

Recorrente: Döhler S.A.

Diretor-Relator: Pedro Oliva Marcilio de Sousa

Relatório

01. Trata-se de recurso interposto por DÖHLER S.A. ("Companhia"), em face da decisão proferida pela Superintendência de Relações com Empresas ("SEP"), através do OFÍCIO/CVM/SEP/GEA-3/Nº618/05, de 19.12.05 ("Ofício").

02. A SEP, ao se manifestar sobre a reclamação apresentada pelo Fundo Bradesco Templeton de Valor e Liquidez – Fundo de Investimento em Ações ("Fundo"), acionista preferencial da Companhia, expôs seu entendimento sobre os seguintes temas: (i) eventual diluição injustificada do preço de emissão de ações; e (ii) reservas estatutárias.

03. Com relação ao preço de emissão de ações, a SEP, em que pese ter considerado que não dever entrar na análise do mérito do preço de emissão de ações, entendeu que, em linha com o disposto nos Pareceres de Orientação 01/78 e 05/79, não foi observado o disposto nos §§ 1º e 7º do art. 170 da Lei 6.404/76, ressaltando ainda:

- i. a ausência de razoabilidade na utilização da cotação das ações preferenciais da Companhia, para fixar o preço das ações a serem emitidas no aumento do capital deliberado na Assembléia Geral Extraordinária ("AGE") realizada em 08.07.05 e parcialmente homologado na AGE de 22.09.05, tendo em vista a baixa liquidez das ações emitidas;
- ii. que a controladoria da Döhler sugeriu, no "Estudo para Aumento de Capital", de 15.06.05, um deságio em função de meus resultados até ali obtidos e projeções negativas para os próximos meses;
- iii. que nos termos do estudo acima referido, o valor do patrimônio líquido da ação não seria um critério plausível de aplicação no caso concreto; e
- iv. que ao contrário da conclusão alcançada no estudo feito pela Companhia, a alternativa seria, ao invés da utilização da cotação das ações preferenciais, a utilização do critério perspectiva de rentabilidade da companhia, isolada ou conjuntamente com os demais, o que não ocorreu.

04. No que se refere à questão das reservas estatutárias, o entendimento da SEP deu-se no sentido de que:

- i. a condição estabelecida na Lei 6.404/76, art. 194, inciso I, para a criação de reservas estatutárias veda que a assembléia possa, discricionariamente, dar ao lucro remanescente, após a dedução do dividendo obrigatório, o destino que lhe aprouver;
- ii. essa condição não restou atendida na criação das Reserva para Aumento de Capital e Reserva para Investimentos e Capital de Giro, previstas no Estatuto Social da Companhia, no art. 22 §§ 5º e 7º, uma vez que, em ambos os casos, a destinação dos recursos para as reservas é facultativa, e não obrigatória, em desacordo com o disposto no dispositivo da Lei das Sociedades Anônimas acima referido;
- iii. apesar de ter ocorrido recente aumento de capital, homologado na AGE de 22.09.05, o saldo da Reserva para Aumento de Capital excede o limite máximo estatutário, equivalente a 80% do capital, em R\$ 3.203 mil;e
- iv. em decorrência do excesso do saldo da Reserva para Aumento de Capital, a Döhler deveria deliberar em assembléia a aplicação desse excesso no aumento de capital ou na distribuição de dividendos complementares.

05. Finalizou o Ofício solicitando manifestação da Companhia sobre eventuais providências a serem adotadas.

06. A Döhler, às fls. 389/391, apresentou resposta aos termos do Ofício, informado a não interposição de recurso em relação ao entendimento da SEP de que "*a Döhler deveria deliberar em assembléia a aplicação desse excesso no aumento de capital ou na distribuição de dividendos complementares*".

07. Às fls. 392/411 foi apresentado recurso ao Colegiado desta Autarquia em face do entendimento da SEP e da GEA-3, relacionado ao preço de emissão de ações em aumento de capital. Destaca a Companhia os seguintes pontos em suas razões recursais:

- i. que embora a CVM tenha se manifestado no sentido de não dever entrar no mérito da escolha do preço de emissão das ações, assim o fez, manifestando-se sobre o melhor critério para a escolha do valor de emissão de ação em aumento de capital;
- ii. que não há uniformidade de entendimento na doutrina, sendo que a própria Lei 6.404/76 propicia à companhia optar dentre diversos critérios, sejam eles aplicados de forma isolada ou combinados;
- iii. que não parece procedente o entendimento de que a cotação em bolsa não seria um critério adequado, em razão da Döhler possuir poucas negociações na Bolsa de Valores, tendo em vista que apenas um número reduzido de empresas possui situação de liquidez adequada à utilização da cotação para a fixação do preço das ações para um aumento de capital, mas ainda assim, conforme indica a prática, adotam tal critério;
- iv. que caso tais companhias tivessem que adotar o valor da perspectiva de rentabilidade futura, a maior parte dos lançamentos de ações teriam que ser cancelados, por desconformes, sendo que tal critério apresenta inúmeros problemas, especialmente para um setor altamente instável, como é atualmente o setor têxtil, onde boa parte das previsões não se realizam e há uma sensação presente de perda de mercado como um todo;
- v. que ao fixar preço de uma ação com base em expectativa de rentabilidade da companhia conforme recomenda a SEP, a possibilidade de induzir involuntariamente o investidor a erro é enorme e os administradores de uma companhia aberta não se sentem confortáveis em adotá-la, face às responsabilizações possíveis inerentes ao fato;
- vi. que poder-se-ia dizer que os administradores ou controladores estariam diluindo a participação acionária dos minoritários, impedindo seu acesso aos aumentos de capital, caso o preço fosse proibitivo e visivelmente acima do valor de mercado, o que não foi o caso, mesmo porque o valor do aumento – R\$3.000.000,00 – impede falar em diluição de participação dos minoritários;
- vii. que o preço de emissão das ações foi fixado nos exatos termos do permissivo legal (art. 170, §1º), pela utilização alternativa de um dos critérios, qual seja a cotação das ações da companhia na Bolsa de Valores, critério este que tem sido utilizado ao longo dos anos pela companhia, sem jamais ter havido qualquer contestação por parte de qualquer de seus acionistas, inclusive do Fundo Bradesco, que agora se insurge contra um aumento de capital de valor menor;
- viii. que a lei, ao determinar os critérios de fixação do preço de emissão, a serem utilizados "alternativa ou conjuntamente", expressamente facultou à

companhia a utilização de um único dos critérios legalmente previstos, que, neste caso, foi o previsto no inciso III, razão pela qual tem-se discricionariedade do órgão de administração para, em sua proposta de aumento de capital social, eleger o critério para a fixação do preço de emissão, o qual, escolhido dentre os que a lei elenca e aprovado em assembléia geral, não pode ser objeto de discussão por algum acionista discordante;

- ix. que além de a lei prever que a cotação das ações em Bolsa de Valores é critério passível de utilização isolada para fixação do preço de emissão, a CVM o reconhece como principal parâmetro, em se tratando de companhias abertas, conforme dispõe o Parecer de Orientação CVM 5/79;
- x. que a CVM, no recente OFÍCIO/CVM/SEP/GEA-1/Nº166/05, citando o Parecer de Orientação CVM 1/78, entendeu não ser atribuição sua entrar no mérito do preço de emissão de ações, posto que assim agindo estaria interferindo no mercado, bem como que a definição do valor cabe à administração, que para tanto deverá usar sempre o bom juízo;
- xi. que a justificativa para eleição do critério da cotação em Bolsa de Valores, além de ter sido exaustivamente exposta e discutida na AGE que aprovou o aumento de capital, encontra-se expressa no estudo já constante nos autos, no qual demonstra-se que a situação econômica e financeira da companhia vem se deteriorando ano após ano, tendo o EBITDA, no período compreendido entre janeiro e maio de 2005, se apresentado negativo;
- xii. que tampouco se demonstrou plausível o critério a ser utilizado no caso concreto, do valor do patrimônio líquido da ação, nos termos do inciso II do §1º do art. 170 da Lei nº 6.404/76, pois este se mantém historicamente incompatível com seu valor de mercado e reflete performance realizada em exercícios anteriores;
- xiii. que quanto à questão da distinção entre as ações preferenciais e ordinárias, não possui qualquer argumento que possa causar diferença de preço entre uma e outra e que, nos termos do Parecer de Orientação 5/79, a regra geral é a do estabelecimento de um único preço para todas as ações, podendo-se admitir, excepcionalmente, a diversidade de preços de emissão em um mesmo aumento de capital, que deverá se restringir aos casos em que os diversos tipos de ações a serem emitidas: a) apresentem cotações no mercado significativamente díspares; e b) possuam, todas, significativos índices de negociabilidade; e
- xiv. que não há de questionar a adequação do critério eleito pelo Conselho de Administração, no exercício do seu poder discricionário, para a fixação do preço de emissão das ações, haja vista ter sido atendido ao disposto na legislação pertinente, bem como a comprovação, pelo desenrolar dos fatos, de ser mesmo reflexo do real valor das ações.

08. Requereu a Companhia, ao final, que esta Autarquia julgue procedente do recurso para:

- i. modificar a orientação constante no Ofício da SEP, considerando adequado o preço de emissão da ação apurado com base na cotação da ação na BOVESPA, tanto para ordinárias quanto para preferenciais;
- ii. considerar que tal preço não é inferior ao valor que o mercado, os acionistas e investidores consideram como sendo o real da ação, tendo em vista a evidência da não integralidade da subscrição do aumento de capital e o não exercício do direito de subscrição das sobras, assim como a cotação atual no mercado de valores mobiliários, inferior ao valor do preço de emissão fixado; e
- iii. emitir manifestação favorável quanto à adequação do critério utilizado pela Companhia.

09. Através do MEMO/SEP/Nº11/06, de 18.01.06 ("Memo"), a SRE manteve seu entendimento no sentido do indeferimento do recurso interposto, ressaltando, principalmente, que a Companhia não apresentou fatos novos em seu recurso, sendo que suas alegações já foram consideradas nos RA/SEP/GEA-3/Nº38/05 (fls. 305/368), de 05.12.05, e no MEMO/SEP/GEA-3/Nº182/05 (fls. 369/371), de 06.12.05, que embasaram a manifestação de entendimento constante do OFÍCIO/CVM/SEP/GEA-3/Nº618/05 (fls. 372/375), de 19.12.05.

10. Com relação à escolha de um dos critérios elencados pelo §1º do art. 170 da Lei 6.404/76, transcreveu o Memo o seguinte trecho do Parecer de Orientação 01/78:

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

Com efeito, num mercado de valores mobiliários desenvolvido e eficiente, ou seja, naquele presidido por um amplo e eficaz sistema de informações "Companhia-público investidor", e no qual determinada ação possua um alto índice de negociabilidade, o parâmetro "cotação da ação" realmente assumirá uma prevalência praticamente total sobre os demais parâmetros. Isto porque, neste caso, todas as informações sobre a companhia emitente, bem como sobre a ação por ele emitida, são de pleno conhecimento do público investidor, e se refletem na cotação da ação no mercado, valor este realmente representativo do "valor econômico da ação" de que fala a exposição de motivos da Lei.

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

11. Às fls. 429/457 o Fundo Bradesco apresentou contra-razões ao recurso interposto pela Döhler, nos seguintes termos:

- i. que a CVM reconheça a inadequação do preço de emissão de ações utilizado pela Companhia no aumento de capital e sobre o descumprimento da Lei 6.404/76, art. 170, §§ 1º e 7º, determinando que a companhia reconheça sem efeitos o aumento de capital; e
- ii. que seja instaurado inquérito para apurar e determinar o abuso dos acionistas controladores da Companhia e o descumprimento dos deveres legais pelos administradores da companhia, e aplique as penalidades previstas na Lei 6.385/76, art. 11, aos infratores.

É o relatório.

Voto

12. A questão a ser decidida neste processo consiste em saber se o critério utilizado para a fixação do preço das ações que foram emitidas no aumento de capital da Companhia, deliberado na AGE realizada em 08.07.05 foi escolhido de acordo com o disposto no art. 170 da Lei 6.404/76(1).

13. Para os recorrentes, o critério utilizado – cotação das ações em bolsa de valores – foi o mais adequado, haja vista as peculiaridades da Companhia

(patrimônio líquido muito elevado em comparação com os demais critérios utilizados e impossibilidade de se obter uma perspectiva de rentabilidade positiva), a existência de sobras e de que as negociações posteriores foram em preços inferiores aos da subscrição.

14. A SEP, ao contrário, sustenta que o critério escolhido não foi o mais razoável, tendo em vista a baixa liquidez das ações emitidas pela Companhia, além do fato da controladora da Companhia ter sugerido um deságio em função de maus resultados até ali obtidos e projeções negativas para os próximos meses. A área técnica considerou que a alternativa apropriada seria a utilização do critério perspectiva de rentabilidade da Companhia (art. 170, § 1º, inciso III da Lei 6.404/76), isolada ou conjuntamente com os demais, o que não ocorreu.

15. Na análise deste processo, deve-se notar que as disposições constantes no art. 170 da Lei 6.404/76, com a redação que lhe foi dada pela Lei 9.457/97, estabelecem, na hipótese de que trata, três condições que devem ser obedecidas para a operação de aumento de capital. São elas: (i) o preço de emissão deve ser fixado sem diluição injustificada da participação dos antigos acionistas; (ii) devem ser utilizados, de forma conjunta ou isolada, um dos três critérios possíveis: (a) perspectiva de rentabilidade da companhia, (b) valor do patrimônio líquido da ação, (c) cotação de suas ações em Bolsa de Valores ou no mercado de balcão organizado, admitido ágio ou deságio em função das condições do mercado; e (iii) a proposta de aumento do capital deve esclarecer qual o critério adotado, justificando pormenorizadamente os aspectos econômicos que determinaram a escolha (§ 7º).

16. Não há, nos autos, comprovação de qualquer dessas três condições tenham deixado de ter sido observadas pela Companhia quando da deliberação de aumentar o capital. No que se refere à primeira condição, não foi trazido aos autos qualquer elemento com a finalidade de comprovar que o aumento proposto teria o poder de provocar uma injustificada diluição na participação acionária dos acionistas. Ao contrário, observa-se a existência de uma justificativa, fornecida pela administração da Companhia, para o aumento proposto (fls. 114/127) e que, nesse aspecto, não foi eficazmente contraditada pelo Fundo ou pela área técnica.

17. Já quanto ao critério adotado para a fixação do preço de emissão, não vejo nos autos elementos para considerá-lo fora dos limites de razoabilidade que poderia justificar uma atuação da CVM. A Companhia fundamenta a fixação do preço de emissão no "Estudo para Aumento de Capital Social", elaborado em 15.06.05, que traz as seguintes recomendações:

- i. desaconselha a fixação de valor com base na perspectiva de rentabilidade da Companhia, considerando o prejuízo à época, a geração de caixa negativo em 31.05.05, bem como a projeção de resultados que se apresentou negativa para todo o ano de 2005, sem possibilidade de fixação de qualquer prognóstico para o ano de 2006; e
- ii. desaconselha, também, a adoção do valor patrimonial, tendo em vista que, historicamente, este sempre manteve "descolado" do seu valor de mercado e reflete performance realizada em exercício anteriores, sendo que o lançamento ao valor patrimonial, na ordem de R\$ 560,00 por lote de mil, seria muito além do preço de mercado e não seria atrativo para uma subscrição.

18. Assim sendo, a adoção do critério cotação em bolsa de valores para a emissão das ações, em que pese sua pouca liquidez, parece ter sido o possível, considerando a realidade que se apresentava à época dos fatos e tendo em vista a inviabilidade e a inadequação dos critérios relacionados ao patrimônio líquido e valor econômico, conforme foi trazido ao conhecimento dos acionistas no estudo de fls. 114/128. Não parece, também, que a fixação do preço unitário para a emissão tenha sido injusto, devendo ser levado em conta a inexistência de constatação de qualquer das hipóteses, mencionadas no Parecer de Orientação 05/79, para a fixação de preço de emissão para cada tipo de ação.

19. Ainda no que diz respeito aos Pareceres de Orientação 01/78 e 05/79, cabe dizer que sua função é de orientação para a interpretação dos dispositivos legais a que fazem alusão, pelo que devem com os mesmos se coadunar, inclusive no que se refere às modificações inseridas pelo legislador em momento posterior a sua edição, como se observa no presente caso. Digo isso em razão de ter havido modificação na redação do parágrafo 1º do art. 170 da Lei 6.404/76 posteriormente à edição dos pareceres em questão, tendo havido a inclusão da expressão "alternativa ou conjuntamente", que não existia anteriormente⁽²⁾. A análise da prevalência de um critério para a fixação do preço de emissão sobre outro deixa, neste caso, de ter caráter absoluto, desde que observado o disposto no parágrafo 7º do art. 170.

20. Para contestar o argumento da Companhia quanto à impossibilidade de utilização do patrimônio líquido, seria necessário demonstrar que os argumentos utilizados na justificativa não seriam verdadeiros ou suficientes para sua exclusão como critério de fixação do preço.

21. Por fim, no tocante à terceira condição, de que a proposta de aumento do capital deva esclarecer qual o critério adotado, com a justificativa dos aspectos econômicos que determinaram a escolha, o "Estudo para Aumento do Capital Social", elaborado em 15.06.05, em momento anterior à realização da AGE que deliberou pelo aumento do capital social, apresentou justificativa, no que se refere aos aspectos econômicos e fundamentos para a adoção do critério da cotação em bolsa de valores, pelo que qualquer decisão sobre a violação ao § 7º fosse tomada, a área técnica deveria apontar erros, omissões ou contradições neste estudo, o que não fez.

22. Pelas razões acima, portanto, não vejo elementos nos autos para reconhecer eventual descumprimento dos §§1º e 7º da Lei 6.404/76, pelo que dou provimento do recurso interposto, na forma das considerações constantes no presente voto.

23. Ressalvo a possibilidade da SEP, dentro de suas atribuições, entender, se for o caso, pela necessidade de instauração de processo administrativo sancionador, a fim de que averiguar a existência de violação aos arts. 155 e 156 ou mesmo, caso apresentado elementos fáticos suficientes, por descumprimento do art. 170, §§ 1º e 7º, todos da Lei 6.404/76.

É como voto.

Pedro Oliva Marcilio de Sousa

Diretor-relator

⁽¹⁾ Art. 170. Depois de realizados 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.

[2](#) A redação anterior era: "O preço de emissão deve ser fixado tendo em vista a cotação das ações no mercado, o valor do patrimônio líquido e as perspectivas de rentabilidade da companhia, sem diluição injustificada da participação dos antigos acionistas, ainda que tenham preferência para subscrevê-las".