

Interessados: ARX Extra FIM e outros

Companhia de Transmissão de Energia Elétrica Paulista

Diretor-Relator: Sergio Weguelin

Relatório

1. Trata-se de reclamação apresentada por ARX EXTRA FIM, ARX FUNDO DE INVESTIMENTO EM AÇÕES, ARX HEDGE FIM, ARX INSTITUCIONAL, ARX LEBLON FIM, ARX LONG AND SHORT FIM, ARX PLUS FIM, CLUBE DE INVESTIMENTO DOS EMPREGADOS DA VALE (INVESTVALE), DERMINAS SOCIEDADE CIVIL DE SEGURIDADE SOCIAL, FIF MULTIMERCADO ANDES, CLARITAS LONG SHORT FIM LONGO PRAZO e PORTFOLIO BRAZIL LLC, todos acionistas preferencialistas da Companhia de Transmissão de Energia Elétrica Paulista – CTEEP, contra a proposta do Conselho de Administração de retenção do saldo remanescente do lucro líquido apurado no exercício de 2004. A reclamação suscitou nas áreas técnicas da CVM diversas interpretações sobre o art. 32 do Estatuto da Companhia, que assim dispõe:

Estatuto Social da CTEEP

Art. 32 – Após a dedução para a reserva legal de 5% (cinco por cento), que não excederá 20% (vinte por cento) do capital social, o lucro líquido à disposição da Assembléia será distribuído na seguinte ordem:

I – dividendo de 10% (dez por cento) ao ano às ações preferenciais, a ser rateado igualmente entre elas, calculado sobre o capital próprio integralizado a esta espécie de ações;

II – dividendo de até 10% (dez por cento) ao ano às ações ordinárias, a ser rateado igualmente entre elas, calculado sobre o capital próprio integralizado à esta espécie de ações;

III – 20% (vinte por cento) do saldo à disposição da Assembléia, para reinversão na expansão das atividades previstas no Artigo 2º, até o limite de 10% (dez por cento) do capital social;

IV – distribuição do saldo remanescente às ações ordinárias e preferenciais, em igualdade de condições.

2. Em vista das diversas interpretações suscitadas, a SEP entendeu por bem sugerir ao SGE fosse a questão trazida ao Colegiado, para que fosse firmado o posicionamento definitivo da CVM. Acolhida a sugestão pelo SGE, compete agora ao Colegiado, se assim entender cabível, manifestar seu entendimento sobre o art. 32 do Estatuto Social da CTEEP.

Dos Fatos

3. Primeiramente, cabe fazer um breve relato da argumentação das partes interessadas, do encaminhamento do processo na CVM e, finalmente, das diversas interpretações suscitadas dentro da própria autarquia reguladora.

4. Os investidores reclamantes, acionistas preferencialistas da CTEEP há aproximadamente um ano, alegaram em síntese o seguinte:

4. a) A CTEEP, criada a partir da cisão das atividades de transmissão de energia elétrica da Companhia Energética de São Paulo – CESP, no âmbito do Programa Estadual de Desestatização – PED, é atualmente controlada pelo Estado de São Paulo, detentor de aproximadamente 53% das ações ordinárias e 7% das ações preferenciais, o que representa 26% do capital social da CTEEP.

4. b) Em 14/03/05, a CTEEP publicou Fato Relevante, comunicando que seu Conselho de Administração aprovava a proposta de retenção do saldo remanescente do lucro líquido apurado no exercício de 2004, na conta de Lucros Acumulados, e que a proposta seria em breve objeto da Assembléia Geral Ordinária da companhia.

4. c) O art. 32, inciso IV, do Estatuto Social da CTEEP prevê distribuição igualitária do saldo remanescente de lucros líquidos entre os acionistas preferenciais e ordinários da companhia. Segundo os reclamantes, o dispositivo institui o dividendo obrigatório da companhia. Logo, ao propor a retenção do saldo remanescente do lucro líquido apurado no exercício de 2004, a CTEEP estaria violando o Estatuto Social, que não confere outro destino ao saldo que não a sua integral distribuição aos acionistas.

4. d) Quando procurada pelos reclamantes, a CTEEP defendeu a juridicidade e a conveniência da proposta de retenção de resultados, buscando arrimo na regra do art. 196 da Lei 6404/76, que prevê a possibilidade de retenção juntamente com a apresentação de orçamento de capital. Os reclamantes, entretanto, consideram que a retenção de lucros prevista no art. 196 da Lei 6.404/76 não pode ocorrer em prejuízo do pagamento do dividendo obrigatório previsto no Estatuto, em vista do disposto no art. 198 da Lei 6.404/76.

4. e) Ainda segundo os reclamantes, a retenção mediante formulação de orçamento de capital (art. 196) não pode ser interpretada como autorização aos administradores para ignorar a disposição estatutária que obriga a total distribuição do saldo verificado, após as deduções previstas nos incisos I, II e III do Estatuto da CTEEP. Nesse sentido, nem os administradores da companhia nem tampouco a Assembléia Geral gozariam de poder discricionário para dar ao saldo remanescente do lucro destinação diferente da sua total distribuição entre os acionistas da CTEEP, em razão da regra obrigatória prevista no art. 32, IV, do Estatuto. Prova disso seria a atual redação do art. 33, V, do Estatuto da CESP (também controlada pelo Estado de São Paulo e de cuja cisão resultou a CTEEP), cujo Estatuto, diferentemente da CTEEP, prevê que o saldo terá a destinação deliberada na Assembléia Geral. [\(1\)](#)

4. f) Os reclamantes alegam também que a CTEEP tem mantido grande volume de recursos em caixa, sob a forma de reservas estatutárias, para o financiamento de eventuais investimentos exigidos pelo Poder Concedente (a CTEEP é concessionária do serviço público de transmissão de energia elétrica, estando sujeita à ANEEL), e que essas reservas estatutárias encontram-se no limite máximo admitido pelo Estatuto Social da CTEEP. Justamente por apresentar reservas no máximo permitido, os administradores teriam optado pela retenção dos lucros remanescentes, como forma de aumentar o volume de caixa. Os reclamantes aduzem ainda que, inobstante a excessividade de valores mantidos em caixa pela CTEEP, a Companhia não vem utilizando os recursos mantidos em reserva, o que mais uma vez demonstra que a CTEEP não necessita de "reforço de caixa". Apesar de o orçamento de capital apresentado para os anos de 2004-2007 ter contemplado investimentos anuais da ordem de R\$ 380 a 440 milhões, a CTEEP investiu apenas R\$ 204.089.000,00 durante todo o exercício de 2004.

4. g) Apontam ainda para a suspeita, veiculada pelos meios de comunicação, de que a real finalidade da retenção de lucros seria a de inflar o caixa da CTEEP, aumentando, portanto, o volume total de recursos disponíveis para o futuro saneamento de outra companhia também sob o controle do Estado

de São Paulo, a CESP. Nesse sentido, devido à antijuridicidade e à desnecessidade da retenção, o "reforço de caixa" visaria a beneficiar unicamente o acionista controlador, sendo que a aprovação da proposta configuraria exercício abusivo do poder de controle.

4. h) No mesmo sentido e ainda segundo os reclamantes, a proposta de retenção de lucros configuraria descumprimento do dever de lealdade dos administradores da CTEEP (art. 154 da Lei 6.404/76), pois da medida não resultará qualquer vantagem para a CTEEP, mas apenas benefício ilegal para o acionista controlador e prejuízo aos acionistas minoritários. Alegam que haveria inúmeras outras formas eficientes de captação de recursos, sem que CTEEP tivesse que reter o saldo remanescente de lucro, como, por exemplo, a emissão de debêntures, a captação de empréstimos, a emissão de ações no mercado primário.

4. i) Em vista da argumentação, os reclamantes pleitearam que a CVM recomendasse à CTEEP a adequação da proposta de destinação dos resultados referentes ao exercício de 2004 ao art. 32 do Estatuto, com a distribuição do saldo remanescente entre os seus acionistas. Caso a AGO já tivesse deliberado sobre a matéria, requereram que a CVM recomendasse a reversão da decisão, de forma a respeitar o dispositivo estatutário referido, bem como que instaurasse inquérito administrativo para apurar o abuso do acionista controlador e o descumprimento dos deveres legais dos administradores.

5. Intimada pela SEP (MEMO/SEP/GEA-3/n.º246/05) para se manifestar sobre a reclamação, a CTEEP informou primeiramente já ter prestado os esclarecimentos sobre a matéria para os acionistas reclamantes. Aduziu que nunca teve controvérsia com seus acionistas a respeito da distribuição de dividendos, esclarecendo ainda que utilizou no caso concreto o mesmo entendimento adotado pela CVM quando, em 2000, a autarquia se manifestou sobre o art. 37 do antigo estatuto da CESP, que tinha a mesma redação do atual art. 32 do estatuto da CTEEP. Defendeu a legalidade da retenção de lucro, aduzindo para tanto várias razões, adiante sintetizadas:

5. a) A CTEEP alegou que o art. 32, IV, do Estatuto não pode ser lido isoladamente, mas sim em conjunto com o art. 10, alínea c, que atribui à Assembléia Geral da companhia, em conformidade com o art. 132 da Lei 6.404/76, a competência para deliberar sobre a destinação do lucro líquido do exercício e a distribuição de dividendos. Para a companhia, o dividendo obrigatório (art. 202 da Lei 6.404/76) estaria previsto apenas nos incisos I e II do art. 32. O inciso IV, longe de estabelecer o dividendo mínimo obrigatório, imporá apenas uma regra de igualdade para eventual distribuição do saldo remanescente do lucro à disposição da Assembléia, observado o direito ao dividendo mínimo obrigatório, estabelecido nos incisos I e II do art. 32.

5. b) A interpretação que os reclamantes dão ao inciso IV do art. 32 (supondo a obrigatoriedade da distribuição de todo o lucro remanescente), esvaziaria o sentido e a eficácia dos incisos I e II do dispositivo. Além disso, a CTEEP alega que o inciso IV não poderia nunca prevalecer frente ao art. 196 da Lei 6404/76, que expressamente autoriza a retenção de lucros mediante a apresentação de orçamento de capital. Ademais, por tratar-se de dispositivo legal, o art. 196 poderia ter aplicação independentemente de previsão expressa no Estatuto. Ainda segundo a companhia, a interpretação dos reclamantes restaria por usurpar o direito da Assembléia Geral de deliberar sobre a destinação do lucro, direito esse consagrado nos arts. 132 e 196 da Lei 6404/76.

5. c) A CTEEP esclareceu ainda que as atuais reservas de caixa não caracterizam valor ocioso, mas sim reservas que serão utilizadas ao longo dos próximos anos para o desenvolvimento da companhia, devidamente consideradas na proposta do orçamento de capital apresentado à Assembléia Geral (proposta que posteriormente restou por ser aprovada na AGO de 25/04/05). afirmou que a companhia deverá chegar ao final de 2006 com disponibilidades de R\$ 209 milhões, valor que consistiria num limite mínimo razoável para uma empresa do porte da CTEEP.

5. d) afirmou ainda que normas do Conselho Monetário Nacional (Resolução CMN 2.872/01) estabelecem restrições ao endividamento do setor público (o que se aplica à CTEEP, por ser controlada pelo Estado de São Paulo), o que, no caso, impediria o acesso da CTEEP a financiamentos do BNDES, única instituição bancária que oferece recursos a juros compatíveis com o retorno dos projetos de transmissão autorizados pela ANEEL. Segundo a companhia, o próprio mercado reconheceria que o autofinanciamento da CTEEP decorreria de restrições formais do CMN. Destacou também que a recente Resolução Autorizativa da ANEEL n.º 64/05, que determinou investimentos de expansão à CTEEP da ordem de R\$ 450 milhões, se faz acompanhar de Relatório de Voto em que a ANEEL explicita, no item 18, que a receita autorizada para o projeto é compatível com a estrutura de capital com 40% de capital ao custo de 10,99% ao ano e 60% de capital de terceiros ao custo de 10,12% ao ano, sendo evidente por conseguinte que apenas o BNDES poderia oferecer recursos nesses patamares. Além disso, a CTEEP destacou que a captação via debêntures implicaria o dobro de custo nominal relativamente ao custo do BNDES e, mesmo com o benefício fiscal, estaria acima da taxa de retorno do projeto, o que traria prejuízo os acionistas. Argumentou ainda que a constituição de sociedade de propósito específico apenas permitiria acesso ao BNDES se a posição da CTEEP fosse minoritária, o que criaria nova situação de incerteza societária. De outra parte, a emissão de novas ações aumentaria ainda mais o capital próprio da companhia, o que não parece ser o que desejam os reclamantes.

5. e) Finalmente, a CTEEP sustentou que a preocupação dos reclamantes de que o Governo do Estado de São Paulo viria a se utilizar indevidamente dos recursos em caixa da CTEEP para o saneamento financeiro da CESP configura uma questão meramente especulativa, que deve ser repelida de plano, pois presume motivação do acionista controlador para implementar, no futuro, ato ilegal em seu benefício e em detrimento dos demais acionistas. Portanto, não haveria sequer como se enfrentar a questão, por tratar-se de fato que não existe, sendo inútil toda a argumentação utilizada para a caracterização de abuso do poder de controle.

6. A questão suscitou na CVM diversas interpretações sobre o art. 32 do Estatuto da CTEEP, na SEP e na Procuradoria (PFE).

7. A PFE (MEMO/PFE-CVM/GJU-2/n.º 95/2005) entendeu que não deveria prevalecer a interpretação dada pelos reclamantes. Esclareceu que o art. 32, IV, não deveria ser interpretado isoladamente, mas sim à luz do art. 10, alínea c, do Estatuto, que, em linha à legislação aplicável (art. 132 da LSA), confere à assembléia geral a competência privativa para deliberar sobre o destino do lucro líquido do exercício e a distribuição de dividendos, sendo cabível que a companhia se utilize de todas as possibilidades de destinação de lucro legal e estatutário, inclusive o art. 196 da Lei 6.404/76.

7. 1. Entendeu ainda que o inciso I do art. 32 representaria a fixação da vantagem prevista no art. 17 da Lei 6.404/76, consistente na distribuição prioritária de dividendos aos acionistas preferenciais, no caso, mínimos.

7. 2. Entendeu, outrossim, que o inciso II do art. 32 representaria o dividendo obrigatório previsto no art. 202 da Lei 6.404/76. Todavia, verificando que o dispositivo careceria dos requisitos de precisão e minúcia (art. 202, § 1.º) aptos a não sujeitar os acionistas minoritários ao arbítrio dos órgãos de administração ou do controlador, a PFE equiparou a imprecisão e a falta de minúcia à omissão do estatuto em estabelecer o dividendo obrigatório. Conseqüentemente, deveria se aplicar a norma supletiva do art. 202 e seus incisos da Lei 6.404/76, que estabelece o dividendo obrigatório em caso de omissão estatutária.

8. A SEP também apreciou a matéria, dando ensejo a duas interpretações (RA GEA-3/N.º11/05 e MEMO/CVM/SEP/GEA-3/N.º078/05), a primeira assumida pela Inspectora Cláudia Hasler e a segunda, pela própria Superintendência.

9. A Inspectora Cláudia Hasler, quem primeiramente examinou a matéria, esclareceu desde logo que, no que tange ao entendimento expressado pela CVM em 2000 sobre a CESP, a manifestação limitou-se ao FAX/CVM/GEA-1/N.º122/00, pelo qual a companhia foi alertada para a necessidade de republicação de suas demonstrações financeiras, em vista de ter destinado, após a constituição da reserva legal, todo o lucro do exercício para a conta de lucros acumulados com base no art. 196 da Lei 6.404/76, ignorando por completo o dividendo obrigatório previsto no art. 202 da Lei Societária. Não haveria, todavia, evidências de que a forma de destinação do lucro do exercício de 1999 tenha sido reexaminada pela CVM, para verificação de sua conformidade com a legislação societária.

9.1. A Inspetora também entendeu que a leitura sistemática do Estatuto da CTEEP permite concluir pela não-obrigatoriedade da distribuição do saldo remanescente de lucros, na medida em que o disposto no art. 32, inciso IV, do Estatuto apresenta apenas uma regra de tratamento equitativo entre os acionistas ordinaristas e preferencialistas no caso de distribuição do saldo remanescente, mas não impõe o seu cumprimento. Para a Inspetora, sendo o lucro suficiente para as destinações previstas nos incisos I, II e III do art. 32, elas são de cumprimento obrigatório. Diversamente, o disposto no inciso IV do art. 32 ficaria condicionado à deliberação da Assembléia Geral, conforme o art. 10, alínea c, do Estatuto. Destacou ainda que, se a distribuição de todo o saldo remanescente fosse um objetivo do Estatuto da CTEEP, não faria sentido existir norma estatutária atribuindo poder à Assembléia Geral para deliberar sobre a destinação do lucro líquido do exercício e a distribuição dos dividendos (art. 10, alínea "c", do Estatuto).

9.2. A Inspetora entendeu ainda que, embora o inciso IV não tenha uma redação elogiável, o Estatuto estaria em conformidade com a Lei 6.404/76. Informou também que a empresa vem, desde 2000, distribuindo seus lucros conforme o entendimento defendido pela CTEEP nesta oportunidade. Finalmente, acrescentou que, embora não existam evidências de abuso do poder de controle por parte do Estado de São Paulo, a operação mereceria ser acompanhada de perto pela SEP, por ter se verificado nos últimos anos significativa mudança na política de retenção e distribuição de dividendos, com retenção cada vez maior dos lucros.

10. Na sua manifestação final, a SEP, acolhendo a análise do Gerente Fernando Vieira (GEA-3), restou por entender diferentemente. Concordou com a argumentação dos reclamantes, entendendo ser equivocada a interpretação de que o dividendo obrigatório está estabelecido somente nos incisos I e II do art. 32, inclusive porque no caso do inciso II (que trata do dividendo das ações ordinárias), é estabelecido dividendo "de até 10%". Tampouco concordou com a manifestação da PFE no sentido de que o Estatuto fora inapto para efeito de fixação do dividendo obrigatório.

10.1. A SEP sublinhou que o § 1.º do art. 202 dispõe que o estatuto pode estabelecer o dividendo obrigatório como porcentagem do lucro, como porcentagem do capital social ou pode fixar outros critérios desde que regulados com precisão e minúcia. Com o objetivo de subsidiar a análise, a SEP consultou os estatutos sociais de 44 companhias abertas do setor de energia elétrica, tendo constatado que: a) 41 estatutos estabelecem o dividendo obrigatório a partir de percentuais aplicáveis ao lucro líquido ajustado; b) apenas 3 estatutos não tomam por base o lucro líquido (CTEEP, CESP e DUKE ENERGY), inobstante as referidas companhias entenderem que seus estatutos estabelecem sim dividendo obrigatório; c) a CESP (que antes possuía estatuto com a mesma redação da CTEEP) alterou seu estatuto em 2002 para dispor que o lucro líquido — após destinações para reserva legal, ações preferenciais e ordinárias (calculados sobre o capital social correspondente) e para a reinversão na expansão de atividades — terá a destinação decidida em assembléia geral, sendo que, no caso de distribuição de saldo remanescente às ações ordinárias e preferenciais, está se fará em igualdade de condições; d) a DUKE ENERGY trata da distribuição dos lucros em seu Estatuto de forma parecida com a da CTEEP, e nos exercícios de 2000, 2001, 2002, 2003 e 2004, sempre que teve lucro (e isso só não aconteceu em 2002) distribuiu-o todo, ao que tudo indica, nos termos do inciso III do art. 32 de seu Estatuto, que possui redação idêntica ao art. 32, inciso IV, da CTEEP.

10.2. A SEP concluiu afirmando o entendimento de que "o art. 32 estabelece, sim, o dividendo obrigatório, que deve ser distribuído nos termos dos incisos I e II, e, havendo saldo após a retenção prevista no inciso III, este deve ser distribuído às ações ordinárias e preferenciais, em igualdade de condições."

11. Em 12/09/2005, a CTEEP publicou fato relevante, informando ao mercado a revisão das estimativas de execução do programa de investimentos da companhia para 2005 e a conseqüente distribuição de R\$ 95.000.000,00 aos acionistas, a título de juros sobre o capital próprio.

12. Em 26/09/05, os reclamantes protocolizaram nova petição na CVM, reiterando os pedidos formulados anteriormente e sustentando que a redução da estimativa de investimento para 2005 demonstraria a conduta abusiva do controlador da CTEEP.

É o relatório.

VOTO

13. Com efeito, parece-me que o Estatuto da CTEEP, no que toca à destinação dos lucros e distribuição de dividendos, merece ter sua redação aprimorada, para que se evitem situações como a presente, ensejadora de interpretações diametralmente divergentes. Sendo o Estatuto Social a "Lei da companhia", faz-se necessária máxima clareza na definição das suas cláusulas.

14. Inobstante, não me parece ser o caso de se considerar o Estatuto da CTEEP ilegal ou inapto na disciplina da distribuição dos dividendos da companhia. A sua leitura sistemática (art. 5.º, II, art. 10, c, e art. 32) permite perceber que o Estatuto estabeleceu sim o dividendo obrigatório a que faz referência o art. 202 da Lei 6.404/76. Aliás, o Estatuto estabeleceu não só o dividendo obrigatório, mas também o dividendo preferencial mínimo dos acionistas preferencialistas, a que faz referência o art. 17, I, da Lei 6.404/76.

15. De partida, entretanto, acho conveniente fixar alguns pontos conceituais que me parecem importantes para o deslinde da questão.

16. Primeiramente, é preciso ficar claro que a destinação dos resultados das companhias depende sempre de deliberação da assembléia geral, que é o órgão societário máximo. Assim, seja quando se destinem à reserva legal, seja quando se destinem a alguma reserva estatutária, seja quando se destinem à distribuição aos acionistas, a decisão compete sempre à assembléia geral, consoante dispõe expressamente o art. 132 da Lei 6.404/76. A decisão assemblear é imprescindível, pois é dela que decorre eventual responsabilização civil ou administrativa dos acionistas que dela tomem parte. Logo, não há que se falar em qualquer tipo de "distribuição automática", conforme pleiteiam os reclamantes.

17. Outro ponto importante parece ser a diferenciação de dividendos obrigatórios e de dividendos mínimos. A confusão se faz, haja vista comumente se utilizar do adjetivo "mínimo" ao se explicar o conteúdo do dividendo obrigatório. Mas são coisas diferentes.

18. O dividendo obrigatório, previsto no art. 202 da LSA, consiste na rentabilidade "mínima" atribuída aos acionistas, preferencialistas e ordinaristas, que investiram seus recursos na companhia. Obviamente que pressupõe a existência de lucro, do contrário não haveria que se falar em retribuição financeira. O dividendo obrigatório, embora geralmente fixado a partir de percentual aplicável ao lucro líquido, pode também ser quantificado a partir de percentual aplicável ao capital social (valor proporcionalmente investido pelos acionistas), ou ainda pode ser calculado a partir de outros critérios precisos e minuciosos que não sujeitem os minoritários ao arbítrio da administração da companhia e do controlador.

19. O dividendo prioritário, por sua vez, previsto no art. 17 da LSA, consiste em uma das vantagens atribuíveis aos detentores de ações preferenciais. É dizer, em havendo resultado a ser distribuído aos acionistas (ordinaristas e preferencialistas), os preferencialistas com prioridade recebem em primeiro lugar, antes portanto dos acionistas ordinaristas. Em outras palavras, enquanto os preferencialistas não forem contemplados com todo o dividendo que estatutariamente lhes foi destinado, nenhuma atribuição será feita aos ordinaristas. O dividendo prioritário pode ser fixo ou mínimo: no primeiro caso (fixo), o dividendo é uma prioridade e tem limite máximo estabelecido; no segundo caso (mínimo), o dividendo tem apenas prioridade, mas não tem limite máximo, concorrendo para o restante dos valores distribuídos.

20. Merecem ainda destaque dois outros detalhes que diferenciam os dividendos obrigatórios dos dividendos prioritários: i) enquanto o dividendo obrigatório compromete apenas o lucro do exercício, o dividendo prioritário compromete o lucro líquido do exercício, as reservas de lucros (exceto à legal) e os lucros acumulados⁽²⁾; ii) o dividendo obrigatório, não obstante se destinar a remunerar todos os acionistas (ordinaristas e preferencialistas), sofre os efeitos das prioridades, o que significa que os ordinaristas só recebem a cota obrigatória caso os valores distribuídos sejam suficientes para pagar, em primeira mão, aos preferencialistas com prioridade.⁽³⁾

21. Feitas todas essas referências, a questão que se impõe é: em face do atual redação do Estatuto da CTEEP, qual é a margem de discricionariedade da assembléia geral para, a partir da proposta dos administradores, deliberar sobre a destinação do lucro líquido do exercício e a distribuição de dividendos?

22. Para mim, resulta da leitura e interpretação do Estatuto da CTEEP que os incisos I e II do art. 32 constituem o dividendo obrigatório previsto no art. 202 da LSA, apesar de o primeiro deles fazer referência apenas à prioridade dos preferencialistas e o segundo fazer referência apenas aos ordinaristas.

23. Entendo que a vontade societária que está por trás da letra estatutária consiste em que os acionistas, ordinaristas e preferencialistas, serão remunerados pelo capital que investiram na companhia, à razão mínima de 10% ao ano sobre o capital próprio integralizado. É o dividendo obrigatório. Isto é, o mínimo de remuneração a ordinaristas e preferencialistas. A remuneração obrigatória, todavia, deverá respeitar a prioridade dos preferencialistas sobre os ordinaristas, nos termos do inciso I do dispositivo.

24. Em seguida, havendo ainda saldo a ser distribuído, a assembléia geral deverá obrigatoriamente observar o inciso III do art. 32, que determina a atribuição de 20% do saldo restante para reinversão na expansão das atividades da companhia. Até esse ponto, portanto, não há que se falar em discricionariedade na deliberação assemblear.

25. Finalmente, o inciso IV não me parece estabelecer o dividendo obrigatório. Nem sozinho, como pretendem os reclamantes, nem em conjunto com todo o art. 32. Não me faz sentido que uma companhia como a CTEEP, concessionária do serviço público de transmissão de energia elétrica, e portanto sujeita a vultosos investimentos, pudesse ter pretendido estabelecer em seu Estatuto a distribuição total dos resultados, a cada ano, à exceção da retenção de 20% prevista no inciso III. Isso sim seria de causar espanto. Tanto é assim que desde 2000 que a companhia vem se utilizando da interpretação de que o inciso IV sujeita à assembléia geral a destinação e distribuição de eventual saldo, após cumpridos os incisos I, II e III.

26. Acrescento que essa interpretação não me parece tornar sem efeito o inciso IV do art. 32. A importância do inciso IV parece-me ser a de estabelecer que o dividendo prioritário dos preferencialistas é dividendo mínimo, mas não fixo. Isso porque, havendo recursos suficientes para serem respeitados os incisos I a III, os ordinaristas e preferencialistas, caso eventualmente a assembléia delibere por distribuir o saldo restante, este será repartido em igualdade de condições.

27. Sendo assim, diante da interpretação estatutária acima, estou certo de que a companhia, em princípio, poderia se valer do art. 196 para reter lucros que serão aplicados consoante o orçamento de capital apresentado.

28. Digo, em princípio, porquanto, se por um lado não há dúvida de que os administradores da companhia são os mais habilitados para identificar as reais necessidades de investimento e endividamento da empresa, por outro lado causa estranheza o fato de que, de 2001 a 2005, a distribuição de lucros tem sido significativamente diminuída. Evidentemente, a CVM acompanhará o cumprimento do orçamento de capital da CTEEP, para verificar a real necessidade de retenção dos lucros e eventual abuso do controlador em prejuízo aos minoritários.

29. Finalmente, julgo importante discorrer sobre dois aspectos levantados pelos reclamantes: a inadequação da proposta de investimento calcada em recursos próprios e a suspeita quanto à motivação dos controladores na retenção dos recursos.

30. Com efeito, dada a estrutura de capital da CTEEP, não parece fazer sentido a proposta da administração de financiar novos investimentos com recursos próprios (os custos de capital sugeridos também nos parecem inverossímeis). Mas, salvo em caso de desvio da finalidade da empresa, essa é uma questão gerencial que diz respeito unicamente ao perfil de risco e retorno dos inversores na companhia e que afeta, indistintamente, todos os acionistas, sejam eles controladores ou não. Sendo assim, a discussão sobre o melhor ponto na curva de remuneração do negócio deve ser empreendida no seio da empresa, por todos aqueles que buscam um retorno sobre o capital investido, e não na CVM. Não cabe à entidade reguladora do mercado disciplinar estratégias de risco e retorno das empresas. Questões estratégicas como essa devem ser tratadas no âmbito gerencial ou societário. No limite, em se verificando um descompasso nesse campo, será sempre possível contar com a intervenção de um adquirente (como nos "leverage buy-outs") melhor sintonizado com a remuneração do capital investido no negócio. E como os atuais controladores já sinalizaram sua disposição de vender sua posição, a questão será enfrentada proximamente pelos novos administradores.

31. Quanto à retenção de recursos na empresa com o intuito de beneficiar unicamente o controlador, estaríamos diante de uma presunção de uso indevido dos recursos. A CVM mantém-se atenta a esse tipo de conduta, coibindo-a sempre que identificada. Conforme mencionado, se os recursos retidos a título de necessidade de inversão forem indevidamente utilizados pela atual ou pela nova administração da empresa, os responsáveis estarão sujeitos à atividade sancionadora da CVM.

32. Cabe acrescentar que a CTEEP enviou correspondência à CVM, na qual reitera que " *monitorea presentemente o ritmo de execução do orçamento para fins, inclusive, de eventual revisão dos valores a executar em 2005. Sendo assim, caso as novas estimativas de execução indiquem reduções em relação aos valores orçados, nova proposta será levada pela Diretoria Executiva ao Conselho de Administração, com novos limites de investimento e, eventualmente, outros procedimentos de ajuste decorrentes dessa nova realidade. Havendo deliberação do Conselho de Administração a esse respeito, essa decisão será imediatamente informada ao mercado, por meio dos instrumentos habituais (Comunicado ao Mercado – IPE e IAN – IPE).*" Acrescento que o compromisso da companhia de monitorar o orçamento restou confirmado com o fato relevante divulgado em 12/09/2005. Através dele, o Conselho de Administração revisou as estimativas de execução do programa de investimentos e decidiu por destinar aos acionistas, a título de juros sobre o capital próprio, R\$ 95.000.000,00.

33. De notar entretanto que, se por um lado o fato relevante demonstra que a companhia vem acompanhando a execução do orçamento do capital, por outro lado já não há mais tempo — visto que já estamos no mês de outubro de 2005 — para que pairam incertezas sobre os investimentos que ainda se realizarão neste ano. À medida que o tempo passa, aumenta o dever da CTEEP de revelar maior certeza e maior precisão sobre a real necessidade da retenção de lucros consubstanciada no orçamento de capital. Diante desse quadro, recomendo que a SEP observe com atenção as próximas decisões que serão adotadas pela companhia, vez que constituirão importante elemento adicional para a aferição das reais intenções do controlador no caso concreto.

Conclusão

34. Ante o exposto, na esteira do entendimento previamente manifestado, entendo correta a interpretação estatutária até então adotada pela CTEEP de que o dividendo obrigatório está previsto apenas nos incisos I e II do art. 32 do Estatuto da companhia, sendo portanto possível a retenção de lucros com a apresentação de orçamento de capital, nos termos do art. 196 da Lei 6.404/76. De todo modo, apesar de reconhecer que o Estatuto não padece de imprecisão ou falta de minúcia que enseje a aplicação supletiva da Lei 6.404/76 para a fixação do dividendo mínimo obrigatório (art. 202, I, II e III), considero que o Estatuto da CTEEP merece ter sua redação aprimorada, de forma a evitar que investidores decidam suas aplicações em erro.

É o meu voto.

Rio de Janeiro, 04 de outubro de 2005.

Sergio Weguelin

[\(1\)](#) Artigo 33. O lucro do exercício social, após as deduções previstas no Parágrafo 2º do Artigo 31, terá a seguinte destinação:

I) 5% (cinco por cento) serão aplicados, antes de qualquer outra destinação, na constituição da reserva legal, até o limite de 20% (vinte por cento) do capital social;

II) do saldo, será destinado valor para pagamento do dividendo das ações preferenciais, previsto no Artigo 5º, inciso II;

III) do saldo, será destinado valor para pagamento de dividendo anual de até 10% (dez por cento) às ações ordinárias, calculado sobre o valor do capital social integralizado representado por estas ações, a ser rateado igualmente entre elas;

IV) do saldo, até 20% (vinte por cento) poderá ser destinado conforme deliberação da Assembléia Geral, para reinversão na expansão das atividades previstas no Artigo 2º deste Estatuto, até o limite de 10% (dez por cento) do capital social;

V) o saldo terá a destinação deliberada em Assembléia Geral, observadas as retenções permitidas em lei, sendo que, no caso de distribuição de saldo remanescente às ações ordinárias e preferenciais, esta se fará em igualdade de condições.

[\(2\)](#) Borba, José Edwaldo, *Direito Societário*, Renovar, Rio de Janeiro, 2003, p. 464.

[\(3\)](#) Borba, José Edwaldo, op. cit. , p. 471.