolato Corrêa, José Augusto França Guimarães, Maria Isabel dos Santos Vieira, Maurício da Rocha Wanderley, Mauro Oliveira Dias, Said Helou Filho e Tito Botelho Martins Júnior.

Presente à sessão de julgamento o procurador-federal Arnaldo Almeida de Amorim, representante da Procuradoria Federal Especializada da CVM.

Participaram do julgamento os diretores Pedro Oliva Marcilio de Sousa, relator, Sergio Weguelin, Maria Helena de Santana e o presidente da CVM, Marcelo Fernandez Trindade, que presidiu a sessão.

Rio de Janeiro, 22 de agosto de 2006.

Pedro Oliva Marcilio de Sousa

Diretor Relator

Marcelo Fernandez Trindade

Presidente da Sessão de Julgamento

Relatório

01. Trata-se de termo de acusação, datado de 22.08.05, formulado pela Superintendência de Relações com Empresas ("SEP") (fls. 152/169) em face das pessoas acima listadas ("Indiciados"), na qualidade de administradores da Ferrovia Centro Atlântica S/A ("Companhia").

Dos Fatos

02. Em 14.05.03, a assembléia geral extraordinária ("AGE") da Companhia aprovou, por maioria, vencido o acionista Transger S/A ("Transger"), o aumento do capital social proposto pela diretoria e ratificado pelo conselho de administração em reunião realizada em 24.04.03 (fls. 06/08, 12/16 e 09/10). A proposta aprovada na AGE de 14.05.03 pode ser resumida nos seguintes termos:

"aumento de capital visando (a) a redução de endividamento da Companhia, adequando a estrutura de capital ao plano de negócios; (b) o saneamento do seu balanço e (c) a manutenção da adequada prestação do serviço público de transporte ferroviário, a fim de dar continuidade às suas atividades em consonância com os seus objetivos sociais e obrigações enquanto concessionária de serviço público;

montante do aumento do capital equivalente a R\$1.003.238.949,17 (um bilhão, três milhões, duzentos e trinta e oito mil, novecentos e quarenta e nove reais e dezessete centavos) a ser integralizado mediante subscrição particular dos acionistas, em dinheiro e/ou conversão de créditos preexistentes;

emissão de 100.323.894.917.000 (cem trilhões, trezentos e vinte e três bilhões, oitocentos e noventa e quatro milhões, novecentos e dezessete mil) ações ordinárias, ao preço de R\$0,01 (um centavo de real) por lote de 1.000 (mil) ações;

preço de emissão baseando-se, exclusivamente, no valor econômico, visto que as ações não são cotadas em bolsa de valores e o valor patrimonial das ações seria negativo, conforme Balanço Patrimonial levantado em 31.12.02 e auditado pela Deloitte Touche Tohmatsu ("Deloitte");

determinação, pela diretoria, do valor econômico atribuído às ações, com respaldo em estudo realizado pela JP Morgan Securities Inc. ("JP Morgan"), consultora externa especializada, bem como no parecer da auditoria independente;

ações subscritas em dinheiro a serem integralizadas da seguinte forma: (a) 30% (trinta por cento) à vista, no ato da subscrição, conforme prazo de 30 (trinta) dias; (b) os 70% (setenta por cento) restantes serão integralizados por meio de chamadas pela Diretoria da FCA, conforme cronograma aprovado na respectiva AGE que homologar o aumento de capital;

créditos a serem convertidos em ações serão integralizados, à vista e no ato da subscrição, no prazo de 30 (trinta) dias para o exercício do direito de preferência na subscrição;

resguardo aos demais acionistas do seu direito de preferência na aquisição de ações subscritas e integralizadas, eventualmente, por outros acionistas, pelo prazo de 30 (trinta) dias, recebendo diretamente dos subscritores e detentores de créditos, na forma do §2º do art. 171 da Lei 6.404/76, a quantidade de ações, proporcionalmente, que vierem a pleitear, contra o pagamento do mesmo preço de emissão estipulado na AGE que deliberará sobre o aumento de capital; e

face ao disposto no §1º, alínea "b", do art. 171 da Lei 6.404/76, resguardo aos acionistas preferencialistas do direito de subscrever as ações ordinárias emitidas, na mesma proporção que detinham do capital, antes do aumento ora proposto".

03. A Comissão de Valores Mobiliários ("CVM") analisou, através da SEP/GEA-1, a questão do aumento de capital da Companhia (processos RJ 2003/12062, RJ 2003/13100, RJ 2003/7948 e RJ 2004/5476), tendo a área técnica concluído pela regularidade do aumento de capital, baseando-se nas seguintes razões:

"o próprio órgão regulador, a Agência Nacional de Transportes Terrestres ("ANTT"), adotou medidas tais como a busca de eventuais interessados em investir na Companhia e a flexibilização das regras de participação acionária visando à capitalização (Resolução ANTT 295), concluindo-se que havia necessidade do aumento de capital para garantir a viabilidade da concessão (fls. 20);

a Companhia apresentava patrimônio líquido negativo e tanto a administração quanto a ANTT julgaram razoável o montante de capital subscrito;

já havia prenúncio de aumento de capital em volume significativo pois a Companhia já estava sendo capitalizada desde o exercício social findo em 31.12.00 por meio de contratos de mútuo e adiantamentos para futuro aumento de capital;

o preço para a subscrição de ações foi fixado com base no critério do valor econômico, já que o valor de cotação de mercado e o valor patrimonial não possuíam qualquer sentido econômico para lastro da operação; e

os créditos utilizados para fins de integralização do aumento de capital por parte do controlador possuíam substância econômica para tal, não havendo, nos pareceres do auditor independente de 13.01.03 e 19.01.04, ressalva a esse respeito".

04. Em 21.12.04, por meio do OFÍCIO/CVM/SEP/GEA-1/Nº369/04, foi solicitado à Companhia o aperfeiçoamento de suas notas explicativas e arquivasse, no sistema IPE, o laudo de avaliação que subsidiou a fixação do preço de emissão das ações no aumento de capital, no prazo de 4 dias úteis.

05. Em 28.12.04, a Companhia, solicitou dilação do prazo de apresentação do referido laudo de avaliação por mais 5 dias, em razão de cláusula constante no contrato de prestação de serviços mantido com a J.P. Morgan condicionar a apresentação de tal documento a terceiros a sua prévia autorização, tendo sido o pedido deferido por meio do OFÍCIO/SEP/GEA-1/Nº377/04, de 29.12.04 (fls. 35 e 37/38).

06. Em 30.12.04, a Companhia encaminhou à SEP cópia do laudo elaborado pela J.P. Morgan e do relatório de avaliação utilizados para respaldar o aumento de capital e, em virtude de obrigação contratual de sigilo mantida pela Companhia com J.P. Morgan, requereu a preservação do sigilo da documentação (fls. 39/40).

07. O laudo, o relatório de avaliação e o pedido de tratamento sigiloso foram encaminhados à Presidência dessa Autarquia por meio do MEMO/SEP/GEA-1/Nº009/05, de 21.01.05, com a manifestação de discordância da área técnica em relação ao pleito da Companhia (fls. 42/43).

08. O pedido de tratamento sigiloso foi submetido pelo Presidente ao Colegiado da CVM, que, em reunião realizada em 01.03.05, acompanhou na íntegra a manifestação apresentada pelo Presidente, tendo decidido pela não obrigatoriedade de divulgação e arquivamento, no Sistema IPE, do laudo de avaliação (fls. 45/53). Em resumo, os fundamentos para a tomada da decisão foram:

- i. como regra, não seria obrigatório o arquivamento, perante a CVM, de laudos de avaliação utilizados para fixação do preço de emissão de ações em aumentos de capital por subscrição privada, seja por não encontrar base legal para esse tipo de exigência, seja porque ele não parece colaborar para um mercado de capitais mais desenvolvido e adequadamente regulado;
- ii. a Lei 6.404/76, no §1º do artigo 170, admite três parâmetros para a determinação do preço de emissão de ações em aumento de capital, utilizados conjunta ou alternativamente: perspectiva de rentabilidade da companhia, valor do patrimônio líquido da ação e cotação das ações;
- iii. a própria diversidade e subjetividade dos critérios indica a natureza discricionária da escolha, e da necessária ponderação, pela administração da companhia, quanto aos critérios que sejam mais adequados, de modo que caberá ao órgão societário competente escolher os parâmetros mais apropriados (vedada a diluição injustificada dos demais acionistas, na forma da lei);

- iv. a Lei 6.404/76, embora não requeira a apresentação do laudo de avaliação, exige, no §7º do art. 170 que a proposta de aumento de capital indique, dentre os critérios possíveis, aqueles adotados para a fixação do preço de emissão das ações, com justificativa pormenorizada dos aspectos econômicos que determinaram tal escolha;
- v. a lei exige que a proposta de aumento de capital venha acompanhada dos necessários esclarecimentos, pormenorizadamente — isto é, de uma maneira muito detalhada, que permita à administração ou aos acionistas (conforme a competência para deliberar o aumento de capital) atestar a legitimação econômica do preço de emissão das ações;
- vi. se a maneira escolhida para o cumprimento do dever de exposição detalhada for a elaboração de laudo de avaliação, ainda assim não há disposição legal que determine sua integral divulgação, sendo a lei clara no sentido de que é suficiente o esclarecimento pormenorizado da proposta de aumento de capital;
- vii. o laudo, por si só, não seria vinculante para a determinação do preço das novas ações, tendo em vista que outros fatores poderão também ser levados em consideração, o que se verificará caso a caso, e deverá, sempre, constar da proposta de aumento;
- viii. a disposição do §7º do artigo 170 da lei não é apenas de caráter informacional, mas contém, também, um elemento relevante de prestação de contas e responsabilização, destinando-se a reforçar o comprometimento dos administradores com os critérios escolhidos e propostos à assembléia, bem como sua eventual responsabilização no caso de falha em seus deveres de diligência e probidade.

09. Entendeu-se, na ocasião que no caso concreto, a proposta da diretoria da Companhia continha adequada exposição quanto (a) à necessidade da operação do aumento de capital em si; (b) à forma de subscrição e garantia do direito de preferência aos demais acionistas; e (c) às razões pelas quais elegeu o valor econômico, mas não detalhou como se chegou ao valor econômico, indicando como fonte de tais informações o laudo de avaliação.

10. Dessa forma, a decisão do conselho de administração, que aprovou a proposta da diretoria não teria explicitado os fundamentos utilizados na fixação do preço de emissão, impedindo, assim, que o mercado, e a própria CVM, conhecessem tais razões.

11. Considerando, ainda, a presença de indícios de que a proposta da diretoria e a decisão do conselho de administração que a aprovou poderiam não ter atendido com suficiência adequada ao disposto no §7º do art. 170 da Lei 6.404/76, os autos foram devolvidos à SEP para que examinasse os fatos, e concluindo ser o caso, providenciasse a instauração de processo administrativo sancionador, podendo, caso entenda necessário, examinar o laudo de avaliação encaminhado pela Companhia.

12. Retornada a questão à área técnica, foi determinado à GEA-3 a avaliação da existência de eventual infração ao disposto no § 7º do art. 170 da Lei 6.404/76. Após a realização de diligências adicionais (fls. 63/143), bem como do acesso ao parecer e ao relatório anual elaborados pela JP Morgan, concluiu-se pela apresentação do presente Termo de Acusação, cabendo destacar os seguintes pontos que serviram de fundamento:

- i. a proposta da diretoria para aumento de capital, não somente expôs os motivos para a referida operação, mas, também, justificou a escolha do critério do valor econômico para fixação do preço de emissão das ações, na medida em que não seria possível aplicar os outros dois critérios de avaliação estipulados pela Lei 6.404/76 no §1º do art. 170;
- ii. não houve, todavia, por parte da diretoria, (a) detalhamento das premissas e projeções utilizadas no estudo que embasou a escolha do preço de emissão das ações; (b) menção ao comentário constante no parecer elaborado pela J.P. Morgan de que a Companhia possui um intervalo de valor negativo para os acionistas; e (c) justificativa quanto à adoção do valor de R\$0,01 por lote de 1.000 ações, restando apenas indicação de que este foi determinado com respaldo em estudo elaborado pela J.P. Morgan;
- iii. conforme informado pela própria Companhia, os conselheiros tiveram acesso ao parecer e ao relatório de avaliação. Contudo, não consta na ata da reunião do conselho de administração que aprovou a proposta da diretoria explanação pormenorizada a respeito do valor econômico de emissão das ações;
- iv. não houve análise da proposta da diretoria pelo conselho fiscal, já que este foi instalado na mesma ocasião da aprovação do aumento de capital (AGE de 14.05.03), de modo que tal órgão não deve ser responsabilizado, já que sequer opinou sobre a proposta de aumento de capital;
- v. o parecer elaborado pela J.P. Morgan e o relatório de avaliação da Companhia que teriam respaldado a

determinação do valor econômico das ações emitidas no aumento de capital não foram disponibilizados aos acionistas;

vi. os acionistas não tiveram acesso aos documentos acima citados, ou, alternativamente, a uma proposta da diretoria contendo uma descrição pormenorizada dos parâmetros adotados e resultados obtidos no referido estudo, bem como à justificativa quanto à escolha do preço de emissão das ações, uma vez que o valor de R\$0,01 por lote de mil ações não encontra registro nos referidos laudo e relatório de avaliação.

13. No entender da área técnica, esses acionistas foram privados do direito de conhecer todas as informações necessárias à formação de convicção acerca da matéria em pauta na AGE, e, conseqüentemente, tomaram sua decisão quanto ao aumento de capital nos termos apresentados e à subscrição de ações da Companhia com base, unicamente, em recomendação apresentada pela diretoria e pelo conselho de administração.

14. Assim sendo, os acionistas minoritários correram o risco de decidir pelo aporte de recursos na Companhia, a fim de manter sua participação, sem ter tido acesso à informação de que a perspectiva de rentabilidade da companhia, segundo os referidos laudo e relatório, se inseria num intervalo negativo de valor e que, conforme consta no formulário DFP referente a 31.12.04, a conta adiantamento para futuro aumento de capital havia aumentado de R\$ 1,5 milhão para R\$ 532,5 milhões, voltando ao patamar dos exercícios anteriores ao referido aumento, bem como que a Companhia apresentou, em 31.12.04, um prejuízo de R\$ 91.095 mil, elevando seu prejuízo acumulado a R\$ 1.091.357 mil (fls. 118/120).

Da Acusação

15. Consoante o Termo de Acusação, constatou-se que a proposta de aumento de capital, datada de 14.04.03, elaborada pela diretoria, e aprovada pelo conselho de administração na reunião de 24.04.03, não justificou pormenorizadamente os aspectos econômicos que determinaram o preço de emissão de R\$ 0,01 por lote de mil ações.

16. Em razão da prática desses atos, imputou-se a responsabilidade aos diretores que assinaram a proposta para o aumento do capital social da Companhia, bem como aos membros do conselho de administração que, em reunião de 24.04.03, aprovaram tal proposta, pelo descumprimento do disposto no §7º do art. 170 da Lei 6.404/76.

17. Foram responsabilizados, também, os membros do conselho de administração, por terem faltado com o dever imposto pelo art. 153 da Lei 6.404/76, uma vez que não diligenciaram para que a proposta da diretoria, contivesse todas as informações necessárias para uma decisão consciente.

Das Defesas

18. Os indiciados apresentaram suas defesas em conjunto e tempestivamente, às fls. 226/255, acompanhada da documentação de fls. 256/289.

Das Razões de Defesa dos Indiciados

19. Iniciam os defendentes sua defesa expondo que, no fim do exercício social de 2002, a situação financeira da Companhia era crítica e sem perspectivas de em curto prazo, deixar de ser deficitária, mantendo-se operante devido a transferências de recursos, realizadas por suas controladoras, contabilizadas sob a rubrica "AFAC" e que, em 31.12.02, contabilizava a quantia equivalente a R\$ 674.812 mil.

20. Argumentam, também, que era do conhecimento de todos os acionistas da Companhia a necessidade da realização de aumento de capital em volume expressivo desde o exercício social findo em 31.12.02, tendo constado da proposta da diretoria que (i) o preço de emissão das ações foi fixado com base exclusivamente no valor econômico, visto que as ações não são cotadas em bolsa de valores e o valor patrimonial das ações é negativo, conforme demonstrado no balanço patrimonial da Companhia, levantado em 31.12.02 e auditado pelos auditores independentes; e (ii) o valor econômico atribuído às ações a serem emitidas foi determinado pela diretoria, respaldado em estudo realizado pela JP Morgan e o valor dos créditos está certificado no parecer da auditoria independente.

21. Sustentam, também, que na reunião do conselho de administração que aprovou a proposta da diretoria, todos os membros do conselho tiveram acesso ao parecer e relatórios de avaliação elaborados pela JP Morgan, bem como a todas as informações necessárias e relativas à necessidade do aumento de capital e à justificativa do preço de emissão das ações que seriam emitidas.

22. Informaram, ainda, que, quando da realização da AGE de 14.05.03, apenas a acionista Transger se manifestou contrariamente ao aumento do capital social, não tendo apresentado, no entanto, declaração de voto em apartado ou

procedido a qualquer questionamento com relação às informações que lhe foram prestadas relativamente ao preço de emissão das ações. Na referida AGE, foram feitas as devidas explicações, esclarecimentos e prestação de informações sobre o aumento de capital, de forma pormenorizada, conforme determina a Lei.

23. Concluíram então que a análise do caso concreto e dos termos do § 7º do art. 170 da Lei 6.404/76 demonstraria serem descabidas as acusações constantes no Termo de Acusação, não havendo, ainda, qualquer comando, na Lei ou nos normativos da CVM, que exija que a justificativa pormenorizada do aumento de capital seja registrada por escrito e/ou conste de documento específico.

24. Adicionalmente afirmaram que o exame dos autos, demonstraria a ausência de provas, ainda que de natureza indiciária, contra os defendentes, sendo descabidas as acusações formuladas e desprovidas de fundamento, na medida em que a legislação não admite a presunção de culpa em casos como o presente, em que cabe a quem acusa provar a existência do ilícito.

Considerações Finais

25. Os indiciados requereram a celebração de Termo de Compromisso (fls. 290/294), tendo sido rejeitada em reunião do Colegiado realizada em 04.04.06.

É o relatório.

Voto

26. O art. 170, §7º da Lei 6.404/76, que é o fundamento das acusações deste processo, tem a seguinte redação:

"§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".

27. Como se pode perceber, ele trata do "critério adotado, nos termos do §1º", exigindo que se esclareça "os aspectos econômicos que determinaram a sua escolha". Esse esclarecimento deve ser feito na proposta de aumento de capital e de forma pormenorizada. Os três critérios possíveis são (i) valor patrimonial, (ii) cotação de mercado, ou (iii) perspectiva de rentabilidade.

28. Em 01.03.05, quando da apreciação do pedido de sigilo do laudo de avaliação econômico da Companhia, que tinha sido exigido pela CVM no curso de análise desse mesmo aumento de capital, o Colegiado reconheceu de forma expressa que a justificativa para a escolha do critério de fixação do preço já constava da proposta, uma vez que a proposta explicava que dois dos três critérios (valor patrimonial e cotação de mercado) não poderiam ser utilizados. Assim, só restaria a utilização do critério de perspectiva de rentabilidade. O termo de acusação também reconhece a existência da justificação. O que justificaria, então, a existência desse processo administrativo sancionador?

29. Conforme constou do voto vencedor que apreciou o pedido de sigilo do laudo de avaliação, proferido na reunião de 01.03.05 ("Voto Anterior") (em argumento reconhecido também no Termo de Acusação), a interpretação do conteúdo do §7º deve ser feita de modo a exigir na inclusão na proposta de aumento de capital, não só a justificativa pormenorizada do critério, mas da própria fixação do preço:

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

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

O dever de exposição detalhada de que fala a lei pode ser cumprido de várias maneiras, a depender inclusive do parâmetro escolhido como mais adequado para fixação do preço de emissão. Se a maneira escolhida para o cumprimento da regra for a elaboração do laudo de avaliação, ainda assim, não há disposição legal que determine sua integral divulgação. A lei é clara no sentido de que é suficiente o esclarecimento pormenorizado da proposta de aumento de capital. Além disso, o laudo, por si só, não é

vinculante para a determinação do preço das novas ações, tendo em vista que outros fatores poderão ser também levados em consideração, o que se verificará caso a caso, e deverá, sempre, constar da proposta de aumento.

A disposição do §7º do art. 170 da lei não é apenas de caráter informacional. Ela contém, também, um elemento relevante de prestação de contas e responsabilização (accountability e liability), destinando-se reforçar o comprometimento dos administradores com os critérios escolhidos e propostos à assembléia, bem como sua eventual responsabilização no caso de falha em seus deveres de diligência e probidade.

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

30. Em resumo, entendeu o Colegiado que a proposta de aumento de capital deveria conter não só a justificativa pormenorizada do critério escolhido para a fixação do preço de emissão, mas, também, a justificativa pormenorizada do preço de emissão em si. Ou seja, deveria conter as premissas e um resumo do cálculo que levaram ao preço, pela perspectiva de rentabilidade futura, ou o valor patrimonial total dividido pelo número de ações, no caso de esse ser o critério, ou o período e as cotações utilizadas, quando o critério for a cotação em bolsa.

31. Eu não concordo com a interpretação dada ao art. 170, §7º da Lei 6.404/76 pelo Voto Anterior, embora concorde que ele contém regra que visa não só a divulgação de informações, mas, também, a prestação de contas e a responsabilização dos administradores, como constou do trecho do voto acima transcrito.

32. Minha discordância é de forma: a justificativa do preço não precisa ser feita na proposta de aumento de capital, pois o §7º do art. 170 da Lei 6.404/76, por negligência ou de forma intencional, restringiu a justificativa pormenorizada na proposta de aumento de capital à definição do critério para fixação de preço e não para o preço em si. Por esse motivo, não pode regulador ampliar a exigência legal e exigir que da proposta de aumento de capital conste a fixação do preço. Dessa forma, o preço pode ser justificado nas discussões realizadas na própria assembléia que definir o aumento de capital (ou na reunião do conselho de administração) ou, ainda, na assembléia geral ordinária seguinte (momento apropriado para os administradores prestarem contas aos acionistas) ou mesmo em documentos de suporte à proposta de aumento de capital (laudos de avaliação preparados por terceiros ou estudos internos).

34. Entendimento similar (i.e., que o preço é justificado em assembléia) se extrai do Parecer de Orientação 01/78, que em seu parágrafo final, tratando dos aumentos de capital decididos pela assembléia de acionistas: "[o] que a CVM exigirá, no entanto, é que o preço de emissão das novas ações seja sempre justificado, de maneira clara e precisa, por ocasião da assembléia geral que deliberar sobre a autorização do aumento de capital".

35. É de se notar, inclusive, o inconveniente que pode ser trazido por esse alargamento da obrigação de fundamentar o preço, quando o critério utilizado for o valor econômico. Isso porque o art. 124, §6º, inserido na Lei 6.404/76 pela Lei 10.303/01 (que introduziu o art. 170, §7º) estabelece que as companhias abertas "deve[m] (...) à bolsa de valores (...) os documentos postos à disposição dos acionistas para deliberação na assembléia-geral". Assim, a interpretação ampla do §7º, conforme adotada pelo Colegiado na Decisão Anterior, obrigará à companhia tornar pública a terceiros (inclusive competidores, pois, uma vez na Bolsa de Valores, as informações ficam disponíveis a todos interessados) informações sobre o valor econômico da companhia que, muitas vezes, são valiosas aos competidores (informações sobre premissas de investimento, mercado, etc.).

36. Nos processos citados no Voto Anterior, percebe-se interpretação semelhante à que defendo. Neles, há referência à comprovação do preço em laudo de avaliação ou estudo próprio (ambos os votos apresentados no Processo RJ2004/3098, que foi apreciado após a aprovação da proposta de aumento de capital pelo conselho de administração¹) ou apenas à necessidade de fundamentação (Processo CVM RJ2000/4473 em conjunto com o Processo CVM RJ2000/3098). Não há neles, no entanto, menção sobre a violação ao art. 170, §7º, mas apenas ao §7º².

37. Em razão desses pronunciamentos anteriores (inclusive o Parecer de Orientação 01/78, que não foi alterado após a Lei 10.303/01 e continuou a ser aplicado pela CVM sem alterações), caso a CVM entenda que o cálculo do preço de emissão (ou as premissas desse cálculo) conste da proposta do aumento de capital, creio que seria o caso de aplicação do art. 2º, §único, XIII da Lei 9.784/99³, o que imporia a absolvição dos indiciados.

38. Minha argumentação não deve ser entendida como uma licença para que os administradores deixem de prestar

informações sobre como se chegou ao preço a partir dos critérios ou de prestar contas e responsabilizar-se por isso. Significa, apenas, que há mais liberdade para a administração desincumbir-se dessas responsabilidades. A Lei 6.404/76, ao não exigir forma específica para a documentação da fixação do preço (ao contrário do que exigiu para a fixação do critério que o determinaria), permitiu que a administração desse informações e prestasse contas pela fixação do preço de emissão na forma geral pela qual presta informações sobre deliberações assembleares (i.e, por explicação na própria assembléia que deliberar sobre o aumento de capital ou na assembléia geral ordinária) e responsabiliza-se pelas propostas feitas e não com base na regra específica estabelecida pelo §7º do art. 170. Em outras palavras, não discordo sobre as obrigações dos administradores, mas apenas sobre a forma como ele deve desincumbir-se dessas obrigações. Assim, a inexistência das premissas utilizadas para a fixação do preço de emissão não seria indicação de descumprimento do disposto no §7º do art. 170.

39. Além disso, no caso concreto, deve-se ressaltar que, embora houvesse oposição ao aumento de capital por parte de certos acionistas, não se reclamou da fixação do preço de emissão. Reclamou-se apenas da legitimidade do aumento de capital e de uma eventual obrigação de os acionistas controladores adquirirem a acionista reclamante. Não se pode nem mesmo alegar que essa acionista desconhecia a proposta de aumento de capital, pois o trecho relativo ao critério para fixação do preço foi utilizado para subsidiar um dos argumentos constantes do voto, que, no entanto, não se referia ao preço de emissão (fls. 284).

40. Analisando o caso concreto de forma aprofundada, parece-me, no entanto, que poderia haver descumprimento do disposto no art. 170, §7º, em razão de um fato não discutido na acusação: em realidade, o preço não foi fixado com base na perspectiva de rentabilidade, como se disse na proposta de aumento de capital, ou em qualquer dos outros critérios do art. 170, §1º da Lei 6.404/76, pois nenhum deles permitiria a fixação do preço.

41. Começando pelo último, as ações da Companhia eram negociadas de forma esporádica⁴, não podendo servir de base para o aumento de capital (nem a distribuição seria pública, de modo a se poder utilizar o processo de *bookbuilding* como *proxy* do valor de mercado). O patrimônio líquido era negativo. A perspectiva de rentabilidade também era negativa, como demonstrava o laudo de avaliação do JP Morgan⁵ e, nesse sentido, era um critério tão imprestável quanto os demais.

42. Frise-se, a respeito da perspectiva de rentabilidade, que a conclusão do JP Morgan não contradiz o que já vinha dizendo a Companhia desde 2002 (fls. 257), pois em notas explicativas a suas demonstrações financeiras para 31.12.2001 já dizia que a Companhia "*[vinha] sistematicamente incorrendo em prejuízos e apresentando capital de giro negativo, financiados por acionistas e por terceiros. De acordo com estimativas e projeções de sua Administração, esses prejuízos deverão ser absorvidos pelos resultados de operações futuras a partir do exercício de 2006*" (grifos inexistentes no original, fls 257). Essa nota teria sido repetida nas demonstrações financeiras do exercício seguinte. Além disso, conforme se vê das demonstrações financeiras de 31.12.02, a Companhia tinha patrimônio líquido negativo em mais de quinhentos e um milhões de reais, mesmo com adiantamentos para futuros aumentos de capital no valor de quase seiscentos e setenta e cinco milhões de reais, uma vez que tinha prejuízos acumulados em pouco mais de quinhentos e um milhões de reais⁶. Enfim, parece realmente que não havia perspectiva de rentabilidade futura para a Companhia, sem que ela fosse saneada financeiramente.

43. Por esses motivos, parece-me que a proposta de aumento de capital deveria conter a explicação de que nenhum dos critérios legais poderia ser aplicado para o aumento de capital da Companhia e, portanto, o preço seria escolhido pela administração, sem fundamento em um dos critérios legais.

44. Ao proceder assim, a administração da Companhia estaria, de forma expressa, fixando o preço de emissão com base em critério não prevista em lei e poderia ter sua atuação contestada em juízo, pela CVM ou pela Junta Comercial. A administração estava, então, diante de uma situação de incerteza jurídica exacerbada. Sua estratégia, mantida até hoje, foi a utilização apenas formal do critério de perspectiva de rentabilidade. Digo formal, pois, de fato, não foi esse o critério utilizado. O preço foi fixado arbitrariamente (i.e, sem apoio em um dos critérios legais).

45. Essa não me parece a melhor estratégia, mas não posso negar que a escolha alternativa que, acredito, seria a mais correta não seria nem simples nem significaria menores problemas para a administração da Companhia ou a eliminação de riscos jurídicos.

46. Com base no que disse acima, poderia concluir pela desobediência ao art. 170, §7º (embora por razões outras não formuladas no Termo de Acusação), pois o critério constante da proposta de aumento de capital não foi o critério utilizado. Não acho, no entanto, que devemos condenar os indiciados em razão disso, pois a conduta alternativa seria o descumprimento dos termos de outro dispositivo desse mesmo artigo (§1º) (embora uma interpretação jurídica razoável levaria a excluir a ilicitude dessa outra desobediência).

47. Além disso, existem outras razões para a absolvição dos indiciados: (i) há incerteza jurídica sobre a forma legal de atuar era justificada, (ii) não há reclamação nos autos sobre o preço de emissão, e (iii) a situação e o descumprimento da norma que descrevi não foi reconhecida na acusação, embora os fatos e as provas constem do processo. Embora esse último ponto pudesse ser revertido por uma recapitulação, creio que os outros dois permaneceriam e a necessidade de absolvição, conseqüentemente, também.

Voto, portanto, pela absolvição de todos os indiciados.

Rio de Janeiro, 22 de agosto de 2006

Pedro Oliva Marcilio de Sousa

Diretor-Relator

1 Nessa decisão, em 25 de janeiro de 2005, dizia o voto do Diretor Relator: "**31. Ademais, temos que a companhia não apresentou uma justificativa clara e precisa do preço de emissão, não apresentando laudo de avaliação e limitando-se a afirmar que o preço foi fixado 'no máximo possível'**", **partindo da cotação das ações preferenciais, dentro de uma 'razoabilidade que não espante os interessados'**. **32. Dessa forma, entendo que o preço sugerido pela administração da SANEPAR não atende ao parágrafo 1º do art. 170 da Lei das S/A.**" (grifos inexistentes no original). Já o voto do Diretor Presidente: "**Isto posto, voto pela manutenção do entendimento da SEP, no sentido de que o preço de emissão proposto pela Diretoria da Companhia com base no inciso I do § 1º do art. 170 da Lei 6.404/76, já aprovado pelo seu Conselho de Administração, e que se pretende levar ao crivo da assembléia geral extraordinária de acionistas de SANEPAR, somente poderá servir de base à operação de aumento de capital pretendida caso haja um estudo detalhado ou laudo de avaliação da Companhia que venha a justificá-lo**" (grifos inexistentes no original). Nesse voto, expressamente admitiu-se que a justificativa não constasse da proposta de aumento de capital (já aprovada pelo conselho de administração antes do julgamento pela CVM), uma vez que a justificativa só estava sendo exigida para a deliberação na assembléia.

2 É bem verdade que no voto do pedido de reconsideração no Processo RJ 2004/3098 falou-se no §7º. No entanto, ainda sem precisar se ele tratava da justificativa do critério para a definição de preço ou definição de preço propriamente dita. Constatou do voto: "**Por outro lado, apesar da Lei 6.404/76 não requerer a apresentação do laudo de avaliação, exige, no §7º do art. 170 que a proposta de aumento de capital indique, dentre os critérios possíveis, aqueles adotados para a fixação do preço de emissão das ações, com justificativa pormenorizada dos aspectos econômicos que determinaram tal escolha. Isto é, de forma muito detalhada, que permita à administração ou aos acionistas (conforme a competência para deliberar o aumento de capital) atestar a legitimidade econômica do preço de emissão das ações. Deve-se notar, ainda, que tal dever de que fala a lei pode ser cumprido de várias maneiras, a depender inclusive do parâmetro escolhido como mais adequado para fixação do preço de emissão. Se a maneira escolhida para o cumprimento da regra for a elaboração do laudo de avaliação, ainda assim, não há disposição legal que determine sua integral divulgação. A lei é clara no sentido de que é suficiente o esclarecimento pormenorizado da proposta de aumento de capital**". A primeira frase fala em critério, a segunda, ligada à primeira, fala em legitimidade econômica do preço sem, no entanto, esclarecer se essa legitimidade se dá ao se legitimar o critério ou, dentro do critério, pelo cálculo do preço. Já o último parágrafo fala em "esclarecimento pormenorizado da proposta de aumento de capital".

3 Verbis: "**Art. 2º, §único. Nos processos administrativos serão observados, entre outros, os critérios de: (...) XIII interpretação da norma administrativa da forma que melhor garanta o atendimento do fim público a que se dirige, vedada aplicação retroativa de nova interpretação**".

4 Segundo consta do voto do acionista divergente, foram 5 negociações entre 2000 e 2002, em valores reduzidos. A única negociação relevante teria ocorrido em 28.02.97.

5 Esse laudo, ao qual foi dado tratamento sigiloso, foi arquivado na CVM. Por ele, o valor econômico da Companhia calculado pelo método do fluxo de caixa descontado é negativo. O valor econômico calculado por múltiplos de mercado é negativo se calculado com base em 3 dos 4 parâmetros. E, no parâmetro que poderia levar a Companhia a ter valor positivo, o valor mínimo é negativo, mas o máximo consegue ser positivo. O valor econômico calculado por múltiplos de transações também é negativo em um dos critérios. No outro, ele tem o valor mínimo negativo e o máximo positivo. Enfim, o valor econômico da Companhia também era negativo (observação: valor econômico tem sido utilizado como sinônimo da perspectiva de rentabilidade mencionada no art. 170, §1º, II da Lei 6.404/76).

6 Esses valores poderiam ainda ser maiores, caso esses adiantamentos fossem remunerados ou considerados como mútuos e, portanto, uma obrigação da Companhia para com seus acionistas, caso o aumento de capital não fosse efetivado.

Voto proferido pela Diretora Maria Helena de Santana na Sessão de Julgamento do dia 22 de agosto de 2006.

Eu acompanho o voto do Diretor Sergio Weguelin nesse aspecto da necessidade de haver detalhamento na proposta de aumento de capital em relação ao critério adotado para a elaboração do preço das ações.

Portanto, voto também pela aplicação da pena de advertência aos acusados Francisco Nuno Pontes Correia Neves, Jayme Nicolato Corêa, Mauro Oliveira Dias e Tilo Botelho Martins Júnior, na qualidade de diretores da companhia Ferrovia Centro Atlântica S.A., e pela absolvição dos demais acusados.

Maria Helena de Santana

Diretora

Voto proferido pelo Diretor Sergio Weguelin na sessão de julgamento de 22 de agosto de 2006.

Eu concordo com o Relator quando ele afirma que a companhia, de fato, não tinha valor econômico. Por essa razão, entendo que ela não deveria ter proposto tal parâmetro para definir o valor de suas ações. Aliás, se a empresa tivesse apresentado uma descrição pormenorizada dos critérios que levaram à fixação do preço, esse aspecto teria ficado evidente.

Da maneira como a proposta foi tratada, os acionistas não tinham como saber se o valor de um centavo representava a mediana de um intervalo de simulações razoáveis ou o seu extremo, no qual baixas taxas de desconto e altas taxas de crescimento se encontram (neste caso, algo como uma possível "ponta do iceberg" de valor). Se o investidor tivesse tido uma descrição pormenorizada dos critérios utilizados na valorização da empresa, ele poderia ter feito um juízo melhor acerca do empreendimento ter ou não valor econômico. Da forma como tudo se processou, ele provavelmente inferiu a inexistência desse valor pelo fato de que estavam sendo emitidas um milhão de ações à menor unidade monetária possível. Mas, certamente, esta não é a melhor forma de comprometer recursos em um empreendimento: a certeza quanto à necessidade de preservar o negócio e uma leve intuição quanto às perspectivas de seu valor econômico (ou valor de mercado e valor patrimonial).

Por esses motivos, eu acho que faltou a explicação do parágrafo 7º do art. 170. Isso deveria ser feito e é o que a lei determina, no meu entendimento. Além do mais, parece-me ser impossível tomar decisões que envolvem um grau elevado de complexidade (fazer um juízo de valor correto sobre um empreendimento com base numa mera explanação em assembléia. Cabiá a Diretoria da empresa ter disponibilizado previamente o laudo de avaliação ou, então, uma descrição pormenorizada dos critérios de avaliação adotados.

Vejo, assim, que houve uma falha da empresa, ou seja, de sua Diretoria que induziu todos, ao não fazer a explanação devida, a crer em um valor econômico, provavelmente, inexistente. Por este motivo, voto por uma advertência aos Diretores que encaminharam a proposta e voto pela absolvição dos demais acusados.

Sergio Weguelin

Diretor

Declaração de voto do Presidente Marcelo Fernandez Trindade, na sessão de julgamento de 22 de agosto de 2006.

Objeto da divergência

1. Minha divergência com o Relator situa-se em dois pontos: (i) a interpretação por ele dada ao § 7º do art. 170 da Lei 6.404/76 (a Lei das S.A.); e (ii) o entendimento de que incidiria, neste caso, a regra legal que veda, no âmbito da administração pública, a aplicação retroativa de nova interpretação (inciso XIII do parágrafo único do art. 2º, da Lei 9.784/99).

Sobre a exposição pormenorizada e preço de emissão

2. Quanto ao primeiro ponto, entendo o Relator, em resumo, que a justificativa "pormenorizada" a que se refere o § 7º do art. 170 da Lei das S.A. diz respeito exclusivamente à escolha do critério utilizado para a fixação do preço de emissão, dentre aqueles que, isolados ou combinados, são admitidos pelo § 1º do mesmo artigo. Diz o voto do Relator:

"32. Minha discordância é de forma: ao não exigir expressamente a documentação pormenorizada na proposta de aumento de capital de como se calculou o preço, a Lei 6.404/76, por negligência ou de forma intencional, permitiu que o preço fosse justificado não só na própria proposta (como exige o § 7º), mas em documentos de suporte ou em razão das discussões ocorridas na reunião ou na assembléia que o tenha aprovado. Para o critério para a fixação do preço de emissão, no entanto, a justificativa pormenorizada deve constar da proposta de aumento de capital, como exige o § 7º." (grife)

3. No meu entendimento, contudo, o dever de exposição pormenorizada de que trata o § 7º do art. 170 abrange a justificativa para a fixação do preço de emissão, segundo os critérios escolhidos.

4. O § 1º do art. 170 da Lei das S.A. estabelece que o preço de emissão deverá ser fixado ... tendo em vista, alternativa ou conjuntamente, a perspectiva de rentabilidade da companhia, o valor do patrimônio líquido da ação e a cotação das ações em bolsa, admitido o ágio.

5. Já o § 7º, acrescentado pela reforma de 1997, estabelece que a proposta de aumento de capital deverá esclarecer qual o critério adotado, nos termos do § 2º deste artigo, justificando pormenorizadamente os aspectos econômicos que determinaram a sua escolha."

6. Nelson Eizirik explicou com precisão o alcance da nova norma:

"Nos termos do novo § 7º do art. 170 da Lei das S.A., a proposta de aumento de capital deverá esclarecer qual o critério adotado para a fixação do preço de emissão das ações, justificando pormenorizadamente os aspectos econômicos que determinaram a sua escolha.

Ou seja, cabe ao órgão competente da companhia explicar as razões econômicas que estão a legitimar o preço de emissão das ações... (omissis)"

7. Como se vê, a norma de exposição pormenorizada foi incluída na lei exatamente para assegurar que os administradores expusessem ao órgão societário encarregado da deliberação sobre o aumento de capital os detalhes relativos à fixação do preço de emissão, tendo em vista o potencial danoso, para os artigos acionistas, da errônea fixação do preço.

8. Aliás, mesmo antes da reforma de 1997 a melhor doutrina já destacava a relevância da exposição pormenorizada. O Professor Mauro Rodrigues Pentecoste, em sua monografia já clássica, dava conta de caráter essencial da exposição justificativa do aumento de capital especialmente no que diz respeito ao preço de emissão.²

9. Na verdade não consigo vislumbrar como, no mundo real, será possível pormenorizar as razões da escolha do critério de fixação do preço sem pormenorizar as próprias razões de fixação do próprio preço.

10. Assim, por exemplo, se a proposta, ao comparar os três critérios previstos em lei, indicar o preço de mercado como o mais razoável, tendo em vista serem liquadas as ações de emissão da companhia, não poderá deixar de indicar, em seguida, o número de pregões que será utilizado para o cálculo do preço, nem deixar de indicar que o preço será fixado por média ponderada.

11. Caso se opte pelo valor de patrimônio líquido, será necessário, além da comparação entre os três critérios legais, indicar qual o balanço utilizado (se o último balanço anual ou balanço especial), expondo-se as razões para a utilização desse determinado demonstrativo.

12. Imagine-se agora o caso da perspectiva de rentabilidade. Nesse caso, a análise do fluxo de caixa descontado deverá indicar as taxas de desconto utilizadas, bem como o período considerado, e ainda outros fatores que tenham tido relevo na avaliação. Sem isto, a meu ver, não será atendido o comando de exposição pormenorizada, pois apenas se terá informado aos administradores ou acionistas, conforme o caso, o resultado, mas não o método; o preço mas não o critério.

13. No mesmo sentido, recorra-se novamente à lição de Nelson Eizirik:

"Se o parâmetro for o da perspectiva de rentabilidade, deverá a justificativa ser acompanhada de estudo econômico, realizado, preferencialmente, por profissional especializado e independente, no qual fiquem explícitas as taxas esperadas de retorno do investimento nos próximos anos, com base nas informações fornecidas pela companhia."³

14. A mera referência ao preço resultante de cada uma das avaliações impede, a meu ver, uma decisão responsável pela assembléia ou pelo Conselho, quanto à fixação do preço de emissão. E essa decisão responsável constitui a principal finalidade da norma de exposição pormenorizada, tendo em vista que compete com exclusividade ao órgão social fixar o preço.

15. Retomem-se os exemplos dos demais critérios, para que se possa ter noção da desinformação de acionistas ou administradores, conforme o caso, se fosse admitido que devem decidir, quanto ao preço fundado em valor de mercado, sem saber o número de pregões e a média a ser utilizada; ou quanto ao preço fixado pelo valor de patrimônio líquido, sem a informação sobre a data do balanço utilizado. Pois a desinformação seria a mesma ao utilizar-se o fluxo de caixa sem conhecer-se a taxa de desconto e as demais premissas relevantes.

16. Obviamente a divulgação ou disponibilização à assembléia (ou aos conselheiros, conforme o caso), do laudo de avaliação utilizado como base da proposta, supre com folga a exposição pormenorizada de que trata a lei (partindo-se, evidentemente, do pressuposto de que as conclusões do laudo sejam as adotadas na proposta).

17. Tenho, contudo, em diversas ocasiões anteriores, e inclusive no caso concreto do aumento de capital objeto deste processo, manifestado o entendimento de que a divulgação do laudo de avaliação não é obrigatória, seja porque a lei não a determina, seja porque ele normalmente contém informações estratégicas sigilosas sobre a companhia, e projeções da administração não divulgadas ao público.

18. Optando a administração da companhia por não divulgar o laudo — como ocorreu no caso concreto —, deverá, entretanto, atender ao comando de exposição pormenorizada através da apresentação à assembléia (ou ao Conselho, conforme o caso) do conjunto de informações relevantes para a análise informada quanto à adequação do critério utilizado na fixação do preço, e portanto quanto à adequação do próprio preço.

19. Ao assim não agirem, como ocorreu no caso, parece-me que os administradores deixam de atender ao comando do art. 170, § 7º, da Lei das S.A.

Não há nova interpretação neste caso

20. O segundo ponto de minha divergência refere-se à impossibilidade, vislumbrada pelo Relator, de aplicação do entendimento acima manifestado ao caso concreto. Entende o Relator que a aplicação de tal interpretação a este caso concreto violaria a regra da parte final do inciso XIII do parágrafo único do art. 2º da Lei 9.784/99, que determina a adoção, nos processos administrativos, de *"interpretação da norma administrativa da forma que melhor garanta o atendimento do fim público a que se dirige, vedada aplicação retroativa de nova interpretação"*:

21. Apesar de considerar-me servo muito fiel dessa norma legal, a mim me parece que, no caso específico destes autos, está ausente um elemento essencial para sua incidência, qual seja, a novidade da interpretação acima adotada.

22. Ao se referir a interpretação nova, a lei quis mencionar a interpretação **diversa de outra, anterior**, prestigiando a segurança jurídica, de modo a evitar guinadas de entendimento da administração que pudessem prejudicar o particular. É o que ensina Maria Sylvia Zanella Di Pietro:

*"O princípio se justifica pelo fato de ser comum, na esfera administrativa, haver mudança de interpretação de determinadas normas legais, com a conseqüente mudança de orientação, em caráter normativo, afetando situações já reconhecidas e consolidadas na vigência de orientação anterior. Essa possibilidade de mudança de orientação é inevitável, porém gera insegurança jurídica, pois os interessados nunca sabem quando a sua situação será passível de contestação pela própria Administração Pública. Daí a regra que veda a aplicação retroativa."*⁴

23. Em muitas decisões manifestei meu entendimento de que a norma que veda a aplicação retroativa deve ser aplicada inclusive quando a orientação anterior possa ser extraída de um comportamento omissivo reiterado da CVM diante de uma certa conduta dos agentes de mercado. Assim, por exemplo, quando a CVM reiteradamente não se opõe a uma prática de mercado, ou não a reprime, a orientação no sentido de considerar tal prática como indevida somente deve incidir nas situações futuras.⁵

24. Contudo, no caso concreto não me parece ser este o caso. Em primeiro lugar, o Parecer de Orientação 01/78, citado pelo Relator, além de não conter, a meu juízo, interpretação no sentido de que basta justificar o critério, mas não o preço de emissão, não pode servir de base para revelar o entendimento da CVM sobre uma regra legal (o § 7º do art. 170) introduzida no ordenamento jurídico em 1997, quase vinte anos depois de sua edição.

25. Já os processos, citados pelo Relator, em que tal entendimento teria sido manifestado, não me parecem, também, autorizar a conclusão de que, até aqui, para a CVM, bastaria justificar a escolha do critério, mas não o próprio preço de emissão — até porque, como tentei antes deixar claro, não me parece que uma tal distinção possa realmente existir, ao menos de forma perceptível a olho nu.

26. Com efeito, o primeiro processo citado no voto do Relator é o Processo RJ 2004/3098, que foi examinado pelo Colegiado por duas vezes. Na primeira vez, em reunião de 25.01.2005, foi decidido, como se vê da ata da reunião, que **"o preço de emissão proposto pela Diretoria da Companhia com base no inciso I do § 1º do art. 170 da Lei 6.404/76, já aprovado pelo seu Conselho de Administração, e que se pretende levar ao crivo da assembléia geral extraordinária de acionistas de SANEPAR, somente poderá servir de base à operação de aumento de capital pretendida caso haja um estudo detalhado ou laudo de avaliação da Companhia que venha a justificá-lo"** (grifou-se). Como se vê, o Colegiado entendeu que era necessário um estudo para justificar o preço de emissão, e não apenas o critério que levava ao preço de emissão.

27. O mesmo processo foi examinado outra vez pelo Colegiado, em reunião de 19.04.2005, para exame de pedido de reconsideração apresentado pela parte interessada. O entendimento anterior foi confirmado, e do voto que então proferi como Relator constou expressamente o seguinte trecho:

"Por outro lado, apesar da Lei 6.404/76 não requerer a apresentação do laudo de avaliação exige, no §7º do art. 170 que a proposta de aumento de capital indique, dentre os critérios possíveis, aqueles adotados para a fixação do preço de emissão das ações, com justificativa pormenorizada dos aspectos econômicos que determinaram tal escolha. Isto é, de forma muito detalhada, que permita à administração ou aos acionistas (conforme a competência para deliberar o aumento de capital) atestar a legitimização econômica do preço de emissão das ações."

Deve-se notar, ainda, que tal dever de que fala a lei pode ser cumprido de várias maneiras, a depender inclusive do parâmetro escolhido como mais adequado para fixação do preço de emissão. Se a maneira escolhida para o cumprimento da regra for a elaboração do laudo de avaliação, ainda assim, não há disposição legal que determine sua integral divulgação. A lei é clara no sentido de que é suficiente o esclarecimento pormenorizado da proposta de aumento de capital."

28. Não me parece restar dúvida quanto ao fato de que nessa decisão já fora adotado o entendimento antes exposto neste voto.

29. Já no terceiro e último processo citado no voto do Relator (Processo RJ2000/4473, examinado pelo Colegiado na reunião de 25.06.2002), a discussão não versava, segundo me parece, sobre o tema da divulgação de informações, mas sim sobre a própria qualidade do laudo de avaliação, que fora tornado público, e o próprio mérito do preço de emissão, pois se tratava de proposta de abertura de inquérito administrativo (que àquele tempo dependia de autorização do Colegiado) em que a discussão versava sobre indícios de diluição injustificada dos antigos acionistas.

30. Em tal processo, portanto, não me parece ter sido manifestado qualquer entendimento relativo ao tema da apresentação de proposta pormenorizada, seja em sentido semelhante, seja em sentido contrário àquele por mim sustentado neste voto.⁶

31. Assim, me parece que nenhuma das decisões citadas adotou qualquer entendimento contrário àquele adotado pela acusação, ao entender que nas hipóteses em que é deferido tratamento confidencial ao laudo de avaliação, a proposta de aumento de capital deve conter os elementos necessários à demonstração da escolha do critério de fixação de preço utilizado, com explicitação dos elementos relevantes utilizados na fixação do preço, isto é, com exposição pormenorizada.

32. Contudo, saliente que, para o caso concreto, não me parece que seja útil referir ao voto por mim proferido no Processo 2004/3098, e que menciona expressamente o § 7º do art. 170 da Lei das S.A., pois tal voto foi proferido dois anos após a operação de que cuidam estes autos.

33. O que me parece, sim, é que a CVM, até onde estou informado, nunca interpretou o § 7º do art. 170 da Lei das S.A. de maneira diversa do entendimento adotado pela acusação, razão pela qual não vejo espaço para a incidência, nestes autos, da norma do inciso XIII do parágrafo único do art. 2º da Lei 9.784/99.

As acusações e os fatos

34. Feitas essas observações, cumpre retomar o exame do caso concreto, e da proposta de aumento de capital formulada pela administração à assembléia em maio de 2003. Tal proposta, como se vê do voto do Relator, esclareceu que o valor patrimonial era negativo e que as ações da companhia não eram negociadas, de modo que não havia valor de cotação. Por isso, a proposta indicou que o preço de emissão deveria ser de R\$ 0,01 por lote de mil ações, fixado *"com respaldo em estudo realizado pela JP Morgan Securities Inc. ("JP Morgan"), consultora externa especializada, bem como no parecer da auditoria independente"*. Essa a justificativa apresentada para a fixação do preço de emissão.

35. O laudo de avaliação, como visto, não foi apresentado aos acionistas, e sobre ele pediu-se, e se obteve, tratamento sigiloso. Que dizer do mencionado *"parecer da auditoria independente"*? A referência parece ser à afirmação final constante do parecer dos auditores da companhia, às demonstrações financeiras de 31.12.2002, apresentadas em 15.04.2003, cujo teor, no particular, era o seguinte:

"A Companhia tem incorrido em prejuízos e apresentado capital de giro negativo, financiados por seus acionistas e por terceiros. De acordo com estimativas e projeções de sua administração, esses prejuízos deverão ser absorvidos pelos resultados de operações futuras. Até que os resultados sejam suficientes para absorver esses valores, a Companhia continuará a depender de recursos adicionais para financiamento e continuidade de suas operações, bem como para a recuperação do ativo imobilizado e do diferido no curso normal de seus negócios."

36. A proposta de aumento de capital, portanto, pretendeu justificar *"pormenorizadamente"* o preço de emissão fazendo referência a um laudo mantido em sigilo e a um parágrafo do parecer de auditoria que diz, *data venia*, o óbvio, quando se trata de companhia que tem prejuízos reiterados: se a companhia tiver lucro suficiente para reverter os prejuízos, sobreviverá; caso contrário, não.

37. Parece muito claro que o preço de emissão, no caso, devesse mesmo ser o adotado, em razão da situação da companhia. Tampouco se discute, na acusação, a necessidade do aumento de capital (embora em créditos), pois a agência reguladora da atividade da companhia havia determinado a adequação da estrutura de capital. Portanto, qualquer acusação que se refira à suposta falta de dever de diligência, como a que foi feita aos membros do Conselho de Administração da Companhia, não me parece cabível, neste caso.

38. Por essas mesmas razões, a falha dos membros da diretoria que subscreveram a proposta que não continha a exposição pormenorizada dos elementos que levaram à fixação do preço de emissão me parece pouco grave, no caso concreto. A situação da companhia era realmente difícil, o aumento de capital inevitável, as avaliações em grande parte negativas, e o preço utilizado (a menor unidade monetária, por lote de mil ações) falavam por si só quanto à explicitação desse quadro.

39. Por essas razões, entendendo que se tratou de falha potencialmente relevante, mas no caso concreto apenas formal, voto pela imposição de pena de advertência aos membros da diretoria da companhia que subscreveram a proposta, e pela absolvição dos demais indiciados.

Rio de Janeiro, 22 de agosto de 2006.

Marcelo Fernandez Trindade

Presidente

1 EIZIRIK, Nelson. Reforma das S.A. e do Mercado de Capitais. Rio de Janeiro: Renovar, 1997, pp. 94/95, grifou-se.

2 PENTEADO, Mauro Rodrigues. Aumentos de Capital das Sociedades Anônimas. São Paulo: Saraiva, 1988, p.175, grifou-se

3 EIZIRIK, Nelson. *Ob. cit.*, p. 95.

4 DI PIETRO, Maria Sylvia Zanella. Direito Administrativo. 13ª ed. São Paulo: Atlas, 2001, p. 85, grifou-se.

5 Cito, à guisa de exemplo, meu voto nos Processos 2004/4558, RJ/2004/4559, RJ/2004/4569 e RJ/2004/4583, examinados pelo Colegiado em reunião de 21/09/1994. "Neste ponto, embora eu possa vir a concordar, em tese, com o raciocínio da SEP, secundado pela SNC, e apoiado pelo Diretor Relator, no sentido de que prejuízos em formação, apurados em balanço intermediário, não se prestam à redução de capital, não posso fazê-lo no caso concreto, pois **estou convencido de que tal entendimento não era pacífico até aqui na autarquia, havendo, além disto, sinais expressivos de que a CVM vinha admitindo o procedimento que a manifestação de entendimento condensa, ou ao menos não o vinha cobindo até esta operação** Com efeito, a companhia chamou a atenção para o fato de que não só existe precedente explícito sobre o tema na CVM (o Ofício CVM/GIORR/009/93), como houve ao menos sete assembleias entre 1999 e 2003 em que companhias abertas deliberaram reduzir seu capital com base em prejuízos apurados em balanços intermediários, sem que tais atos societários fossem impugnados pela autarquia. Examinei cada uma das atas de tais assembleias gerais, e os balanços intermediários em que se basearam, e todas se assemelham, mais ou menos intensamente, à deliberação assemblear aqui impugnada." (grifou-se)

6 Veja-se o resumo da controvérsia na seguinte passagem do voto do Diretor Relator, Waldemir Castelo Branco Castro: "Somente com relação à última questão proposta para análise, isto relativo à última das reclamações formuladas, manifestou-se a SEP, no sentido de sua procedência, eis que as projeções do Anexo II do laudo de avaliação seriam adequadamente levadas em conta, montantes de imposto de renda a pagar, ou seja, o laudo proporia a probabilidade de que, no futuro, haveria lucro tributável, que poderia ser compensado com os prejuízos fiscais, nos termos do pronunciamento expresso a Deliberação CVM nº 273. Em contradição, apoiou a SEP que o laudo não teria levado em consideração as projeções fiscais, nem correção efetiva, nem correção efetiva, nem correção efetiva para encontrar o valor das ações da Nova Caixa, apesar de o mesmo laudo prever lucro e consequente pagamento de imposto. Ao questionar aqui as conclusões, que provavelmente apontam, mais razoavelmente possível, então logo de prime para ampliação ou mesmo para certeza, aludindo ao na métrica métrica de reorganização societária extremamente complexa, alguns atos dos quais ainda deverão demandar investigações e análises mais aprofundadas. Relativamente à diluição (redução) da participação das acionistas minoritárias, não tenho correção de que a mesma tenha ocorrido. Tem-se que a assembleia geral extraordinária foi convocada, realizando-se em 20/07/93, fixando-se o preço de emissão das ações em que poderiam ser convertidas as debêntures da Nova Caixa, em função de suas parcerias de ventosidade, em R\$ 2,25, calculada a partir de laudo elaborado pela Proconsultoria. A Nova Caixa foi avaliada em R\$ 270 milhões, em face de sua debênture, não representarem exigibilidade, tendo sido tratada como capital próprio. O laudo da Proconsultoria atribuiu à Nova Caixa correspondente a debênture representativa de crédito investigável. No entanto, essa debênture não constituiu capital próprio das acionistas da companhia, e em capital de terceiros, de modo que, em 20/07/93, o valor da Nova Caixa efetivamente pertencente à suas acionistas era R\$ 179 milhões. Além do mais, relativo a empresa que o atraso na implementação da restituição teria onerado a empresa em mais R\$ 70 milhões, não previstos no laudo de 20/7/93. De tal sorte, parece-me plausível o argumento apresentado pela Companhia ao destacar que, embora R\$ 70 milhões de capital, de ordem de R\$ 70 milhões, sem exceção R\$ 70 milhões, no qual, por sua vez, dividida por 450.000 ações, resultando em R\$ 0,20 por ação. Em outras palavras, a par de a Nova Caixa ter sido avaliada em R\$ 270 milhões, desconhecendo o montante relativo às debêntures que foram emitidas justamente para propiciar a operação em tal e a valor referente a possíveis gastos emergentes da empresa na consecução da operação, o valor considerado para a obtenção do preço unitário de subscrição das ações foi de R\$ 2,25. Não vejo, portanto, indícios de irregularidade, à luz do art. 170 da Lei 6.404/76."