

**ASSUNTO:** Pedido de realização de OPA com adoção de procedimento diferenciado para cancelamento de registro de companhia aberta de empresa coligada

**INTERESSADA:** AES INFOENERGY LTDA.

**Manifestação de VOTO da Diretora Norma Jonsen Parente**

**EMENTA:** É inadmissível a realização de OPA voluntária com a adoção de tratamento diferenciado com a observância do procedimento destinado ao cancelamento de registro de companhia aberta e posterior resgate compulsório das ações remanescentes, se a oferta não for para cancelar o registro.

**I - Introdução**

1. Trata-se de discutir a plausibilidade do pedido formulado por **AES INFOENERGY LTDA.** ("Ofertante") por intermédio da **FACTUAL CORRETORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS S.A.** ("Intermediadora"), para a realização de Oferta Pública Voluntária de Aquisição de Ações ordinárias e preferenciais de emissão da **AES SUL DISTRIBUIDORA GAÚCHA DE ENERGIA S.A.** ("Companhia"), com adoção de procedimento diferenciado, nos termos do artigo 34 da Instrução CVM nº 361/02.
2. O pedido de procedimento diferenciado foi justificado com base na pretensão da Ofertante de realizar OPA Voluntária, observando o procedimento de OPA para cancelamento de registro de companhia aberta, inclusive, com o resgate das ações remanescentes em momento posterior, nos termos do artigo 4º, parágrafo 5º, da LSA.

**II – Do Fechamento de Capital**

3. A intenção da ofertante com esta operação é adquirir a totalidade das ações em circulação da companhia, representantes de cerca de 1,7% do seu capital social, sem o efetivo cancelamento do registro de companhia aberta. De fato, a companhia obrigatoriamente manter-se-á aberta por conta das debêntures emitidas, além de também se submeter a tal obrigação por força do Edital de Licitação Nº COD-05/97, que publicou as condições da privatização das Companhias Norte-Nordeste e Centro-Oeste de Distribuição de Energia Elétrica, e em seu item 4.3, referente a "Obrigações Especiais dos Adquirentes", determina o seguinte:

*" VI. Manter a COMPANHIA NORTE-NORDESTE e a COMPANHIA CENTRO-OESTE como companhias abertas, registradas na Comissão de Valores Mobiliários (CVM) durante todo o tempo da concessão, salvo em decorrência de exigência legal, devendo providenciar o registro para negociação dos valores mobiliários das referidas companhias em Bolsa de Valores no prazo máximo de 360 (trezentos e sessenta) dias a contar da data de assinatura dos respectivos CONTRATOS DE COMPRA E VENDA DE AÇÕES. Caso o registro para negociação dos valores mobiliários da COMPANHIA em Bolsa de Valores não seja providenciado no referido prazo, os novos grupos de controle deverão realizar oferta pública de compra das ações detidas pelos respectivos EMPREGADOS, ao preço por lote de mil ações apurado no LEILÃO, corrigido pelo IGPM ou por outro índice que venha a substituí-lo, no prazo máximo de 13 (treze) meses a contar da data de assinatura dos respectivos CONTRATOS DE COMPRA E VENDA DE AÇÕES."*

4. Note-se que o referido Edital de Licitação é bastante claro no sentido de estabelecer que as companhias privatizadas mantivessem os registros de capital aberto na CVM e obtivessem no prazo de 360 dias o registro em Bolsa de Valores para negociação dos seus valores mobiliários ou, do contrário, o seu controlador estaria obrigado a adquirir as ações através de oferta pública. No caso, a AES SUL não só está registrada na CVM como companhia aberta como detém o registro para a negociação de suas ações em Bolsa de Valores.
5. Atente-se, contudo, para o fato de que, no momento em que o Edital exigia registro em Bolsa para a negociação dos respectivos valores mobiliários, ele só poderia estar se referindo às ações, mesmo porque a companhia nem mesmo possuía outros títulos em negociação à época. Assim, não se mostra admissível que a companhia venha agora a se esquivar dessa obrigação assumida sob a alegação de que se manterá aberta apenas em razão de suas debêntures. A empresa, frise-se, não possuía debêntures ao tempo da privatização, logo, o objetivo da norma editalícia só poderia ser o de que a companhia se mantivesse aberta quanto a suas ações especificamente. Ao se analisar uma norma não devemos nos limitar a sua literalidade, mas devemos sim tentar buscar o objetivo por ela colimado. Ora, qual seria o objetivo em se exigir que 9,09% das ações com direito de voto fossem reservadas para os empregados, se se admitisse que a empresa poderia não ter ações negociadas no mercado. Ou, ainda, qual seria o objetivo em se obrigar o controlador a fazer uma oferta pública, caso a empresa não conseguisse colocar suas ações no mercado aberto. Por todas essas razões, afigura-se inequívoco que a finalidade do Edital, ao exigir que a companhia permanecesse aberta, era para que suas ações se mantivessem em negociação no mercado.
6. Assim, é patente a necessidade de manutenção do registro de companhia aberta na CVM e em Bolsa de Valores, para a negociação da generalidade de seus valores mobiliários, uma vez que constituiu condição *sine qua non* para a participação da companhia na licitação, da qual, tendo participado, manifestou sua aceitação.
7. Note-se também que através da privatização pretendia-se pulverizar o capital das empresas. Entretanto, tendo em vista os diversos fechamentos de capital ocorridos, tal escopo não foi, infelizmente, atingido.
8. Frise-se que o resgate expropriatório surgiu como uma solução para a empresa que não mais era aberta, e, portanto, desobrigada de cumprir as regras da CVM. Todavia, não é o que ocorre no caso, ora em análise. A CVM não pode, sem forte motivação, aceitar uma exceção do que, ressalte-se, já é uma exceção, posto que tal procedimento prejudicaria sobremaneira os interesses dos minoritários. Estes têm a opção de aderir à OPA, mas não a querendo, tem o direito de continuar sócio. Não estão eles obrigados a aderirem à OPA e muito menos a se submeterem a um resgate de exceção.
9. Permitir-se o fechamento de capital de companhia privatizada onde empregados adquiriram ações inviabilizaria a aquisição e negociação, impedindo a almejada liquidez destes papéis.
10. Ocorre que tal finalidade, infelizmente, não foi atingida, pois, a obrigatoriedade relativa à abertura do capital da companhia tem o escopo, justamente, de viabilizar a aquisição e negociação das ações pelos empregados da companhia, conferindo a devida liquidez a estes papéis.
11. Ressalte-se inclusive que, até o momento, ainda não há a segmentação do registro de companhia aberta em função do título emitido ou negociado.

**III – Do Resgate**

12. Uma vez que a companhia permanece aberta, não há que se falar em resgate de ações, já que o resgate é uma norma de exceção, não

admitindo interpretação extensiva, ampliando seu alcance à OPA voluntária, ou a resgate sem sorteio (art. 4, § 5º, da LSA). Aplica-se, exclusivamente, no caso de efetivo cancelamento de registro de companhia aberta, vale dizer, quando a companhia fecha o capital, após a necessária realização de OPA, subsistindo percentual inferior a 5% do capital social. Essa é a única hipótese prevista e deveria se justificar, apenas, quando os acionistas remanescentes não têm qualquer participação ativa na companhia, ignorando, inclusive, a própria condição de acionista.

13. Aliás, ao regulamentar tal preceito legal, o legislador buscou tratá-lo como dispositivo de exceção, caso contrário, vale dizer, se o cancelamento de registro da companhia fosse submetido à deliberação unilateral do grupo de controle da sociedade, impondo aos acionistas minoritários sua vontade, face aos interesses daquele grupo, o desenvolvimento do mercado de capitais estaria seriamente comprometido. Não há investidor que considere razoável aplicar seus recursos em valores mobiliários de uma companhia, sem assegurar-se do direito de manter ou desfazer-se de seus títulos, submetendo-se exclusivamente aos interesses dos controladores ou administradores daquela. A respeito dessa celeuma, vale citar o professor Alfredo Lamy Filho<sup>(1)</sup>:

"Em que pese o pequeno número de dispositivos que a lei a ele consagra, o resgate, com o obrigatório cancelamento das ações resgatadas, **implica numa das mais traumáticas operações da vida societária, qual seja a exclusão do sócio, a ruptura unilateral do contrato de sociedade**"(grifos nossos)

14. Tal questão já passou pelo crivo da CVM, tendo o Diretor Luiz Antonio de Sampaio asseverado que:

**"cuida-se de dispositivo claramente de exceção** – o que aliás, o resgate unilateral e forçado já é, tanto que cuidadosamente regulado – que exige interpretação e aplicação cautelosa, **a não servir de instrumento de opressão ou de expulsão dos acionistas minoritários** (PR CVM nº RJ 2002-3430) (grifos nossos)

15. De outro lado, permanecendo aberta, a permissão do resgate sem sorteio, sendo os minoritários excluídos definitivamente da condição de sócio, estar-se-á na verdade ferindo o direito constitucional à propriedade:

"Art. 5º - Todos são iguais perante a lei, sem distinção de qualquer natureza, garantindo-se aos brasileiros e aos estrangeiros residentes no País a inviolabilidade do direito à vida, à liberdade, à igualdade, à segurança e à propriedade, nos termos seguintes:

(...)" (grifou-se)

16. O aviltamento é ainda mais grave em casos como o que ora se debate, cuja manifestação maior do *animus* de manter-se titular de ações da companhia traduziu-se no esforço empregado por muitos acionistas na ocasião do grupamento de ações realizado em abril do ano corrente.
17. Ademais, da maneira como está sendo pretendido, o resgate representa verdadeira mácula ao princípio constitucional da isonomia, insculpido no artigo 5º da CRFB (supra) já que, no caso, se está discriminando acionistas titulares de uma mesma classe de ações, ao propor o resgate tão-somente das ações pertencentes aos acionistas minoritários remanescentes, sem sorteio ou consulta relativa à efetivação da operação. Com efeito, se não há o efetivo cancelamento do registro nesta Comissão e a companhia permanece aberta, o pretendido resgate pode esconder uma indistigável intenção de calar uma minoria incômoda, o que, evidentemente, macula o princípio da impessoalidade.
18. Dessa forma, abre-se uma porta para que o controlador expulse da companhia, empregando verdadeira "desapropriação privada" <sup>(2)</sup>, os minoritários que não aceitarem a OPA, resgatando-lhes compulsoriamente suas ações, simplesmente porque não desejam mais tê-los no quadro social. Assim, tais investidores, enquanto necessários no processo de injeção de capital, são bem-vindos como sócios, no entanto podem ser facilmente descartados à medida que se tornam um inconveniente ao grupo de controle da companhia.

#### IV – Da existência de Ação Judicial em Curso

19. Outro agravante no processo em tela é a existência de ação judicial em curso na 12ª Vara Cível do Foro Central de Porto Alegre (RS) impetrada por parte dos acionistas minoritários da companhia, na pessoa do Clube de Investimentos dos Empregados da Companhia Estadual de Energia Elétrica – Investee Integral II, em face da sociedade controladora e da própria companhia. O pleito concerne à anulação das deliberações tomadas nas seguintes Assembléias Gerais da Emissora: 13.04.1998, na qual se deliberou a redução do capital social da emissora; 23.05.1998, quando foi alterado o estatuto social da emissora; 29.05.1998, que tratou da incorporação pela emissora de sua controladora; e 21.07.1998, que versou sobre a distribuição de dividendos intermediários. O autor pleiteia ainda nesta ação o reconhecimento de eventual responsabilidade do acionista controlador da AES SUL pelos danos por ele causados. De acordo com o item 9.2 do Edital da OPA Voluntária pretendida, transcrito no Aditamento ao MEMO/SRE/GER-1/Nº 123/2004, "a Emissora estima que, em caso de procedência total da ação, os acionistas teriam direito a dividendos da ordem de R\$ 1.768,44 por ação nova após o grupamento, valor este já atualizado pela variação do IGP-M até 08.07.2004, e que o patrimônio líquido da empresa seria de R\$ 400.849 mil".
20. Com isso, tendo em vista que o aludido acionista é titular de 50 ações ordinárias e 25 ações preferenciais de emissão da companhia, representando 2,56% do capital votante e 12,02% das ações sem direito de voto, em circulação, caso o pleito seja julgado procedente, o acionista terá direito a R\$ 702.000,00, sem a devida atualização, e a dividendos correspondentes ao valor de R\$ 132.633,00, permanecendo titular de ações da AES Sul, cujo valor patrimonial passaria de R\$ 6.110,00 negativos por ação, em 31.03.2004, para R\$ 2.984,66 positivos por ação.
21. No entanto, caso este Colegiado acolha o presente pedido de OPA Voluntária, seguida do resgate compulsório das ações remanescentes, a referida ação judicial será extinta sem o julgamento do mérito, uma vez que o autor terá perdido a legitimidade *ad causam*, o que se coadunará perfeitamente aos interesses do controlador, qual seja, calar os minoritários.
22. Note-se que a ação, que data de 4 (quatro) anos atrás, não tinha por objetivo impedir o resgate, podendo não ser, entretanto, a recíproca verdadeira.

#### V – Da submissão da operação de resgate à CVM

23. Analisa-se a seguir a utilização de recursos para o resgate. Preliminarmente, ainda que se admita a possibilidade de a companhia não possuir mais ações em circulação, não estará livre da fiscalização da CVM, posto que, possuindo debêntures de emissão pública, permanecerá sujeita às normas desta Autarquia.
24. A propósito, ainda que a companhia se tornasse fechada, também assim a CVM deveria manifestar a sua opinião tanto diante da OPA que está prestes a se realizar, como em relação a possibilidade de remanescerem minoritários.

#### VI – Origem da Reserva

25. Nada obstante, ainda que se entenda como possível a aludida operação, há ainda outro impeditivo legal, o qual não se pode deixar de considerar – trata-se da questão referente à proveniência dos recursos que serão utilizados para o pagamento do pretendido resgate. Consoante a ITR, datada de 30.06.2004, da AES Sul, constante do *site* eletrônico da CVM, a companhia apresenta (i) patrimônio líquido negativo de R\$ 1,047 bilhão, (ii) não há qualquer reserva estatutária destinada ao pretendido resgate e (iii) verifica-se um prejuízo acumulado de R\$ 1,681 bilhão.
26. Desta feita, cabe argüir de que forma poderá a companhia arcar com o preço a ser pago pelo resgate das ações eventualmente remanescentes da Oferta Pública se, consoante as informações prestadas à CVM, além do próprio Laudo de Avaliação preparado pela Intermediadora, apresenta um passivo a descoberto superior a R\$ 1 bilhão.
27. A partir desse balanço, a única fonte visível de recursos seriam as reservas de capital, que correspondem a R\$ 176,3 milhões. Ressalte-se que, dessas reservas, 98% são constituídas de "reserva especial para dividendos obrigatórios não distribuídos", originada do ágio proveniente da incorporação da AESG (fl 795).

#### VII - Da reserva especial de ágio da Instrução 319/99 – Reserva Virtual

28. Antes de realizar a privatização da CEEE – Companhia Estadual de Energia Elétrica – foi feito o cálculo de qual seria o seu valor. No momento em que foi iniciado o leilão, tendo em vista a perspectiva de rentabilidade, valorização, expansão, etc, as empresas disputantes, no afã de vencer o leilão, dispuseram-se a pagar um valor acima do valor patrimonial. Esse valor pago acima do valor patrimonial – denominado ágio – poderia ser, segundo a legislação tributária específica das privatizações, deduzido do lucro do exercício, reduzindo o *quantum* a ser pago a título de imposto de renda.
29. Observa-se com isto que, embora esse ágio pago figure no ativo como uma reserva, na verdade ele não possui substância econômica, consistindo em verdadeira reserva virtual. Caso a empresa tenha lucro tributável, o valor pago como ágio poderia ser aproveitado para reduzir o montante a ser pago a título de imposto de renda.
30. A Instrução CVM 319/99 denominava erroneamente de reserva de capital o montante resultante do ágio pago na aquisição de controle de empresa estatal. Ocorre, contudo, que, segundo o preceito esculpido no parágrafo 1º, do art.182, da Lei 6.404/76, somente poderão ser contabilizados na conta de reserva de capital os valores provenientes das seguintes operações: o ágio ou parcela a tanto equivalente, na subscrição; o preço obtido na alienação de partes beneficiárias e bônus de subscrição; o prêmio recebido na colocação de debêntures; as doações e subvenções para investimento. Não se enquadrando o ágio pago na aquisição de controle em nenhuma dessas hipóteses, não poderia seu montante ser intitulado "reserva de capital". Percebendo o equívoco perpetrado, a CVM emitiu a Instrução 349/01, que substituiu a expressão "reserva de capital" por "reserva especial de ágio na incorporação".
31. Note-se que a Instrução 319/99 apenas admite, como destinação para a reserva especial de ágio na incorporação, o aumento de capital, sendo, pois, vedado seu uso para resgate de ações.

*"Art. 6º O montante do ágio ou do deságio, conforme o caso, resultante da aquisição do controle da companhia aberta que vier a incorporar sua controladora será contabilizado, na incorporadora, da seguinte forma:*

.....  
*§1º O ágio referido no caput deste artigo terá como contrapartida reserva especial de ágio na incorporação, constante do patrimônio líquido.*

*§2º A reserva referida no parágrafo anterior somente poderá ser incorporada ao capital social, na medida da amortização do ágio que lhe deu origem, em proveito de todos os acionistas, excetuado o disposto no art. 7º desta Instrução." (grifei)*

32. Ora, o uso da reserva está condicionado não só ao aumento do capital social como à amortização do ágio que lhe deu origem. Além disso, a realização econômica desse ágio está diretamente vinculada ao benefício fiscal obtido pela efetiva redução dos tributos a pagar. Neste sentido, cumpre ressaltar que a AES não apresentou lucro tributável, tendo pelo contrário vultoso prejuízo acumulado.
33. Fato que se mostra evidente é a incidência da Instrução 319/99 quando, em data posterior ao início de sua vigência, pretende-se, impropriamente, destinar reserva de capital para resgate de ações.
34. Embora a incorporação da AESG pela AES tenha sido realizada em 1998, apenas agora se pretende realizar a operação de resgate em exame.
35. Daí se infere que, tendo sido editada em 3 de dezembro de 1999, a Instrução 319/99 se aplica às operações de resgate presentes e futuras, visto que serão realizadas em data posterior à da referida Instrução.
36. Assim, no caso, em virtude da origem particular da reserva da AES, deve-se inferir que a mesma só pode ser destinada a aumento de capital, e desde que realizado o ágio. A utilização de tal reserva para resgate de suas ações é incompatível com a legislação vigente. A necessidade de preservar a integridade do capital social já reflete por si só a impossibilidade de se resgatar ações com reserva que tenha em sua essência e origem em ágio incorporado, advindo de aquisição de participação acionária.
37. Acrescente-se a isso o fato de que os contínuos prejuízos que a companhia vem acumulando tornam improvável a eventual vantagem fiscal, o que corrobora a tese da não realização econômica do ágio incorporado, condição *sine qua non* para utilização da reserva em comento.
38. Adicionalmente, pela natureza da reserva em questão, que em tudo se assemelha à reserva especial de ágio da Instrução 319/99, impõe-se a aplicação desta Instrução à AES.
39. O formalismo, de fato, não pode mais se sobrepor à realidade e ignorar o contexto em que ocorreu a operação, sob pena de não se atingir a finalidade da norma. Aliás, o novo Código Civil consagra, nos artigos 113, 186 e 187, essa nova postura em que não se pode cingir o exame da licitude de um negócio jurídico apenas aos aspectos formais, tornando imperativo que a análise jurídica avalie as circunstâncias em que foram praticados os atos. Como afirma Miguel Reale, as referidas disposições decorrem dos princípios de eticidade e socialidade que embasam o novo código civil brasileiro<sup>(3)</sup>. É preciso desafiar a nova realidade social e libertar-se de uma metodologia de análise do fenômeno jurídico estritamente formalista e incorporar no processo de aplicação do direito outros instrumentos conceituais e hermenêuticos, que se encontram para além da ordem legal, como enfatiza Vicente de Paula Barreto<sup>(4)</sup>. Ressalte-se especialmente o disposto no art. 187 do Código Civil, que estabelece que também comete ato ilícito aquele que no exercício de um direito excede manifestamente os limites impostos pelo seu fim econômico e social, pela boa-fé e pelos bons costumes.
40. Também privilegiando a essência sobre a forma, releva destacar que esta Autarquia, ao referendar Pronunciamento do Ibracon sobre a Estrutura Conceitual Básica da Contabilidade, por intermédio da Deliberação CVM nº 29/86, textualmente asseverou:

*"A contabilidade possui um grande relacionamento com os aspectos jurídicos que cercam o patrimônio, mas, não raro, a forma jurídica pode*

deixar de retratar a essência econômica. Nessas situações, deve a Contabilidade guiar-se pelos seus objetivos de bem informar, seguindo *se for necessário para tanto, a essência ao invés da forma.*" (grifei)

41. Em casos como o presente, de difícil solução e com entendimentos tão divergentes, mister se faz ponderar todos os posicionamentos apresentados, de modo que se permita ao órgão julgador alcançar adequadamente os objetivos a que se propõe. As leis devem ser sempre interpretadas conforme uma ponderação e um juízo de razoabilidade sem afastar-se do caso concreto. A estrutura do raciocínio ponderativo está intimamente associada à idéia de sopesamento de interesses, bens, valores e normas<sup>(5)</sup>.
42. Desse modo, cumpre à CVM, quando da formação de suas decisões, balancear todos os interesses e valores em discussão, de uma forma que reste assegurada a maior proteção possível aos investidores do mercado de capitais, principalmente aos minoritários, que não dispõem de meios eficazes de auto-tutela de seus interesses.
43. Logo, no caso, impõe-se optar pela preservação da credibilidade das demonstrações financeiras e conseqüentemente pela interpretação que impede a distribuição de reserva na forma de resgate de ações em prejuízo do capital social.
44. A intangibilidade do capital social impõe restrições à destinação das reservas de capital porque não decorrem de lucros, sendo indisponíveis para efeito de distribuição dos respectivos valores aos acionistas.
45. Portanto, concluo que a utilização dessa "reserva virtual" para fins de resgate voluntário de ações consubstancia conduta ilegal.

#### **VIII – Reserva de Capital – Absorção de Prejuízo**

46. Na hipótese de entender-se que a reserva em estudo é de fato uma reserva de capital, não podemos utilizá-la para o pagamento de resgate enquanto subsistirem prejuízos a serem absorvidos. Ou seja, tanto no caso de considerá-la como a reserva da Instrução CVM 319, como no caso de considerá-la como uma reserva de capital, não a poderemos utilizar para o pagamento de resgate. Em que pese a decisão do Colegiado no caso Cataguazes<sup>(6)</sup>, entendo evidente que as reservas de capital devem ser utilizadas, primeiramente, para a absorção dos prejuízos da empresa "que ultrapassarem os lucros acumulados e as reservas de lucros".
47. Caso contrário, o passivo a descoberto aumentaria ainda mais, diminuindo a garantia dos credores da companhia, e até dos debenturistas, que estariam sendo preteridos, em relação aos próprios sócios da companhia, no pagamento das obrigações sociais. Esta situação reputa-se extremamente ousada, visto que o valor do passivo da companhia supera o valor da soma dos seus ativos.
48. Ao ser consultada se "a companhia teria condições de efetuar o resgate de suas ações,..., e se isso representaria eventual fraude à lei", a SNC concluiu acertadamente que o **"resgate de ações significa o sacrifício do capital de giro, com a conseqüente redução da situação líquida; no caso de uma empresa com patrimônio líquido negativo, esse procedimento pode significar o agravamento dessa situação, sendo, nesta circunstância e do ponto de vista econômico, temerário o resgate de ações"**.
49. Não se afigura razoável que uma empresa em dificuldades financeiras empregue seus parcos recursos em operações não urgentes como a de resgate voluntário de ações. Em momentos de crise, a companhia deve velar pela austeridade fiscal, evitando realizar gastos que não se mostrem inadiáveis. Utilizar a reserva de capital para este fim, além de consubstanciar uma conduta economicamente incompatível, mostra-se juridicamente inadmissível.
50. O parágrafo único do art. 189, ao estabelecer a obrigatória ordem sucessória de utilização de reservas para absorção do prejuízo, reporta-se simplesmente aos lucros acumulados, reserva de lucros e reserva legal, não mencionando qual seria a colocação da reserva de capital. A ordem de colocação da reserva de capital na absorção de prejuízos acumulados é dada pelo art. 200, I, que determina que será após os lucros acumulados e reservas de lucros. Assim, sempre que os lucros acumulados e as reservas de lucros não forem suficientes para absorver os prejuízos acumulados, dever-se-á utilizar a reserva de capital (art. 200, I da Lei 6.404/76). Somente no caso dessas reservas se mostrarem insuficientes, é que se poderá alcançar a reserva legal, atingindo-se, a partir daí, caso ainda haja prejuízo, o próprio valor do capital social. A utilização da reserva de capital, por uma sociedade insolvente, para pagar o resgate voluntário de ações afigura-se, repita-se, além de ilegal, um equívoco administrativo.<sup>(7)</sup>
51. Ressalte-se, ademais, que no art. 200, I, há remissão expressa ao art. 189, parágrafo único, da Lei das S/A. Sendo certo que a lei consubstancia um sistema, e que seus dispositivos devem ser interpretados de forma correlacionada, não podemos deixar de considerar a remissão legal supramencionada, sob pena de frustrar os objetivos perseguidos pela própria lei. Observe-se que a Lei das Sociedades Anônimas (Lei 6.404/76), em todas as hipóteses de dispositivos interdependentes, adotou o procedimento técnico de colocar entre parênteses o artigo correlacionado. Não seria razoável, e até mesmo contraproducente, exigir-se a constante repetição de regras legais já mencionadas. Relembre-se ainda que a LC 96/98, que dispõe sobre a forma de redação das leis, determina que as disposições normativas sejam redigidas de forma concisa e lógica<sup>(8)</sup>. Não pode, pois a empresa valer-se da reserva de capital para efetuar resgate de ações, ignorando a remissão entre parênteses, enquanto subsistirem prejuízos acumulados. Diante disso, tendo em vista que na lei não existem palavras inúteis, pode-se concluir que a remissão ao art. 189 afigura-se obrigatória, não se mostrando compossível a utilização pela empresa da reserva de capital para o pagamento de resgate, enquanto subsistirem prejuízos a serem absorvidos.
52. Nesta perspectiva, mesmo que se entenda que a reserva em análise fosse, de fato, uma reserva de capital, não poderá a AES Infoenergy utilizá-la para o resgate voluntário enquanto subsistirem prejuízos acumulados.

#### **X – Da notificação dos Credores e da aprovação dos Debenturistas**

53. A partir de uma interpretação lógico-sistemática, mostra-se evidente que o objetivo da lei é a proteção máxima do capital social, de forma que este só poderia ser atingido em último caso, depois de consumidas todas as reservas. Ao utilizar-se a reserva de capital para o resgate de ações, ao invés de utilizá-la na absorção de prejuízos, estar-se-á na verdade promovendo, de forma transversa, o comprometimento do capital social para o pagamento de resgate.
54. De qualquer modo, ainda que permitido pela CVM, tendo em vista que a operação configura verdadeira redução de fato de capital social, além da notificação de todos os credores, deverá ser convocada assembléia especial de debenturistas (art. 174 da Lei 6.404/76), pois estará havendo devolução de capital de companhia com prejuízo de seus créditos, uma vez que os valores utilizados para o resgate representam restituição de valores aos acionistas.

#### **XI – Abuso de Poder**

55. Ademais, dispor desse valor para o pagamento do resgate de ações, em detrimento da expansão e desenvolvimento dos negócios da companhia configura verdadeiro conflito de interesses entre a companhia e seu controlador, previsto no artigo 115 da Lei Societária, bem como

abuso de poder de controle, tipo previsto no artigo 117 do mesmo normativo:

"Art. 115. O acionista deve exercer o direito a voto no interesse da companhia; considerar-se-á abusivo o voto exercido com o fim de causar dano à companhia ou a outros acionistas, ou de obter, para si ou para outrem, vantagem a que não faz jus e de que resulte, ou possa resultar, prejuízo para a companhia ou para outros acionistas.

(...)"

"Art. 117. O acionista controlador responde pelos danos causados por atos praticados com abuso de poder.

§ 1º São modalidades do exercício abusivo de poder:

(...)

c) promover alteração estatutária, emissão de valores mobiliários ou adoção de políticas ou decisões que não tenham por fim o interesse da companhia e visem a causar prejuízo a acionistas minoritários, aos que trabalham na empresa ou aos investidores em valores mobiliários emitidos pela companhia;

(...)" (grifou-se)

56. Por todo o exposto, como já se disse, por se tratar de verdadeira "expropriação privada" das ações dos acionistas minoritários, o instituto do resgate sem sorteio previsto no § 5º do artigo 4º da LSA, sendo norma de caráter excepcional, deve ser interpretado restritivamente. Ampliar seu alcance aos casos de OPA voluntária, significa armar o controlador de um instrumento de exclusão de minoritários incômodos.
57. Destarte, é pautada nos princípios constitucionais que esta Comissão deve guiar suas decisões, de forma a manter a postura de respeito e seriedade, necessária à regulação do mercado de capitais brasileiro, de forma que a devida proteção ao acionista minoritário incentive o desenvolvimento deste segmento societário e, em última análise, da própria economia brasileira. Por fim, vale lembrar a célebre citação do jurista francês Larcordaire, que leciona que: *"entre o forte e o fraco, a liberdade escraviza e a Lei liberta"*.

## XI - CONCLUSÃO

58. Ante o exposto, **VOTO** pelo não acolhimento do pedido de OPA com tratamento diferenciado em que seria observado o procedimento para o cancelamento de registro de companhia aberta com o conseqüente resgate compulsório das ações remanescentes.

Rio de Janeiro, 05 de outubro de 2004.

## NORMA JONSSSEN PARENTE

### DIRETORA

(1) LAMY FILHO, Alfredo "A Lei das S/A, Volume II, pág. 168, Ed. Renovar, 2ª Edição

(2) Borba, José Edwaldo Tavares. "Direito Societário", 8ª ed. – Ed. Renovar, 2003, pág. 151.

(3) In "Visão Geral do novo Código Civil", RT, Introdução à 3ª edição do Novo Código Civil Brasileiro, São Paulo, 2003, pág. 12 e segs.

(4) In Prefácio ao livro de Margarida Maria Lacombe Camargo, Hermenêutica e Argumentação, Renovar, Rio de Janeiro

(5) BARROSO, Luís Roberto; BARCELLOS, Ana Paula de. *O Começo da História. A Nova Interpretação Constitucional e o Papel dos Princípios no Direito Brasileiro*. Revista da EMERJ, Vol. 6, nº 23, 2003, p.39

(6) vide site da CVM, [www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br), processo nº 2004/4559

(7) A Doutora em Direito Comercial pela USP, Rachel Sztajn, exarou o mesmo entendimento em parecer ainda não publicado, que a seguir transcreve-se com a autorização da autora. "A destinação da reserva de capital tal como disciplinado no art. 200 da Lei nº 6.404/76, em que as cinco hipóteses são únicas, *numerus clausus*, traz ainda a ordem de prioridade em que os fundos devem ser aplicados. O primeiro deles é a absorção de prejuízos remanescentes depois de se fazer a compensação com outras reservas, e antes que se reduza o capital social. A lógica de prioridades é meridiana. Supor que o legislador permitiria a constituição de reservas sem função, apenas para manter recursos na sociedade, não se coaduna com a regra que visa harmonizar dois interesses divergentes: o do investidor que espera receber dividendos e, por isso a regra introduziu no país o dividendo obrigatório (art. 202), e o da manutenção da saúde financeira da companhia, em que os credores, trabalhadores e comunidade em geral, são os destinatários da norma relativa à preservação da integridade do capital social.

(8) Lei Complementar nº 95/98, art. 11, *caput* e inciso I, b)