



PARECER DE ORIENTAÇÃO CVM Nº 5, DE 03 DE DEZEMBRO DE 1979.

EMENTA: Aumento de capital. Hipótese de diversidade de preços de emissão em função da diversidade de tipos (espécies, classes ou formas) das ações a serem emitidas por uma companhia aberta. " Diluição justificada" da participação de acionistas. Inteligência do parágrafo 1º do artigo 170 da LEI Nº 6404, de 15.12.76.

1. Em matéria de fixação do preço de emissão de ações em aumento de capital por subscrição, quando emitidas ações de diversas espécies, classes e/ou formas, a regra geral é a do estabelecimento de um único preço para todas as ações.

Esse princípio se afigura como lógico porque, em se tratando de ações do capital de uma mesma companhia, serão sempre iguais dois entre os fatores legais determinantes do preço de emissão (conforme o § 1º do art. 170 da LEI Nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976), ou seja, o valor do patrimônio líquido e as perspectivas de rentabilidade da companhia emissora. Somente poderá variar, eventualmente, o terceiro fator, qual seja, o valor de cotação no mercado de cada um dos tipos das ações a serem emitidas.

2. Excepcionalmente, porém, afigurar-se-á como admissível, na hipótese, a diversidade de preços de emissão em um mesmo aumento de capital. Tal exceção, no entanto, cuja análise será objeto deste Parecer, deverá se restringir aos casos em que os diversos tipos de ações a serem emitidas:

1. apresentem cotações no mercado significativamente díspares; e
2. possuam, todos, significativos índices de negociabilidade.

3. O presente Parecer de Orientação, baseado na interpretação do referido § 1º do art. 170 da LEI Nº 6.404/76, tem por objetivo demonstrar a possibilidade, do ponto de vista jurídico, do procedimento acima referido (i. e., a diversidade de preços de emissão em um mesmo aumento de capital).

4. Sobre o aludido dispositivo legal, faz-se desde logo remissão ao Parecer de Orientação CVM nº 1, cuja leitura se afigura indispensável à boa compreensão da orientação que segue.

5. De acordo com o mencionado § 1º do art. 170, as ações objeto de emissão por ocasião de aumentos de capital deverão ter seu preço de emissão fixado em função da cotação das ações no mercado, do valor do patrimônio líquido e das perspectivas de rentabilidade da companhia, de modo a, especificamente, evitar-se uma diluição injustificada da participação dos antigos acionistas, ainda que tenham assegurado o direito de preferência.

6. Parecer de Orientação CVM nº 1, procurando interpretar alguns aspectos do aludido dispositivo legal, esclareceu que, não obstante a imperatividade da norma que determina a observância dos três



CVM Comissão de Valores Mobiliários

PARECER DE ORIENTAÇÃO CVM Nº 5, DE 03 DE DEZEMBRO DE 1979.

parâmetros mencionados, haverá, na prática, quando da fixação do preço de emissão, a "prevalência de um daqueles parâmetros sobre os demais, 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)".

7. No universo das companhias abertas, por exemplo, entre os três parâmetros enunciados pelo § 1º do art. 170 da LEI Nº 6.404/76, tenderá a assumir especial importância o relativo à cotação das ações no mercado. Isto porque, acima de tudo, a viabilização da capitalização de uma companhia através do mercado de valores mobiliários estará sempre extremamente vinculada e dependente da situação de seus papéis em tal mercado. Em outras palavras, e conforme já mencionado no aludido Parecer de Orientação CVM nº 1, a emissão de ações a preço superior ao do mercado, por exemplo, inviabilizaria a capitalização pretendida. A emissão de ações, ao contrário, a preço inferior ao do mercado, ocasionaria, obviamente, além de uma provável queda do nível de cotação das ações da companhia no mercado, um injustificável abalo no patrimônio dos acionistas de tal companhia, os quais veriam a parcela de seu patrimônio representada por tais ações desvalorizada por ato da própria companhia. Vê-se, assim, que o parâmetro "cotação das ações no mercado" tenderá a representar, em se tratando de companhias abertas, o principal parâmetro dos três enunciados pelo analisado § 1º do art. 170 da Lei 6.404/76.

8. Em favor da relevância do parâmetro "cotação das ações no mercado", ainda milita a distinção entre patrimônio virtual e atual do acionista. Com efeito, a participação do acionista no patrimônio líquido da companhia, de que resulta o valor patrimonial de suas ações, consiste, na realidade, em uma participação virtual, que só se tornará atual no momento em que o acionista tiver a oportunidade de exercer alguns dos direitos excepcionais que lhe são conferidos pela titularidade das ações em face do patrimônio da companhia, tais como o direito de reembolso ou o direito de participar do acervo líquido da companhia na hipótese de sua liquidação. A cotação das ações no mercado, ao contrário, consiste em elemento fundamental para a exata aferição do patrimônio atual do acionista. Representa o real "valor econômico" (de troca) da ação a que se refere a Exposição de Motivos do anteprojeto que se transformou na Lei 6.404/76.

9. As considerações acima são reforçadas pela conclusão a que se chegou no aludido Parecer de Orientação de que o objetivo do § 1º do art. 170 da Lei 6.404 foi o de exigir a observância dos três parâmetros enunciados por aquele dispositivo sempre que possível, fato que levou a outra conclusão: a lei, ao se referir à hipótese de "diluição injustificada" da participação dos antigos acionistas, admitiu, a contrario sensu, a possibilidade da ocorrência de hipótese de "diluição justificada". E a questão se circunscreverá sempre em saber-se, na hipótese da constatação de uma diluição da participação dos antigos acionistas, se a mesma foi ou não justificada.

10. Quanto ao parâmetro "cotação das ações no mercado", porém, há que se considerar a hipótese da ocorrência de diversidade de cotações dos diferentes tipos (espécies, classes ou formas) de ações que uma companhia aberta pretenda emitir através de um aumento de capital. Esta diversidade de cotações costuma decorrer basicamente das características específicas a cada tipo de ação, quer de caráter eminentemente econômico, como por exemplo a rentabilidade atribuída à ação, quer de indiscutível repercussão econômica, como o respectivo índice de negociabilidade. De fato, as características específicas a cada tipo de ação, embora não tenham repercussão sobre seu valor patrimonial,



inegavelmente influenciam suas cotações no mercado em virtude de seus intrínsecos componentes financeiros e econômicos.

11. vista destas considerações, cabe analisar-se o problema da fixação do preço de emissão das ações de uma companhia, quando diversamente cotadas estas no mercado. Em outras palavras: como fixar o preço de tais ações? Poderão ser fixados preços diversos em função dos diferentes tipos (espécies, classes ou formas) de ações?

12. Antes de quaisquer considerações de ordem jurídica quanto à possibilidade da adoção de um ou outro critério, analisam-se as conseqüências de ordem fáctica dos dois possíveis e seguintes procedimentos: a) fixação de um único preço de emissão; ou b) fixação de preços específicos para cada tipo de ação.

a) Critério da fixação de um mesmo preço de emissão para ações diversamente cotadas no mercado.

Figuremos a hipótese de uma companhia cujo capital se divida em ações ordinárias - cotadas a Cr\$ 2,00 - e ações preferenciais - cotadas a Cr\$ 4,00.

Analisemos, em primeiro lugar, as conseqüências da emissão de ações de ambas as espécies ao preço único de, por exemplo, Cr\$ 2,00 (valor de cotação das ações ordinárias).

As conseqüências da fixação do preço único de Cr\$ 2,00, no caso, são óbvias: (1º) inexistência de óbices significativos à colocação do aumento de capital; (2º) em relação às ações preferenciais, porém, sua colocação a preço significativamente inferior ao de sua cotação no mercado (Cr\$ 4,00) ocasionará uma influência negativa (baixista) na cotação de tais ações, além de ilegítimo e conseqüente abalo no patrimônio atual dos titulares destas ações. Por último, e já do ponto de vista da companhia, com reflexo, é óbvio, sobre seus acionistas, há que se mencionar que tal procedimento acarretará, no que se refere ao preço de emissão em relação às ações preferenciais, um ilógico e elevado custo de capital, pois se estariam colocando estas ações, injustificadamente, a um preço expressivamente inferior ao seu valor de cotação.

Analisemos, agora, as conseqüências da emissão de ações de ambas as espécies ao preço único de, por exemplo, Cr\$ 4,00 (valor de cotação das ações preferenciais).

Aqui, serão as seguintes as conseqüências de tal procedimento: (1º) em princípio, inviabilidade da colocação das ações ordinárias, obviamente porque emitidas a preço sensivelmente superior ao valor de sua cotação no mercado; (2º) nenhum eventual problema quanto à colocação das ações preferenciais. Quanto ao apontado risco da não colocação das ações ordinárias, teria ele como conseqüência, se ocorrido, a impossibilidade de ser o aumento de capital homologado, por não ter sido inteiramente subscrito.



Por último, analisemos a hipótese das conseqüências da emissão de ambas as espécies de ações ao preço único de Cr\$ 3,00 (valor intermediário entre o valor de cotação das ações ordinárias e o das ações preferenciais).

As conseqüências da fixação do preço único de Cr\$ 3,00, nas condições acima mencionadas, são claras: (1º) inviabilidade, em princípio, da colocação das ações ordinárias (obviamente porque emitidas por preço superior ao de sua cotação): e (2º) fácil colocação das ações preferenciais, porém com influência negativa (baixista) na cotação destas ações no mercado, além de ilegítimo e conseqüente abalo no patrimônio atual dos titulares de tais ações. Ter-se-ia, além do risco da não subscrição integral do aumento (ações ordinárias sem subscrição), com a conseqüente impossibilidade de o aumento de capital poder ser homologado, também uma provável queda da cotação das ações preferenciais (emitidas por valor inferior), como o conseqüente prejuízo ao patrimônio dos proprietários destas ações.

Resumindo, temos que a adoção do procedimento de fixar um único preço de emissão para ações que, de diversos tipos, possuam cotações distintas no mercado, acarretará: ora a inviabilidade de capitalização da companhia através do mercado (em virtude da não subscrição integral dos aumentos de capital); ora um elevado e ilógico custo de capital (quando colocada uma das espécies de ações por preço sensivelmente inferior ao da sua cotação); ora um injustificado abalo no patrimônio dos acionistas titulares das espécies de ações emitidas que vierem a ser colocadas a preço inferior ao valor de sua cotação.

b) Critério da fixação de diversos preços de emissão para ações diversamente cotadas no mercado.

Ainda presente o exemplo acima mencionado, cabe examinar-se a adoção do critério de fixarem-se, para o mesmo caso, dois preços de emissão. As ações seriam emitidas a preços compatíveis com as respectivas cotações, ou seja, as ações ordinárias seriam emitidas ao preço de Cr\$ 2,00 e as ações preferenciais ao preço de Cr\$ 4,00. Quais as conseqüências de tal procedimento?

Figurando que tais ações tivessem o valor nominal de Cr\$ 1,00, o ágio suplementar pago pelos subscritores de ações preferenciais acabaria sendo dividido também entre os subscritores de ações ordinárias, gerando um privilégio para estes últimos e, por isto mesmo, um prejuízo para os tomadores de ações preferenciais.

A despeito disto, porém, ressalta de imediato uma conclusão: este critério, ao contrário do anteriormente examinado (uniformidade do preço de emissão), jamais inviabilizaria, em princípio, a colocação de ações da companhia, não impossibilitando a sua capitalização através do mercado de valores mobiliários.

13. Fixada a conclusão acima, então, e situando-se o problema já sob um enfoque exclusivamente jurídico, a questão que se coloca é a de somente se saber, em face da legislação vigente, e interpretada esta sob seu ângulo principalmente finalístico, qual o peso e o significado que o fator viabilização de capitalização de uma companhia através do mercado de valores mobiliários possui no contexto legal, frente às demais disposições e princípios dele constantes.



14. Ora, afigura-se como indiscutível o fato de que toda a nova legislação buscou, primordialmente, propiciar à sociedade anônima melhores condições para sua capitalização através do mercado de valores mobiliários, fator este considerado pela própria Exposição de Motivos do anteprojeto que se transformou na nova Lei das Sociedades por Ações como "imprescindível à sobrevivência da empresa privada na fase atual da economia brasileira". Com efeito, a nova legislação, através da reformulação dos diversos instrumentos societários existentes, bem como pela criação de novos, buscou gerar um instrumental que, além de induzir, viabilizasse a capitalização das companhias no mercado de valores mobiliários.

15. Afora o enfoque acima apontado, há que se observar, ainda, em relação à hipótese analisada neste Parecer (vários preços de emissão em um mesmo aumento de capital), que, dos três parâmetros enunciados pelo parágrafo 1º do art. 170 da LEI Nº 6.404/76, somente um poderá ocasionalmente variar: o valor de cotação das ações no mercado. E mais, que variando este parâmetro em relação aos tipos de ações do capital da mesma companhia, fatalmente variará o resultado final da aplicação dos três parâmetros mencionados naquele dispositivo legal. Em outras palavras, existentes vários tipos de ações, e diversamente cotadas elas no mercado, o resultado da consideração dos três parâmetros referidos no § 1º do art. 170 da Lei 6.404 obviamente não será o mesmo para cada tipo de ação. Portanto, mesmo abstraindo-se dos aspectos filosóficos e de política econômica que vêm presidindo as medidas do governo neste campo, a própria Lei 6.404, ao determinar os critérios que devem ser observados especificamente na fixação do preço de emissão de ações a serem colocadas no mercado, leva-nos inquestionavelmente a nos defrontarmos com a hipótese da ocorrência de vários preços de emissão para ações que, do capital de uma mesma companhia, encontrem-se diversamente cotadas em razão de sua diversa tipicidade.

16. Considerando-se, portanto, (a) que a filosofia de toda nova legislação reside na viabilização da capitalização das companhias através do mercado de valores mobiliários; (b) que a fiel observância dos três parâmetros enunciados pelo § 1º do art. 170 da Lei 6.404/76 acarretará sempre uma diversidade de preços de emissão se diversos forem os tipos de ações a serem emitidas por uma companhia e diversas se apresentarem as respectivas cotações de tais tipos de ações; e que (c) a adoção do critério de um único preço de emissão para ações de vários tipos e diversas cotações, inviabilizaria a colocação das mesmas no mercado com graves prejuízos para a companhia e seus acionistas; não parece possível negar-se legitimidade ao critério da adoção de mais de um preço de emissão na hipótese de ações que, de diversos tipos e diversas cotações, pretenda uma companhia emitir.

17. A conclusão acima, porém, somente se afigurará como válida, conforme dito inicialmente, se os diversos tipos de ações a serem emitidas por uma companhia:

1. apresentarem cotações no mercado significativamente díspares; e
2. possuírem, todos, significativos índices de negociabilidade.

18. Relativamente à primeira condição (necessidade da existência de significativa diferença na cotação de cada uma das ações a serem emitidas), além de se afigurar como óbvia, é necessário esclarecer que a expressividade da diferença de cotações deve ter como causa as características intrínsecas e de caráter exclusivamente econômico das ações, e não se originar de intenções ou comportamentos



CVM Comissão de Valores Mobiliários

PARECER DE ORIENTAÇÃO CVM Nº 5, DE 03 DE DEZEMBRO DE 1979.

específicos de seus titulares. Se há legitimidade na diferença das cotações dos diversos tipos de ações, dadas suas distintas características, haverá legitimidade em cobrar preços distintos para emitir títulos, em suma, de valores distintos.

Os acionistas controladores, por exemplo, muitas vezes não têm interesse em colocar no mercado ações ordinárias, advindo deste procedimento uma reduzida liquidez para tais ações, como conseqüente influência sobre o valor de sua cotação, dissociando-se esta das características próprias das ações. A emissão de ações ordinárias a preços inferiores ao das outras ações, nessa hipótese, resultaria em um benefício indevido para os controladores em termos de aporte de recursos e manutenção de controle.

19. Relativamente à segunda condição (todas as ações com significativo índice de negociabilidade), ela se afigura como lógica porque vinculada à necessária e indispensável representatividade do parâmetro " cotação das ações no mercado" . Se ínfimo o índice de negociação de um dos tipos de ações no mercado, logicamente será inexpressivo o parâmetro " cotação de mercado" como fator a ser considerado para a fixação do preço daquele tipo de ação.

Original assinado por
PEDRO HENRIQUE TEIXEIRA
Superintendente Jurídico