

EXTRATO DA SESSÃO DE JULGAMENTO DO PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR
CVM Nº RJ2009/8316

Acusados: **Brás Ferreira Machado**
Luis Gustavo Loyola dos Santos
Milton Paulo Silva
Roberto Francisco Casagrande Herdeiro

Ementa: ausência de justificativa pormenorizada na fixação do preço de emissão de ações em operação de aumento de capital. **Absoluções e advertências.**

Decisão: **Vistos, relatados e discutidos os autos, o Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários, com base na prova dos autos e na legislação aplicável, com fundamento no art. 11, I, da Lei nº 6.385/76, por unanimidade de votos, decidiu:**

1. **Absolver Milton Paulo Silva**, na qualidade de Diretor de Relações com Investidores; **Luiz Gustavo Loyola dos Santos, Brás Ferreira Machado e Roberto Francisco Casagrande**, na qualidade de membros do Conselho de Administração, da acusação de violação do art. 170, §1º, da Lei nº 6.404/76;
2. Aplicar ao acusado **Milton Paulo Silva**, na qualidade de Diretor de Relações com Investidores, a penalidade de **advertência**, por descumprimento do art. 170, §7º, da Lei nº 6.404/76, por não ter justificado pormenorizadamente o preço de emissão fixado no aumento de capital na proposta submetida à Assembleia Geral de 17.08.07;
3. Aplicar aos acusados **Luiz Gustavo Loyola dos Santos, Brás Ferreira Machado e Roberto Francisco Casagrande**, na qualidade de membros do Conselho de Administração, a penalidade de **advertência**, por terem aprovado, em reunião do Conselho de Administração realizada em 18.07.07, proposta de aumento de capital sem justificativa pormenorizada do preço de emissão.

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 dos artigos 37 e 38 da Deliberação CVM nº 538/2008, prazo esse, ao qual, de acordo com a orientação fixada pelo Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional, poderá ser aplicado o disposto no art. 191 do Código de Processo Civil, que concede prazo em dobro para recorrer quando os litisconsórcios tiverem diferentes procuradores.

Proferiram defesas orais as advogadas (i) Gláucia Mara Coelho, representante dos acusados Brás Ferreira Machado, Luis Gustavo Loyola dos Santos e Roberto Francisco Casagrande Herdeiro; e (ii) Maria Isabel do Prado Bocater, representante do acusado Milton Paulo Silva.

Presente a Procuradora-federal Adriana Cristina Dullius, representante da Procuradoria Federal Especializada da CVM.

Participaram da Sessão de Julgamento os Diretores Luciana Dias, Relatora, Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes, Otavio Yazbek, Roberto Tadeu Antunes Fernandes e o Presidente da CVM, Leonardo P. Gomes Pereira, que presidiu a Sessão.

Rio de Janeiro, 09 de abril de 2013.

Luciana Dias
Diretora-Relatora

Leonardo P. Gomes Pereira
Presidente da Sessão de Julgamento

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº RJ2009/8316

Acusados: Milton Paulo Silva
Luiz Gustavo Loyola dos Santos
Roberto Francisco Casagrande Herdeiro
Brás Ferreira Machado

Assunto: Supostas irregularidades em operação de aumento de capital.

Relatora: Diretora Luciana Dias

RELATÓRIO

I. OBJETO

1. A Superintendência de Relações com Empresas (“SEP”) instaurou processo administrativo sancionador contra os senhores. Milton Paulo Silva, Luiz Gustavo Loyola dos Santos, Roberto Francisco Casagrande e Brás Ferreira Machado (“Acusados”), à época administradores da Kepler Weber S.A. (“Kepler Weber” ou “Companhia”), por suposta violação às regras estabelecidas no art. 170, §§1º e 7º, da Lei nº 6.404, de 1976.

II. OPERAÇÃO SUBJACENTE

2. Analisa-se neste processo a operação de aumento de capital realizada pela Kepler Weber no valor total de R\$330 milhões. A operação envolveu o aporte de, pelo menos, R\$ 110 milhões em recursos novos; e a capitalização de créditos já existentes representativos de aproximadamente R\$ 206 milhões.

3. Tal operação estaria inserida em um contexto de crise econômico-financeira que a Companhia teria passado a enfrentar a partir de 2006. De acordo com o Relatório da Administração anexo às demonstrações financeiras do exercício findo em 31.12.2006, o agravamento desse cenário seria decorrente de condições adversas experimentadas por vários clientes da Kepler Weber, gerando um quadro de comprometimento de liquidez (fls. 10).

4. Seguiram-se, então, eventos que demonstravam o agravamento do referido quadro de crise. Em 07.03.2007, a Companhia publicou fato relevante, divulgando ao mercado que contrataria assessoria externa com o intuito de se estabelecerem medidas de recuperação financeira mediante a negociação das dívidas com os credores (fls. 16).

5. Em 04.06.2007, a Companhia ajuizou pedido de recuperação judicial perante a 1ª Vara de Falência e Concordatas de Porto Alegre. Nesta mesma data, a Companhia publicou Fato Relevante divulgando essa informação (fls. 17).

6. Em 18.07.2007, o Conselho de Administração da Companhia aprovou, por maioria, a celebração do “Acordo de Investimento e Reestruturação” (fls. 07/09)^[1].

7. A celebração desse acordo envolveria a realização de um aumento de capital da Companhia. A operação de aumento de capital teve como objetivo a emissão de novas ações, para subscrição particular, elevando o capital em R\$ 330.000.000,00. O critério utilizado para fixação do preço de emissão de ações foi o valor econômico da Companhia, nos termos do art. 170, §1º, I, da Lei nº 6.404, de 1976^[2], estipulado por laudo de avaliação elaborado pela APSIS Consultoria Empresarial Ltda. (“Laudo de Avaliação”) (fls. 63/100).

8. O Laudo de Avaliação indicou três possibilidades para a definição do valor de emissão, quais sejam: (i) R\$ 0,246083 por ação; (ii) R\$ 0,0772755 por ação; e (iii) R\$ 0,0822691 por ação. No entanto, a AGE, seguindo proposta da administração (fls. 109-111), adotou valor de R\$ 0,3027 por ação, em decorrência da situação financeira crítica da Companhia, e da consequente renegociação de dívidas com seus credores.

9. Em 17.08.07, a AGE aprovou a proposta de aumento de capital (fls. 22/29). Em 20.08.07, a Companhia publicou Fato Relevante divulgando a aprovação da operação de aumento de capital. Nesse mesmo fato relevante, a Companhia esclareceu ao mercado ter requerido desistência do pedido de recuperação judicial (fls. 18).

10. Em 11.09.2007, a Companhia divulgou novo Fato Relevante, esclarecendo maiores detalhes sobre a operação de aumento de capital, especialmente quanto (i) à celebração do Acordo com seus credores; (ii) ao aporte de novos recursos; (iii) à capitalização de créditos; (iv) ao refinanciamento da dívida da Companhia; e (v) à emissão de debêntures (fls. 19-20).

11. Em 04.10.2007, o Conselho de Administração homologou o aumento de capital.

III. HISTÓRICO DO PROCESSO

12. Em 09.10.07, a Gerência de Acompanhamento de Empresas (“GEA-1”), solicitou à Companhia a apresentação do Laudo de Avaliação (fls. 57-58).

13. Em 17.10.07, a Companhia requereu fosse conferido tratamento sigiloso ao Laudo de Avaliação, uma vez que o documento conteria informações estratégicas para a Companhia. Sua divulgação acarretaria um “desnívelamento competitivo” (fls. 59-62).

14. Em 31.10.07, o Colegiado indeferiu a solicitação de tratamento sigiloso ao Laudo de Avaliação, mas dispensou sua apresentação ao mercado. Em seguida, o Colegiado determinou a remessa dos autos à SEP para análise do cumprimento do art. 170, §7º, da Lei nº 6.404, de 1976^[3] (fls. 04-05).

15. Em 20.05.2009, a GEA-3 notificou o DRI da Companhia para que se manifestasse a respeito da diferença entre o valor determinado pelo Laudo de Avaliação e o valor utilizado para a emissão das ações, que teria sido superior ao primeiro (fls. 43/44).

16. Em 04.06.2009, a Companhia afirmou que “[a] diferença verificada entre o valor efetivamente praticado no Aumento de Capital (R\$0,3027 por ação) e o valor indicado no Laudo de Avaliação (R\$0,246083 por ação) foi consequência de uma grande negociação ocorrida com os credores que participariam do processo de capitalização da Companhia, tendo em vista o montante de aporte de recursos e as condições de mercado à época, evitando-se o máximo possível a diluição dos acionistas existentes” (fls. 53-54).

17. Após a GEA-3 solicitar manifestação sobre o valor utilizado e a ausência de justificativas para sua adoção (fls. 132/148), os Acusados alegaram que (fls. 177-203):

i) a Companhia estava enfrentando “grave crise financeira”, decorrente da falta de capital de giro e da exposição à dívida financeira;

ii) esse quadro somente seria contornável mediante o aporte de novos recursos, o que permitiria a adequação do nível de endividamento da Companhia e a recomposição de seu capital de giro;

iii) esses resultados teriam sido atingidos mediante o aporte de novos recursos, a capitalização de créditos e o refinanciamento das dívidas da Companhia, possibilitando a desistência do pedido de recuperação judicial;

iv) a diferença entre o valor efetivamente praticado no aumento de capital e o maior dos valores indicados no Laudo de Avaliação seria fruto de negociação realizada com os credores da Companhia, levando em conta a conversão de parcela da dívida em capital social, a necessidade premente de aporte de recursos e renegociação do passivo da Companhia;

v) os critérios previstos no art. 170, §1º, da Lei nº 6.404, de 1976, admitiriam certa flexibilidade para, de acordo com as peculiaridades de cada caso concreto, determinar-se o preço de emissão das ações;

vi) o preço de emissão deveria ser compatível com o valor econômico da ação, admitindo-se ágio, mas evitando sempre a diluição injustificada de seus acionistas;

vii) a emissão de ações por preço levemente superior ao fixado em laudo e, portanto, compatível com o valor econômico da ação implicaria proteção dos interesses dos acionistas, inclusive dos que não acompanharam o aumento, pois teriam sofrido uma diluição inferior àquela que sofreriam se o preço de emissão fosse mais baixo;

viii) a operação teria sido benéfica aos acionistas porque (a) possibilitou aumento do valor patrimonial da ação (teria passado de um valor negativo de R\$1,6639 por ação para R\$0,1342 por ação); e (b) permitiu a emissão de um número menor de ações, evitando a maior diluição dos acionistas;

ix) a diferença entre o preço fixado no Laudo de Avaliação e o efetivado no aumento de capital não teria sido representativa e não teria coibido os acionistas de acompanharem o referido aumento; teria havido “forte adesão dos acionistas minoritários” ao aumento de capital, aprovado em Assembleia Geral Extraordinária (das 1.090.188.306 ações emitidas, 941.996.002 teriam sido subscritas por acionistas minoritários, havendo sobras de 148.192.304); e

x) o Laudo de Avaliação, utilizado para fixar o preço de emissão das ações, encontrava-se disponível na sede social da Companhia.

IV. TERMO DE ACUSAÇÃO

18. Em 02.09.09, a SEP apresentou Termo de Acusação por descumprimento das regras do art. 170, §§1º e 7º, da Lei nº 6.404, de 1976 (fls. 257-282).

i) *O critério adotado (art. 170, §1º, da Lei nº 6.404, de 1976).*

19. Segundo a Acusação, o art. 170, §1º, da Lei nº 6.404, de 1976, seria restritivo ao estabelecer os critérios possíveis para fixação do preço das ações emitidas em um aumento de capital. O critério adotado pela Companhia foi o valor econômico, e supostamente teria por fundamento o Laudo de Avaliação.

20. No entanto, o preço adotado pela Companhia foi de R\$ 0,3027 por ação. Esse valor apresentou um ágio de aproximadamente 290% sobre o preço de R\$ 0,0772755/ação, sugerido pelo Laudo de Avaliação, e um ágio de 23% sobre o valor correspondente ao melhor cenário, de R\$ 0,246083/ação, igualmente estabelecido pelo Laudo de Avaliação. A Companhia alegou que a diferença de valores seria decorrente de negociações realizadas com os credores.

21. Para a Acusação, no entanto, o art. 170, §1º, da Lei nº 6.404, de 1976, não prevê a adoção de critério diferente dos expressamente estabelecidos. Não admite como critério para fixação do preço a negociação com credores. Além disso, o ágio ou deságio seriam admitidos apenas quando há a adoção do critério exposto pelo art. 170, §1º, III da Lei nº 6.404, de 1976, em função das condições de mercado, o que não se deu no caso em tela.

22. Ainda de acordo com a SEP, o argumento utilizado pelos Acusados sobre a minoração de uma possível diluição não procede, pois, tendo sido emitido volume supostamente menor de ações a um valor mais elevado, os acionistas minoritários, mesmo devendo adquirir menos ações para manter suas participações na Companhia, teriam que aportar mais recursos. Quem não fosse capaz de suportar a quantia necessária à subscrição das novas ações restaria diluído.

23. Para a Acusação, “tanto a adoção de um valor superior quanto de um valor inferior ao preço justo da Companhia conduz a diluição injustificada dos acionistas, seja porque necessitariam de um maior volume de recursos para acompanhar o aumento no primeiro caso, seja porque seriam mais diluídos caso não acompanhassem o aumento de capital no segundo caso” (fls. 277).

24. Dessa forma, o critério adotado pela Companhia representaria afronta ao art. 170, §1º, da Lei nº 6.404, de 1976.

ii) *A justificativa pormenorizada (art. 170, §7º, da Lei nº 6.404, de 1976).*

25. O art. 170, §7º, da Lei nº 6.404, de 1976, determina o esclarecimento minucioso do critério de fixação de valor de emissão de ações acolhido pela Companhia, assim como das nuances econômicas que influenciaram tal escolha. Nesta linha, o Parecer de Orientação nº 01/78 expõe que é necessária a justificação do “*preço de emissão das novas ações*” de forma “*clara e precisa*” (fls. 277), independentemente da origem desta deliberação – se por Assembleia Geral Extraordinária ou por Reunião de Conselho de Administração.

26. Na ata da RCA de 18.07.07 não teria havido menção à utilização de valor distinto do aferido pelo Laudo de Avaliação, decorrente de negociações com credores da Companhia. Segundo a Acusação “os acionistas não dispuseram de justificativa pormenorizada para a adoção do valor de R\$0,3027 por ação, notadamente de esclarecimentos sobre o fato de que esse valor não foi estabelecido pelo laudo elaborado pela APSIS (R\$0,0772755), mas sim o valor calculado nesse laudo no melhor cenário para a Companhia (R\$0,24083), ajustado a maior pelas negociações com os credores” (fls. 278).

27. O critério escolhido, de “*valor econômico da Companhia*”, tampouco foi especificado conforme prevê a Lei nº 6.404, de 1976, atestando-se apenas que houve o atendimento dos “*termos do art. 170, §1º, da Lei nº 6.404, de 1976*” (fls. 278).

28. Em oposição ao alegado pelos administradores, o Laudo de Avaliação não se encontrava anexo à ata da RCA de 18.07.07, de forma a informar os acionistas que o preço adotado era diferente do estabelecido no Laudo. Isso porque não houve o envio do referido documento pelo Sistema IPE como

anexo à ata da aludida RCA, o qual, quando solicitado por esta autarquia, ainda foi objeto de requerimento de tratamento sigiloso. Entretanto, mesmo que o Laudo tivesse se tornado acessível aos acionistas, isso não eximiria os administradores da exigência do art. 170, §7º, da Lei nº 6.404, de 1976.

29. Dessa forma, o art. 170, §7º, da Lei nº 6.404, de 1976, também teria restado violado.

iii) Responsabilidades.

30. O Termo de Acusação imputou as seguintes responsabilidades aos Acusados:

a) ao Sr. **Milton Paulo Silva**, na qualidade de Diretor de Relações com Investidores da Companhia pelo:

- i) descumprimento do art. 170, §1º, da Lei nº 6.404, de 1976, por ter proposto à AGE de 17.08.07 (fls. 22-28) aumento de capital com o preço de emissão fixado com base no critério de valor econômico, porém utilizando valor superior ao estabelecido pelo Laudo de Avaliação; e
- ii) descumprimento do art. 170, §7º, da Lei nº 6.404, de 1976, por não ter justificado pormenorizadamente o preço de emissão fixado no aumento de capital deliberado na AGE de 17.08.07, na proposta submetida à referida assembleia (fls. 22-28), concretamente por não ter esclarecido que o preço adotado foi distinto do apresentado pelo Laudo de Avaliação;

b) aos Srs. **Brás Ferreira Machado** e **Luis Gustavo Loyola dos Santos**, na qualidade de Conselheiros de Administração, e ao Sr. **Roberto Francisco Casagrande Herdeiro**, na qualidade de Presidente do Conselho de Administração da Companhia pelo:

- i) descumprimento do disposto no art. 170, §1º, da Lei nº 6.404, de 1976, por ter aprovado, em RCA realizada em 18.07.07 (fls.07-09), proposta de aumento de capital da diretoria, deliberado na AGE de 17.08.07, com o preço de emissão fixado com base no critério de valor econômico, porém utilizando valor superior ao estabelecido no Laudo de Avaliação, em razão de negociação com credores da Companhia; e
- ii) descumprimento do art. 170, §7º, da Lei nº 6.404, de 1976, por ter aprovado, em RCA realizada em 18.07.07 (fls.07-09), proposta de aumento de capital da diretoria, deliberado na AGE de 17.08.07, sem justificativa pormenorizada do preço de emissão, concretamente por não ter esclarecido que o preço adotado foi distinto do apresentado pelo Laudo de Avaliação, em razão de negociações com os credores da Companhia.

V. PARECER PFE

31. A Procuradoria Federal Especializada (“PFE”) manifestou entendimento favorável ao cumprimento dos requisitos formais previstos no art. 6º e no art. 11 da Deliberação CVM nº 538, de 2008 (fls. 284-288).

VI. DEFESAS

32. Os Srs. Brás Ferreira Machado, Luis Gustavo Loyola dos Santos e Roberto Francisco Casagrande Herdeiro apresentaram defesa conjunta, com fundamento nos seguintes argumentos (fls. 338-365):

- i) ao longo dos anos de 2005 e 2006 a Companhia, assim como os demais integrantes do ramo do agronegócio, teria amargado grave crise econômica, decorrente, sobretudo, de quebras nas safras, oriundas de secas, queda no preço de *commodities* agrícolas, valorização do real frente ao dólar e endividamento e descapitalização dos produtores agrícolas;
- ii) a situação da Companhia era crítica, pois estaria operando com apenas 5% de sua capacidade operacional, limitação de crédito, diminuição de demanda por seus produtos em razão do risco operacional e falta de capital de giro; chegou a demitir 500 colaboradores;
- iii) no momento anterior à reestruturação, a Companhia apresentava patrimônio líquido negativo de aproximadamente R\$165 milhões; para a retomada da Companhia seria necessária a readequação de seu nível de endividamento, que teria chegado a R\$ 395 milhões em 2007, e o

aporte de novos recursos para recomposição do capital de giro;

iv) essa grave crise teria levado a Companhia a empreender diversas tentativas de renegociação com credores ao longo do ano de 2007, as quais não teriam sido bem sucedidas, o que teria acarretado o ajuizamento pela Companhia de pedido de recuperação judicial;

v) após a apresentação de tal pedido, as discussões sobre o acordo teriam sido retomadas com os credores, chegando-se a um consenso que possibilitaria o soerguimento da Companhia, de modo que em 18.07.2007, o Conselho de Administração da Companhia aprovou a celebração do Acordo, em atendimento ao interesse social, viabilizando a desistência do pedido de recuperação judicial;

vi) o aumento de capital seria, dessa forma, devidamente justificado;

vii) a partir das diversas rodadas de negociação com os acionistas e credores envolvidos, chegou-se ao valor fixo de R\$330 milhões, que seria necessário para equalizar as dívidas da Companhia; assim, “o valor a ser subscrito por cada acionista para exercício do direito de preferência seria o mesmo, independentemente do preço fixado por ação ou a quantidade de ações emitidas” (fls. 345);

viii) o preço de emissão foi fixado em R\$ 0,3027 por ação; mas “o preço de emissão era pouco relevante aos acionistas na época, uma vez que, para manterem a sua participação no capital da Companhia, o desembolso seria o mesmo, independente do valor da emissão de ações” (fls. 345);

ix) a escolha de um preço de emissão levemente superior teria acarretado, ao contrário do alegado pela Acusação, uma menor diluição da participação dos acionistas minoritários; tendo em vista o valor fixo (de R\$330 milhões) para o aumento de capital, se os acionistas minoritários, detentores de 5,148% do total de ações, não subscrevessem o aumento de capital, com preço das ações a R\$ 0,3027, sua participação, após o aumento, seria de 0,4290%. Na mesma hipótese, alterando-se apenas o preço das ações, agora a R\$ 0,2461, valor do melhor cenário apresentado no Laudo, a participação após o aumento seria de 0,3543%; o preço emitido, levemente superior ao estabelecido no Laudo de Avaliação, porém compatível com o valor econômico da ação, teria protegido os acionistas minoritários;

x) o preço de emissão seria, assim, justificado, uma vez que teria atendido à única alternativa possível acordada com os credores e não teria diluído injustificadamente os acionistas que não subscreveram o aumento;

xi) o artigo 170, §1º, da Lei nº 6.404, de 1976, fixa os critérios para determinação do preço de emissão de ações em aumento de capital, mas admitiria certa flexibilidade, de acordo com as circunstâncias e peculiaridades de cada caso concreto e observando os interesses dos acionistas, sem, contudo, se limitar a estes; o referido dispositivo não poderia ser interpretado restritivamente, sem levar em consideração outros fatores do caso concreto;

xii) o aumento de capital teria sido realizado “tendo em vista” o critério econômico, dentro da margem de discricionariedade conferida pelo art. 170, §1º, da Lei nº 6404/76;

xiii) nos processos de aumento de capital mediante ofertas públicas, seria possível adotar-se outros critérios que não os previstos no art. 170, §1º, da Lei nº 6.404, de 1976, como a coleta de intenções de investimento (*bookbuilding*); se nos casos de ofertas públicas admite-se essa flexibilidade, nos casos de ofertas privadas uma interpretação restritiva do mesmo dispositivo legal não deveria prevalecer, principalmente quando se tratar de procedimento utilizado para salvar uma companhia em situação de crise;

xiv) a Lei de Sociedades Anônimas, em especial as normas que versam sobre o aumento de capital, deve ser interpretada em conformidade com o instituto da recuperação judicial, regime no qual a Companhia se encontrava e que motivou a celebração do Acordo com os credores;

xv) o art. 170, §7º, da Lei nº 6.404, de 1976, determina que haja a justificação pormenorizada do critério de fixação de preço adotado pela Companhia, e não do valor utilizado para efetivar o aumento de capital, e qualquer exigência além disso estaria ampliando indevidamente o escopo legal; essa ampliação poderia levar, principalmente quando o critério adotado for o de perspectivas de rentabilidade, a uma exposição injustificada das companhias, além de estar em desarmonia com a autorização legal do artigo 157, §5º, da Lei nº 6.404, de 1976, e com o artigo

56, § 3º, da Instrução CVM nº 480/09;

xvi) dessa forma, é possível concluir que não houve violação ao art. 170, §7º, da Lei nº 6.404, de 1976, já que o critério adotado, conforme consta da ata da RCA de 18.07.07 (fls. 255-256), teve suas motivações minuciosamente explicitadas;

xvii) ainda assim, teria havido a disponibilização do Laudo de Avaliação na sede social da Companhia, “antes e durante a realização da Assembleia Geral Extraordinária” (fl. 353), que contou com a participação de acionistas representando 95,15% do capital social. Ademais, a administração da Companhia também se encontrava disponível para dirimir quaisquer dúvidas e esclarecimentos quanto ao critério adotado e, conseqüentemente, à adequação do valor fixado para as ações no aumento de capital, de forma minuciosa;

xviii) todos os acionistas estavam cientes dos termos da reestruturação da Companhia, na medida em que os acionistas participaram majoritariamente das negociações com os credores, além de serem constantemente informados, através de comunicados ao mercado e informações sobre a situação financeira crítica da Companhia; e

xix) não houve qualquer questionamento a respeito da suficiência de informações sobre o procedimento de aumento de capital.

33. O Sr. Milton Paulo Silva requereu sua absolvição com fundamento nos seguintes argumentos (fls. 366-400):

i) durante o ano de 2006 a Companhia teria enfrentado dificuldades econômico financeiras decorrentes de condições adversas vividas por clientes do ramo do agronegócio;

ii) em 07.03.07, a Companhia divulgou fato relevante, divulgando ao mercado que havia contratado assessoria externa; os administradores teriam tomado as medidas necessárias para manter o mercado informado sobre as dificuldades enfrentadas;

iii) nesse cenário, em 18.07.07 foram aprovados a celebração do Acordo e o pedido de desistência da recuperação judicial; desde essa data, o Laudo de Avaliação estaria disponível para consulta pelos conselheiros e acionistas da Companhia, tendo sido ainda anexado à ata da RCA;

iv) a Proposta da Administração teria sido disponibilizada por meio do sistema IPE, em 02.08.07, com as informações pertinentes sobre a AGE convocada para o dia 17.08.07;

v) em 17.08.07, a Assembleia Geral aprovou a realização da operação de aumento de capital nos termos propostos; segundo a defesa, estavam presentes acionistas representando 95,15% do capital social da Companhia, sendo que apenas um acionista teria votado contrariamente à operação, sem, no entanto, ter questionado a operação perante a CVM ou mesmo em juízo;

vi) portanto, os acionistas tiveram acesso ao Laudo de Avaliação e ciência do procedimento de aumento de capital e suas motivações; o aumento de capital foi necessário;

vii) os critérios presentes no art. 170, §1º, da Lei nº 6.404, de 1976, devem servir como parâmetros para os administradores, com razoável dose de discricionariedade;

viii) desde que adotadas premissas razoáveis, o preço de emissão poderia se situar em valor próximo ao obtido na avaliação, pois não haveria regra que impusesse que o preço teria que coincidir necessariamente com aquele apontado pelo Laudo de Avaliação;

ix) a diluição seria justificada, pois teria ocorrido no interesse social de obtenção de novos recursos para a Companhia;

x) segundo a defesa, “a interpretação correta do §1º do art. 170 é que os administradores da companhia devem exercer um juízo discricionário para, com base no caso concreto, e dentro dos parâmetros estabelecidos pela lei, fixar o valor de emissão do aumento de capital, sem provocar uma diluição injustificada e desnecessária dos antigos acionistas”;

xi) com base nos valores indicados no Laudo de Avaliação, a administração da Companhia pôde pautar suas negociações com credores a respeito do preço de emissão, com o objetivo de minorar possível diluição dos acionistas;

xii) o valor do aumento era fixo (R\$330 milhões) e já havia sido discutido com os credores; faltava apenas determinar o preço de emissão e o número de ações a serem emitidas; os administradores buscaram fixar um preço de emissão compatível com o Laudo de Avaliação; quanto maior o preço, melhor seria para os antigos acionistas, pois seria emitida menor quantidade de ações, com menor diluição para os acionistas que não subscrevessem o aumento; por isso fixou-se o preço um pouco superior ao valor máximo previsto no Laudo de Avaliação;

xiii) grande parte do aumento teria sido realizado mediante capitalização de créditos, contrapondo-se os interesses dos credores, de subscrever pelo menor preço possível, e dos antigos acionistas, de que o preço fosse o maior possível; a fixação do preço de emissão jamais poderia ocorrer sem a negociação com os credores, que passariam a ser novos acionistas da Companhia;

xiv) a Lei nº 6.404, de 1976, não exige a contratação de um laudo de avaliação para fixação do preço pelo critério do valor econômico, tampouco exige que o preço de emissão coincida com o valor apurado pelo referido laudo;

xv) a diferença entre o preço de subscrição utilizado pela Companhia e o preço que a Acusação entende que deveria ter sido utilizado seria irrelevante e teria beneficiado os acionistas, pois teria gerado uma diluição menor; segundo a defesa “a R\$0,3027 por ação, a participação dos antigos acionistas teria se reduzido de 100% para 8,33% do capital, caso não tivessem subscrito as ações novas. Caso o preço fosse de R\$0,2461, a sua participação teria se reduzido para 6,882%” (fls. 387);

xvi) ausente qualquer indício de fraude, abuso ou favorecimento de terceiros, deve-se aplicar a *business judgement rule*;

xvii) o entendimento da Acusação de que “tanto a adoção de um valor superior quanto de um valor inferior ao preço justo da Companhia conduz à diluição injustificada dos acionistas, seja porque necessitariam de um maior volume de recursos para acompanhar o aumento no primeiro caso, seja porque seriam mais diluídos caso não acompanhassem o aumento de capital no segundo caso” não seria aplicável por duas razões: (a) primeiro porque o preço mais alto de subscrição implica uma quantidade menor de ações a serem emitidas, de forma que o acionista que deixa de subscrever sofre uma diluição menor; e (b) segundo porque o volume de recursos para acompanhar o aumento de capital é o mesmo a R\$0,3027 ou a R\$0,2461;

xviii) a CVM aceitaria, em ofertas públicas de ações, o procedimento de coleta de intenções, que pressupõe certo grau de flexibilidade para fixação do preço das novas ações. “Nesses casos, embora também se tenha um preço de referência, este é utilizado tão-somente como parâmetro para fixação do preço, e não de forma impositiva e vinculante” (fls. 389);

xix) o próprio Colegiado não teria exigido a divulgação do Laudo de Avaliação pelo sistema IPE, o que não significaria que os acionistas não teriam ciência das justificativas do preço de emissão das novas ações; o Laudo de Avaliação já estava disponível aos acionistas desde a RCA de 18.07.07; e

xx) como compreendem os doutrinadores e a jurisprudência (PAS CVM RJ2005/5132), na hipótese de aplicação do critério de perspectiva de rentabilidade da companhia a justificativa do preço de emissão estaria consubstanciada no próprio laudo de avaliação.

VII. TERMO DE COMPROMISSO

34. Em 28.05.2010, os Acusados manifestaram a intenção de celebrar termo de compromisso propondo o pagamento de R\$100.000,00 cada, totalizando R\$500.000,00, condicionando o adimplemento (i) ao pagamento de tais valores pela seguradora, nos termos do contrato de D&O celebrado, ou (ii) ao pagamento pela Companhia, nos termos dos contratos de indenidade celebrados com os administradores (fls. 420-485). O Colegiado aprovou a proposta de termo de compromisso, ressalvando, porém, que a redação do documento não deveria condicionar o pagamento à aceitação pela seguradora, tampouco deveria ser arcado pela Companhia (fls. 502).

35. Os Acusados apresentaram pedido de reconsideração da decisão do Colegiado argumentando que os contratos de indenidade poderiam ser compreendidos como uma modalidade de contrato de seguro, o qual tem sido considerado válido pela CVM (fls. 508-514).

36. O Colegiado indeferiu o pedido de reconsideração em 19.01.11, em consonância com o voto do Diretor Otavio Yazbek, que destacou a inviabilidade de se equiparar contrato de seguro com contrato de indenidade em virtude de diferenças estruturais. No contrato de seguro a companhia opta pelo pagamento de prêmio, obtendo cobertura da seguradora em determinadas hipóteses que serão por ela analisadas; já nos contratos de indenidade, a companhia se responsabiliza diretamente pelo pagamento de indenizações em si e não há pagamento de prêmio, cabendo o juízo sobre a exclusão de responsabilidade e a atuação dos administradores a estes próprios, o que pode caracterizar uma situação de conflito de interesses. Portanto, seria inviável a assunção direta de obrigações do termo de compromisso pela Companhia (fls. 555-559).

37. Em 15.03.11, o Sr. A.U.F.F. celebrou Termo de Compromisso nos moldes sugeridos pelo Comitê de Termo de Compromisso, cumprindo-o pelo pagamento do valor de R\$ 100.000,00. Por essa razão, deixou de constar como acusado no presente processo (fls. 576-577).

Rio de Janeiro, 9 de abril de 2013.

Luciana Dias
Diretora

[1] O membro do conselho de administração Sr. C. S. T. divergiu de referida deliberação e, por essa razão, não foi incluído pela SEP no rol de acusados do presente processo administrativo sancionador (fls. 113 e 205/207).

[2] “Art. 170. Depois de realizados 3/4 (três quartos), no mínimo, do capital social, a companhia pode aumentá-lo mediante subscrição pública ou particular de ações.

§ 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:

I - a perspectiva de rentabilidade da companhia;

II - o valor do patrimônio líquido da ação;

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.”

[3] Art. 170. Depois de realizados 3/4 (três quartos), no mínimo, do capital social, a companhia pode aumentá-lo mediante subscrição pública ou particular de ações.

(...)

§ 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.

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº RJ2009/8316

Acusados: Milton Paulo Silva
Luiz Gustavo Loyola dos Santos
Roberto Francisco Casagrande Herdeiro
Brás Ferreira Machado

Assunto: Supostas irregularidades em operação de aumento de capital.

Relatora: Diretora Luciana Dias

V O T O

I. INTRODUÇÃO

1. A SEP instaurou processo sancionador contra os Srs. **Milton Paulo Silva, Luiz Gustavo Loyola dos Santos, Roberto Francisco Casagrande e Brás Ferreira Machado**, administradores da Kepler Weber, por suposta violação às regras estabelecidas no art. 170, §§ 1º e 7º, da Lei nº 6.404/76, em operação de aumento de capital da Companhia.

2. Os Srs. **Luiz Gustavo Loyola dos Santos, Roberto Francisco Casagrande e Brás Ferreira Machado** foram acusados de violar o disposto no art. 170, §§ 1º e 7º, da Lei nº 6.404/76, por, na qualidade de membros do Conselho de Administração, terem aprovado a celebração do Acordo e a submissão à assembleia geral da proposta de aumento de capital da Companhia. A ata da reunião do Conselho de Administração conteria justificativa da adoção do critério de perspectiva de rentabilidade, mas o preço de emissão efetivamente adotado na operação seria superior àqueles apurados pelo Laudo de Avaliação.

3. De acordo com a SEP, os administradores teriam utilizado critério não previsto legalmente, violando o art. 170, § 1º, da Lei nº 6.404, de 1976, sem que houvesse uma justificativa expressa a esse respeito capaz de ser apreciada pelos acionistas reunidos em assembleia geral, em infringência ao o art. 170, § 7º, da mesma lei (fls. 08).

4. O Sr. **Milton Paulo Silva** também foi acusado de infringir o disposto no art. 170, §§ 1º e 7º, da Lei nº 6.404, de 1976. Na qualidade de DRI, ele teria, juntamente com o Sr. A.U.F.F. [\[1\]](#), apresentado à assembleia geral proposta de aumento de capital com fixação de preço de emissão das ações superior ao indicado pelo Laudo de Avaliação, sem que explicações sobre tal diferença fossem prévia e expressamente conferidas aos acionistas (fls. 109-111).

5. Na referida operação de aumento de capital, a Companhia adotou a perspectiva de rentabilidade como critério para fixação do preço de emissão das novas ações, nos termos do art. 170, §1º, I, da Lei nº 6.404, de 1976. Segundo explicações prestadas pelos administradores, esse era o único critério utilizável, uma vez que, à época, a Kepler Weber apresentava patrimônio líquido negativo e suas ações não tinham liquidez em mercado, o que os impossibilitava de adotar os critérios de valor contábil (art. 170, §1º, II, da Lei nº 6.404, de 1976) e cotação em bolsa (art. 170, §1º, III, da Lei nº 6.404/76).

6. Na época do aumento de capital, a Companhia amargava uma grave crise econômico-financeira. Como registrado nos documentos informacionais da Kepler Weber e fartamente noticiado pelos periódicos à época, uma série de fatores tais como quebras de safra, queda nos preços das **commodities**, valorização do real frente ao dólar e as crises de liquidez sofridas por vários dos produtores agrícolas geraram impactos negativos para o setor do agronegócio e, notadamente, para a Companhia [\[2\]](#). À época, a Companhia contabilizava um patrimônio líquido negativo no valor de aproximadamente R\$165 milhões. Essa crise culminou, por fim, com o ajuizamento do pedido de recuperação da Kepler Weber (fls. 17).

7. Como forma de equacionar a situação de crise, os autos documentam um conjunto de providências da administração da Companhia no sentido de contratar assessores financeiros e captar novos recursos, bem como de empreender negociações com seus credores estratégicos [\[3\]](#).

8. Depois de celebrar o Acordo, a Companhia pôde capitalizar-se em cerca de R\$330 milhões, sendo aproximadamente R\$110 milhões em recursos novos e o restante em capitalização de créditos. Essa operação teria viabilizado a desistência do pedido de recuperação judicial e o posterior soerguimento da Companhia. Para tanto, foi necessário realizar o aumento de capital da Companhia objeto deste processo.

9. É diante desse contexto que passo a analisar separadamente cada uma das acusações.

VIII. FIXAÇÃO DO PREÇO DE EMISSÃO. ART. 170, §1º DA LEI Nº 6.404/76

10. Aos acusados foi imputada responsabilidade por violação do art. 170, §1º, da Lei nº 6.404, de 1976. Segundo a Acusação, o referido dispositivo seria restritivo, não permitindo a adoção de critério diferente dos expressamente previstos.

11. Tal dispositivo não admitiria, portanto, como critério de fixação do preço de emissão das novas ações a “negociação com credores”, mas somente os três critérios expressamente indicados, permitindo-se o ágio ou deságio apenas no caso de adoção do critério de cotação em bolsa.

12. Ainda segundo a Acusação, ao optar pelo critério de perspectiva de rentabilidade baseando-se no Laudo de Avaliação, a Companhia estaria necessariamente vinculada ao resultado do referido Laudo. Ou seja, para o aumento de capital deveria ter sido adotado um dos preços de emissão sugeridos pelo Laudo de Avaliação, preferencialmente R\$0,0772755, valor sugerido pelo documento como intermediário e que teria constado de sua conclusão.

13. A Acusação conclui, assim, que a utilização do valor de emissão adotado pela Companhia, com base em negociação com credores, afrontaria o disposto no art. 170, §1º, da Lei nº 6.404, de 1976.

14. O legislador manifestou uma preocupação muito clara no art. 170, §1º da Lei nº 6.404, de 1976, que consiste na proteção dos acionistas contra sua diluição injustificada. O referido dispositivo estabelece o princípio de que o preço de emissão das novas ações deve ser aderente ao valor econômico da companhia, evitando-se que, com a possível entrada de novos acionistas, os antigos tenham sua participação desvalorizada.

15. Para atingir os objetivos almejados, a lei estabeleceu que o preço de emissão deve ser fixado

“tendo em vista”, “alternativa ou conjuntamente”, os seguintes critérios: (i) 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.

16. A interpretação dominante deste dispositivo denota a intenção de que tais critérios não sejam compreendidos como elementos estanques e absolutamente objetivos. Essa doutrina interpreta tais critérios como parâmetros, balizas de orientação e elementos indicativos que devem ser levados em consideração para a fixação do preço de emissão^[4].

17. Para esses doutrinadores a utilização, pelo legislador, da expressão “tendo em vista” no art. 170, §1º, Lei nº 6.404, de 1976, conferiu à administração da companhia discricionariedade para que fixe o preço do aumento de capital, desde que não se promova uma diluição injustificada dos acionistas minoritários^[5].

18. Os tribunais brasileiros também reconheceram que a lei não impôs ao administrador qualquer dos critérios e são apenas baliza para o exercício do poder discricionário atribuído aos administradores^[6].

19. A exposição de motivos da lei corrobora este entendimento ao dizer que o que se buscou foi que o preço fosse compatível com o valor econômico da ação sem se preocupar em ressaltar os critérios balizadores por ela eleitos. Vale transcrever: “para proteção dos acionistas minoritários, o §1º estabelece que as novas ações devem ser emitidas por preço compatível com o valor econômico da ação, 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 de atos societários.”^[7]

20. Interpretar os critérios legais como balizadores do preço de emissão também parece mais aderente ao Parecer de Orientação CVM nº 1, de 1978. O referido documento conclui que a CVM não terá intenção de “entrar no mérito do preço de emissão de ações, interferindo, deste modo, no mercado”, mas exigirá 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”.

21. O Colegiado já se manifestou neste mesmo sentido diante de casos concretos, vale transcrever: “[nota-se que, conforme melhor doutrina, a interpretação do disposto no §1º do art. 170 deve ser no sentido de que os critérios constantes de seus incisos são elementos indicativos que devem ser justificadamente ponderados para a fixação do preço de emissão”.^[8]

22. Essa interpretação mais flexível dos critérios legais de fixação do preço de emissão apenas como balizadores não só confirma a doutrina majoritária e os entendimentos anteriores da CVM, mas também soa muito mais aderente à realidade prática e às diferentes circunstâncias a ela inerentes, bem como ao interesse da Companhia e seus acionistas, que a interpretação restritiva que a SEP procurou conferir ao art. 170, §1º, Lei nº 6.404, de 1976.

23. O que o legislador parece ter buscado, na realidade, foi conferir aos administradores discricionariedade e flexibilidade para, frente à variação das circunstâncias dos casos concretos, promover o sopesamento dos critérios legais e das situações fáticas. Nesse sentido, os critérios legais devem ser vistos como parâmetros de orientação, que, sopesados com os aspectos específicos de cada caso concreto, permitam a fixação de um preço de emissão sem diluição injustificada dos acionistas.

24. Com isso, obviamente não pretendo dizer que os administradores das companhias estão autorizados a fixar quaisquer preços de emissão alegando simplesmente que levaram em consideração de forma genérica e descompromissada um dos critérios legalmente estabelecidos. Não se pretende outorgar aos administradores uma chancela à arbitrariedade. Pretende-se apenas que os administradores tenham ferramentas dinâmicas para perquirir o interesse social, atuando de forma sempre circunscrita aos seus deveres fiduciários.^[9]

25. Passemos ao caso da Kepler Weber. O Laudo de Avaliação utilizado para a fixação do aumento de capital apontou três valores possíveis para as ações da Companhia. No melhor cenário previsto pelo Laudo, o preço seria R\$ 0,246083; no cenário intermediário, R\$0,0772755; por fim, no pior cenário o preço deveria ser R\$0,0822691 (negativo), por lote de mil ações. O Laudo de Avaliação concluiu, por fim, que o mais adequado seria o preço de emissão de R\$0,0772755 (fls. 65).

26. Após negociações com os credores estratégicos da Companhia, realizadas à luz dos resultados do Laudo de Avaliação, chegou-se a um valor para o aumento de capital (R\$330 milhões) e um preço de

emissão (R\$0,3027) superior ao maior dos valores previstos no Laudo.

27. Com base em todo o exposto, entendo que isso não implica o descumprimento do art. 170, §1º, da Lei nº 6.404, de 1976, e diluição injustificada dos acionistas por alguns motivos.

28. Em primeiro lugar, como já reconhecido nos precedentes do Colegiado, a operação de aumento de capital não está vinculada aos resultados do Laudo de Avaliação.^[10] Na verdade, à luz do binômio “liberdade de apreciação” e “necessidade de ponderação” oriundo da discricionariedade conferida aos administradores pelo art. 170, §1º, da Lei nº 6.404, de 1976, o laudo de avaliação também é um parâmetro para a fixação do preço de emissão das ações. Também não há regra, na lei ou na regulamentação da CVM, que imponha a necessária adstrição do preço de emissão com a cifra exata do Laudo de Avaliação.

29. Neste caso específico, esse valor superior foi determinado por uma negociação independente de partes não relacionadas. A CVM tem reiterado em suas decisões que um processo de negociação independente tende a tornar comutativa a operação e a demonstrar o cumprimento dos deveres fiduciários dos administradores previstos em lei.

30. Os precedentes dessa casa aceitam a composição entre partes independentes como um dos critérios válidos para aferição de preço justo nos termos do §4º, do art. 4º da Lei nº 6.404, de 1976, que determina a utilização de “critérios, adotados de forma isolada ou combinada, de patrimônio líquido contábil, de patrimônio líquido avaliado a preço de mercado, de fluxo de caixa descontado, de comparação por múltiplos, de cotação das ações no mercado de valores mobiliários, ou com base em outro critério aceito pela Comissão de Valores Mobiliários” (grifos nossos).

31. Essa composição entre partes independentes tem sido considerada suficiente para dispensa de laudo de avaliação nos casos de OPA para fechamento de capital.^[11] E esse critério foi também eleito pela Instrução CVM nº 361, de 2002, como relevante indicador da existência de um valor comutativo. Por comando desta Instrução, o ofertante deve declarar, no instrumento de OPA, o *“preço por ação da companhia objeto em negociações privadas relevantes, entre partes independentes, envolvendo o ofertante, o acionista controlador ou pessoas a eles vinculadas, realizadas nos últimos 12 meses”*.

32. Em sentido análogo, a defesa trouxe o convincente argumento de que mesmo a CVM já aceita a coleta de intenções de investimento de investidores institucionais (que não sejam partes relacionadas ao coordenador, a companhia ou aos controladores) conduzidas pelos bancos coordenadores de uma distribuição pública de ações (processo *de bookbuilding*) como uma das formas de averiguar a adequação do valor de emissão de novas ações e, conseqüentemente cumprir com o comando do art. 170, §1º, da Lei nº 6.404, de 1976.

33. A CVM tem, portanto, reconhecido que o valor justo das ações pode ser aferido por um processo de negociação entre partes independentes e que o preço de emissão numa oferta pública de ações pode ser determinado pela composição das intenções de investimento de partes não relacionadas à companhia ou aos coordenadores.

34. Não vejo porque a CVM não deva adotar entendimento semelhante em relação à adequação do preço de emissão de novas ações e conseqüente cumprimento do art. 170, §1º, da Lei nº 6.404, de 1976, num aumento privado de capital, como o analisado no presente caso.

35. Além disso, sob o ponto de vista prático, em operações de aumento de capital que envolvem capitalização de créditos, como a do caso concreto, a negociação entre as partes interessadas, quais sejam, companhia, acionistas e credores, constitui uma etapa da qual não se pode fugir no procedimento de decisão sobre o aumento de capital em si e fixação do preço de emissão das novas ações. Afinal, a concordância do credor é indispensável para a viabilização da operação, uma vez que os créditos serão transformados em capital e os credores passarão a ser acionistas.^[12]

36. No mais, os documentos e informações constantes dos autos indicam que o aumento de capital foi aprovado na AGE de 17.08.2007, na qual compareceram acionistas titulares de ações representativas de 95,15% do capital social. Apenas um acionista votou contrariamente à aprovação do aumento de capital e não foram apresentadas reclamações relativas a essa operação na CVM.

37. Portanto, ao levarem em consideração para fixar o preço de emissão das novas ações a negociação empreendida com os credores da Companhia, os administradores não violaram o art. 170, §1º, da Lei nº 6.404, de 1976. Eles, na verdade, passaram por uma etapa indissociável da capitalização de créditos, e levaram em conta a perspectiva de rentabilidade da Companhia como quesito indicativo e

orientador.

38. Diante do exposto, voto pela absolvição de todos os acusados da imputação de violação do art. 170, §1º, da Lei nº 6.404, de 1976.

IX. JUSTIFICATIVA PORMENORIZADA. ART. 170, §7º DA LEI Nº 6.404/76

39. Recentemente tive a oportunidade de me manifestar em caso que também envolvia a imputação de responsabilidade a administradores de companhia aberta por ausência de justificativa pormenorizada sobre os aspectos econômicos da escolha do critério de fixação do preço de emissão. Em grande parte me reportarei às observações lançadas na referida decisão (Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2012/7767, julgado em 02.04.2013).

40. O art. 170, §7º, da Lei nº 6.404, de 1976, exige que a proposta de aumento do capital esclareça qual o critério adotado para a fixação do preço de emissão, justificando pormenorizadamente os aspectos econômicos que determinaram a sua escolha.^[13]

41. A CVM já teve oportunidade de analisar alguns aspectos relativos a este comando algumas vezes e decidiu o que segue:

- i) a justificativa sobre as razões econômicas para a realização do aumento de capital não supre a necessidade de justificativa pormenorizada dos aspectos econômicos que determinaram a escolha do critério para o estabelecimento do preço de emissão;^[14]
- ii) a justificativa referente ao preço de emissão deve ser suficientemente pormenorizada a fim de conferir ao órgão responsável pela deliberação detalhes relativos à fixação do preço de emissão que permitam a tal órgão atestar a legitimação econômica do preço;^[15]
- iii) o §7º do art. 170 se presta a uma dupla função que é informar os acionistas e vincular os administradores à proposta, viabilizando a prestação de contas pelos administradores, bem como sua eventual responsabilização;^[16]
- iv) a legislação vigente não exige um laudo de avaliação sobre como a empresa chegou a um determinado preço de emissão; e
- v) a divulgação ou apresentação à assembleia do laudo de avaliação utilizado para a fixação do preço de emissão das novas ações seria suficiente para cumprir a exigência de justificativa pormenorizada do critério de fixação do preço de emissão, nos casos em que o valor do laudo foi seguido pela proposta da administração.^[17]

42. Além desses precedentes, com vistas a aprimorar o regime informacional dos emissores de valores mobiliários, a CVM implementou mudanças significativas na regulação relativa às informações que deverão ser fornecidas por ocasião da assembleia geral. A Instrução CVM nº 481, de 2009, estabelece em seu art. 14 a obrigatoriedade de apresentação aos acionistas das informações indicadas no Anexo 14, quando for convocada assembleia de acionistas para deliberar sobre o aumento de capital. Dentre as exigências do referido Anexo, encontra-se a obrigação de *"5.1. informar o critério de cálculo do preço de emissão e justificar, pormenorizadamente, os aspectos econômicos que determinaram a sua escolha"*^[18].

43. É com base neste arcabouço que passo a analisar a Proposta da Administração da Companhia para a operação de aumento de capital. A ata da reunião do Conselho de Administração ocorrida em 18.07.2007, que deliberou aprovar a celebração do Acordo e submeter à assembleia geral a proposta de aumento de capital tinha a seguinte redação (fls. 08):

"[o] preço de subscrição das novas ações foi fixado com base em Laudo de Avaliação da Apsis Consultoria Empresarial Ltda., datado de 16 de julho de 2007, que segue anexo à presente ata na forma do Anexo II, e levou em consideração o valor econômico atual da Companhia, uma vez que (a) as ações da mesma não possuem liquidez suficiente para sustentar a utilização do valor de mercado da Companhia como base de formação de preço de subscrição para fins de aumento de capital, e (b) o patrimônio líquido da companhia é negativo, motivo pelo qual não foi utilizado o valor patrimonial destas ações como base de formação de preço de subscrição para fins de aumento de capital. Dessa forma, a maioria dos Conselheiros acredita estar reduzindo ao máximo a diluição dos acionistas minoritários da Companhia que não subscreverem o aumento, caso aprovado pela Assembleia Geral".

44. Por sua vez, a Proposta da Diretoria (02.08.2007) elaborada com base na deliberação do Conselho de Administração e efetivamente submetida aos acionistas reunidos em assembleia foi redigida da seguinte forma (fls. 109/111):

“[propomos aumentar o capital social em R\$330 milhões mediante a emissão de 1.050.192.226 ações preferenciais de classe ‘A’ e 39.996.080 ações preferenciais de classe ‘B’, ao preço de emissão de R\$0,3027 por ação, calculado com base no critério do valor econômico da Companhia, nos termos do art. 170, §1º, I, da Lei nº 6.404, de 1976, para subscrição particular sendo assegurado aos acionistas o direito de preferência na subscrição das ações. O critério do valor econômico foi o escolhido como o mais adequado pelo Conselho de Administração.

O aumento de capital proposto visa a capitalizar a Companhia e permitir com que a mesma arque com suas obrigações e assegure a manutenção de suas atividades operacionais, tal aumento poderá ser subscrito em dinheiro ou em créditos existentes contra a Companhia, conforme vier a ser deliberado na Assembleia”.

45. Por fim, a ata da AGE que, à luz da Proposta da Diretoria e da ata da reunião do Conselho de Administração de 18.07.2007, aprovou o aumento de capital tinha a seguinte redação (fls. 22/28):

“[f]oi ratificada a proposta do Conselho de Administração, conforme reunião realizada no dia 18 de julho de 2007, acerca do preço de emissão das ações de R\$0,3027 por ação, independentemente de classe ou espécie, calculado nos termos do art. 170, §1º, I, da Lei nº 6.404, de 1976”.

46. O art. 170, §7º, da Lei nº 6.404, de 1976, textualmente exige uma explicação detalhada, em termos econômicos, dos motivos que levaram a companhia a escolher o critério de fixação do preço de emissão utilizado. De acordo com entendimento já consolidado do Colegiado, essa justificativa também deve incluir uma justificativa do preço em si, já que parece ser inviável “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”.[\[19\]](#)

47. As justificativas apresentadas pelos administradores no sentido de que o patrimônio líquido da Companhia era negativo, o que impedia a utilização do valor contábil, e de que não havia liquidez, o que refutava a utilização do critério de cotação em bolsa, parecem suficientes para justificar a impositiva adoção do critério de perspectivas de rentabilidade.

48. No entanto, o que não parece ter suprido as exigências do art. 170, §7º, da Lei nº 6.404, de 1976, foi o fato de que nem a ata da reunião do Conselho de Administração, nem a Proposta da Administração, nem a ata da assembleia geral de 17.08.2007 mencionam a razão pela qual o preço de emissão efetivamente adotado no aumento de capital não coincidia com nenhum dos valores apontados pelo Laudo de Avaliação.

49. No caso concreto, a Proposta da Administração afirma que o preço de emissão foi fixado levando em consideração a perspectiva de rentabilidade da Companhia, nos termos do art. 170, §1º, incisos I, da Lei nº 6.404, 1976, para o que faz menção ao Laudo de Avaliação. No entanto, o preço de emissão adotado foi diferente dos três valores que haviam sido apurados pelo Laudo de Avaliação, sem que aos acionistas fosse dada prévia e pormenorizada justificativa a respeito.

50. Conforme mencionei acima, a divulgação ou apresentação à assembleia do laudo de avaliação utilizado para a fixação do preço de emissão das novas ações tem sido considerada uma alternativa suficiente para satisfazer o requisito de justificativa pormenorizada do critério de fixação do preço de emissão, mas desde que as conclusões do laudo de avaliação sejam adotadas pela administração da companhia (PAS nº RJ 2005/5132).

51. Diante do exposto, entendo que restou desatendido o requisito do art. 170, §7º, da Lei nº 6.404, 1976, pelo que os administradores deverão ser responsabilizados, ainda que com a mais branda das penas, tendo em vista as circunstâncias que permeiam o caso.

X. CONCLUSÃO

52. Diante do exposto, considerando, para fins de dosimetria da pena a situação de crise econômico-financeira da companhia, a aprovação do aumento de capital foi feita em assembleia com a presença de acionistas representando 95,15% do capital da companhia e somente um acionista votou contra, bem como a ausência de reclamações relativas à fixação do preço de emissão das novas ações, voto:

- i) pela absolvição de **Milton Paulo Silva**, na qualidade de Diretor de Relações com

Investidores, de **Luiz Gustavo Loyola dos Santos, Brás Ferreira Machado e Roberto Francisco Casagrande**, na qualidade de membros do Conselho de Administração, da acusação de violação do art. 170, §1º, da Lei nº 6.404/76;

- ii) pela condenação, nos termos do art. 11, I, da Lei nº 6.385/76, à pena de **advertência**, por descumprimento do art. 170, §7º, da Lei nº 6.404/76, de:
- a. **Milton Paulo Silva**, na qualidade de Diretor de Relações com Investidores, por não ter justificado pormenorizadamente o preço de emissão fixado no aumento de capital, na proposta submetida à Assembleia Geral de 17.08.07;
 - b. **Luiz Gustavo Loyola dos Santos, Brás Ferreira Machado e Roberto Francisco Casagrande**, na qualidade de membros do Conselho de Administração por terem aprovado, em reunião do Conselho de Administração realizada em 18.07.07 proposta de aumento de capital sem justificativa pormenorizada do preço de emissão.

Rio de Janeiro, 9 de abril de 2013.

Luciana Dias
Diretora

[\[1\]](#) Em 15.03.11, o Sr. A.U.F.F. celebrou Termo de Compromisso nos moldes sugeridos pelo Comitê de Termo de Compromisso, cumprindo-o pelo pagamento do valor de R\$ 100.000,00. Por essa razão, deixou de constar como acusado no presente processo (fls. 576/577).

[\[2\]](#) O Relatório da Administração anexo às demonstrações financeiras de 31.12.2006 registrou que: “em 2006, nos deparamos com a continuidade do cenário adverso do ano anterior, com uma taxa cambial em níveis abaixo da expectativa, oscilando entre R\$2,10 e R\$2,20, influenciando diretamente os preços das *commodities* agrícolas (em reais). Com isso, houve uma evidente queda de renda do produtor rural e um acentuado nível de endividamento, inibindo todas as possibilidades de investimento, resultando numa queda do segmento como um todo, de quase 70% em relação ao desempenho verificado no ano de 2004”. Os periódicos também noticiavam a crise sofrida pela Companhia, vale transcrever: “[d]ívida sufoca a Kepler Weber”, reportagem publicada pelo Valor Econômico em 13.03.2007 (fls. 397); “[c]ontrolada pelo Banco do Brasil e pelos fundos de pensão, a maior fabricante nacional de silos só escapará da falência se receber ajuda oficial”, reportagem publicada pela Revista IstoÉ Dinheiro em 28.03.2007 (fls. 399-400).

[\[3\]](#) Cf. Fato Relevante divulgado em 07.03.2007, às fls. 16.

[\[4\]](#) A esse respeito vale transcrever: “[s]obre esse problema, as opiniões acabaram por convergir para a interpretação de que os critérios constantes do dispositivo legal citado são ‘elementos indicativos’, que devem ser justificadamente ‘ponderados’ para a fixação do preço de emissão.”, cf. PENTEADO, Mauro Rodrigues, *Aumentos de capital das sociedades anônimas*, São Paulo, Saraiva, 1988, p. 173. No mesmo sentido, vale transcrever: “[o]s três fatores mencionados no questionado preceito servem como parâmetros para a fixação do preço de emissão, sem que um prepondere necessariamente sobre os demais”, LACERDA TEIXEIRA, Egberto, TAVARES GUERREIRO, José Alexandre, *Das sociedades anônimas no direito brasileiro*, São Paulo, José Bushatsky, 1979, pp. 156/157.

[\[5\]](#) “[a] expressão legal ‘tendo em vista’ deve ser sublinhada. Ela não indica uma determinação precisa, do tipo “pela média de tais e tais valores”, ou então, “por este ou aquele valor”. O “ter em vista”, no caso, significa levar em consideração, ou ter em conta; o que importa em conferir ao órgão societário que fixa o preço de emissão de ações uma certa latitude de apreciação, ou um perímetro decisório. Estamos, pois, diante de um poder discricionário, no sentido técnico da expressão em direito administrativo, poder esse delimitado por diretivas legais”, cf. COMPARATO, Fábio Konder, *A fixação do preço de emissão das ações no aumento de capital da sociedade anônima*, in *RDM* nº 81, jan./mar. 1991, p. 85. Em sentido semelhante: “nenhuma lei jamais poderia impor um preço, ou um critério único para fixá-lo, tantas são as variáveis que influem, ou podem influir nessa decisão de mercado. Essa é zona da discricionariedade do administrador, e da assembleia geral, de seu direito de escolher entre alternativas, de tomar decisões que nenhuma lei pode invadir, pois são ditadas pelo mercado, sob pena de esclerosar a atividade econômica”, cf. LAMY FILHO, Alfredo, BULHÕES PEDREIRA, José Luiz, *Aumento mediante capitalização de dívidas e preço de emissão*, in *A Lei das S.A.*, vol. 2, 2ª Ed., Rio de Janeiro, Renovar, 1996, pp. 466-467. Ainda no mesmo sentido: “o texto [do art. 170, §1º] não contém um comando, de forma imperativa, pois se refere a três referenciais diversos, nunca coincidentes, contendo, apenas, parâmetros deixados à livre apreciação das empresas” cf. LAMY FILHO, Alfredo, BULHÕES PEDREIRA, José Luiz, *Competência do conselho de administração preço de emissão*, in *A Lei das S.A.*, vol. 2, 2ª Ed., Rio de Janeiro, Renovar, 1996, p. 490.

[\[6\]](#) “[n]ão há lei que possa, em uma economia de mercado, impor um preço certo para a emissão de ações, considerado as particularidades de cada momento da circulação do capital, ainda mais em se tratando de operações em bolsa, subordinada a múltiplas variáveis, como é de comum sabença. O que a lei comanda é que se tenha presente tais critérios como balizas e que não haja diluição injustificada dos antigos acionistas” STJ, AgRg nº 148.507-DF, 3ª Turma, Rel. Min. Waldemar Zveiter, voto do Min. Menezes Direito, julgado em 09.09.1997. No mesmo sentido: Cumpre notar, porém, que, por se tratar de balizas a serem apreciadas subjetivamente pelo órgão responsável pela fixação do preço - a fórmula ‘tendo em vista’ sugere exatamente a ausência de vinculatividade estrita -, a norma é daquelas tidas pelos administrativistas, *mutatis mutandis*, por

discricionária, no sentido de deixar margem de escolha ao controlador, segundo as conveniências do mercado, respeitados os lindes previstos na legislação”, STJ, Resp nº 1.190.755 – RJ, 4ª Turma, Rel. Min. Luis Felipe Salomão, julgado em 21.01.2011. Ainda no mesmo sentido, cf. TJ-SP, Emb. Infr. Nº 83.319-4/1-02, 2ª Câmara, Dir. Priv., Rel. Des. J. Roberto Bedran, julgado em 26.09.2000.

[7] Cf. Exposição de Motivos do Ministro da Fazenda 196, de 24.06.1976, in Diário do Congresso Nacional, Seção 1, Suplemento ao nº 85, de 07.08.1976.

[8] Processo CVM Nº RJ 2004/3098, voto do então Presidente Marcelo Trindade, julgado em 25.01.2005.

[9] Esse entendimento fica particularmente claro com as seguintes transcrições: “o §1º do art. 170 não contém norma de ordem pública, e nem mesmo um comando que possa ser obedecido, ou desobedecido, mas, apenas – já o dissemos – orientação para o empresário que, a não ser em caso de fraude, terá a liberdade discricionária de interpretá-lo e aplicá-lo em cada caso” cf. LAMY FILHO, Alfredo, BULHÕES PEDREIRA, José Luiz, *Competência do conselho de administração preço de emissão*, in *A Lei das S.A.*, vol. 2, 2ª Ed., Rio de Janeiro, Renovar, 1996, p. 494. “[O] §1º do artigo 170 na verdade contém apenas uma norma básica – que veda preço de emissão cujo efeito é a diluição injustificada da participação dos antigos acionistas [...] 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. Primeiro, porque é excepcional a coincidência dos resultados da avaliação da mesma ação segundo critérios diversos e seria impossível observar norma que prescrevesse a fixação do preço de emissão que correspondesse, simultaneamente, a três valores diferentes. Segundo, porque é normal que a companhia, a fim de encontrar subscritores para as novas ações, seja obrigada a fixar o preço de emissão abaixo do valor econômico das ações antigas” cf. LAMY FILHO, Alfredo, BULHÕES PEDREIRA, José Luiz, *Abuso do poder de controle em aumento do capital social de banco comercial*, in *A Lei das S.A.*, vol. 2, 2ª Ed., Rio de Janeiro, Renovar, 1996, pp. 275-276.

[10] “[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”, cf. Processo CVM nº RJ2004/5476, Relator Presidente Marcelo Trindade, julgado em 01.03.2005.

[11] O Colegiado tem deferido a dispensa de apresentação de laudo de avaliação em ofertas públicas quando o preço justo a ser pago pelas ações de emissão companhia pode ser: (i) aferido pelos acionistas com base em alternativas e parâmetros alheios ao laudo de avaliação (Processo CVM RJ-2003-12825, Relatora Diretora Norma Jonssen Parente, j. 21.01.2004; e Processo CVM RJ2003/7909, 28.10.2003); ou (ii) presumido, uma vez que partes independentes (ofertante e acionistas) negociam e manifestam sua concordância com o preço apresentado pelo ofertante. Cf. “A dispensa de laudo de avaliação em OPA realizada pelo acionista controlador, a despeito do que dispõe o art. 8º da referida Instrução, tem sido admitida em casos nos quais a finalidade a que se presta o laudo – indicar parâmetros para os acionistas questionarem se o valor ofertado é justo ou não – possa ser atingida por outra maneira”, Processo CVM RJ-2005-0225, Relatora Diretora Norma Jonssen Parente, j. 19.04.2005; e “A CVM decidiu inúmeras vezes que a negociação entre partes independentes deve ser aceita como indicadora de preço justo, e chegou até a autorizar a dispensa de apresentação de laudo de avaliação com base nessas negociações” Processo CVM RJ-2007-3296, Relatora Diretora Maria Helena Santana, j. 31.10.2007.

[12] “[toda capitalização de crédito supõe a conciliação do interesse distinto de três partes: o da empresa, o dos acionistas e o do credor. Essa conciliação há que se operar através de negociação [...]” LAMY FILHO, Alfredo, BULHÕES PEDREIRA, José Luiz, *Modificação do capital social – aumento mediante capitalização de dívidas e preço de emissão*, in *A Lei das S.A.*, vol. 2, 2ª Ed., Rio de Janeiro, Renovar, 1996, p. 462. No mesmo sentido, cf. PENTEADO, Mauro Rodrigues, *Aumentos de capital das sociedades anônimas*, São Paulo, Saraiva, 1988, p. 235.

[13] “Art. 170. Depois de realizados 3/4 (três quartos), no mínimo, do capital social, a companhia pode aumentá-lo mediante subscrição pública ou particular de ações.

§ 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:

I - a perspectiva de rentabilidade da companhia;

II - o valor do patrimônio líquido da ação;

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.”

[14] Vale transcrever, a título ilustrativo, o seguinte trecho da decisão proferida no âmbito do Processo Administrativo Sancionador nº RJ2004/5392, Relator Diretor Pedro Oliva Marcilio de Sousa, julgado em 29.08.2006: “[a] proposta da administração acima contém, apenas, uma justificativa sobre as razões econômicas para a realização do aumento de capital, mas não uma justificativa pormenorizada dos aspectos econômicos que determinaram a escolha do critério para o estabelecimento do preço de emissão, que é o que exige o § 7º do art. 170 da Lei 6.404/76. A esse respeito, o que se tem é, unicamente, a fixação do preço (R\$ 0,24 por ação) e a indicação da adoção do parâmetro compatibilidade com as negociações recentes em bolsa de valores. Não há justificativa para a escolha do critério.” Nesse mesmo sentido: “[é] fácil notar que a proposta explica a razão do aumento de capital, mas não diz por que o valor das ações emitidas foi fixado com base no patrimônio líquido contábil. Do mesmo modo, [os documentos] a que a proposta da administração faz referência também só bastam para esclarecer o aumento de capital, não o preço das ações. [...] O fato é que a completa ausência de justificativa para o preço de emissão das ações enseja responsabilização administrativa” cf. Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2010/1737, Relator Diretor Marcos Barbosa Pinto, j. 19.10.2010.

[15] Nesse sentido: “[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 antigos acionistas, da errônea fixação do preço” cf. PAS CVM nº RJ 2005/5132, voto do então Presidente Marcelo Trindade, julgado em 22.08.2006. Em sentido semelhante: “[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.”, cf. Processo CVM nº RJ2004/5476, Relator Presidente Marcelo Trindade, julgado em 01.03.2005. No mesmo sentido, cf. ainda Processos CVM RJ nº RJ2000/4473 e RJ2000/4079.

[16] “[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 assembleia, bem como sua eventual responsabilização no caso de falha em seus deveres de diligência e probidade.” cf. Processo CVM nº RJ2004/5476, Relator Presidente Marcelo Trindade, j. 01.03.2005.

[17] “[obviamente, a divulgação ou disponibilização à assembleia (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”, cf. Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 2005/5132, voto do então Presidente Marcelo Trindade, julgado em 22.08.2006.

[18] “Art. 14. Sempre que a assembleia geral dos acionistas for convocada para deliberar sobre aumento de capital, a companhia deve fornecer aos investidores, no mínimo, as informações indicadas no Anexo 14 à presente Instrução”.

[19] Cf. PAS CVM nº RJ 2005/5132, voto do então Presidente Marcelo Trindade, julgado em 22.08.2006.

Manifestação de voto do Diretor Roberto Tadeu Antunes Fernandes na Sessão de Julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2009/8316 realizada no dia 09 de abril de 2013.

Senhor Presidente, eu acompanho o voto da Relatora.

Roberto Tadeu Antunes Fernandes
DIRETOR

Manifestação de voto da Diretora Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes na Sessão de Julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2009/8316 realizada no dia 09 de abril de 2013.

Senhor Presidente, eu acompanho o voto da Relatora.

Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes
DIRETORA

Manifestação de voto do Diretor Otavio Yazbek na Sessão de Julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2009/8316 realizada no dia 09 de abril de 2013.

Eu também acompanho o voto da Relatora, senhor Presidente.

Otavio Yazbek
DIRETOR

Manifestação de voto do Presidente da CVM, Leonardo P. Gomes Pereira, na Sessão de Julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2009/8316 realizada no dia 09 de abril de 2013.

Eu também acompanho o voto da Relatora e proclamo o resultado do julgamento, em que o Colegiado desta Comissão, por unanimidade de votos, decidiu por absolvições e aplicação de penalidades de advertência aos acusados.

Encerro a Sessão, informando que os acusados punidos poderão interpor recurso voluntário, no prazo legal, ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional e que a CVM interporá recurso de ofício das decisões absolutórias ao mesmo Conselho de Recursos.

Leonardo P. Gomes Pereira
PRESIDENTE

