

Interessados: LIGHT — Serviços de Eletricidade S/A

Diretor-Relator: Sergio Weguelin

Relatório

1. Trata-se de processo trazido ao Colegiado pela Superintendência de Relações com Empresas (SEP). O processo cuida de operação de incorporação das ações da LIGHT — Serviços de Eletricidade S/A pela LIGHT S/A (art. 252 da Lei 6.404/76). A LIGHT — Serviços de Eletricidade S/A requereu a autorização da CVM para, nos termos da parte final do art. 264 da Lei 6.404/76, confrontar os patrimônios das referidas sociedades com base nos seus valores de patrimônio líquido contábil.

2. A SEP manifestou-se sobre o pedido no MEMO/SEP/GEA-1/n.º171/2005, o qual, por sua clareza e precisão, merece ser reproduzido:

"Reportamo-nos ao expediente protocolizado em 18.10.2005 pela LIGHT – Serviços de Eletricidade S.A. ("Consulente"), que versa sobre dispensa da elaboração dos laudos de avaliação de que trata o art. 264 da Lei nº 6.404/76 ("LSA").

PROJETO DE DESVERTICALIZAÇÃO DA LIGHT S.E.S.A.

Em decorrência da Lei nº 10.848/2004, as concessionárias de serviço público de distribuição de energia elétrica encontram-se impedidas de desenvolverem atividades relacionadas à geração, transmissão e comercialização de energia elétrica ou de participação em outras sociedades. Assim sendo, com o objetivo de atenderem ao referido diploma legal, as concessionárias vêm implementando reestruturações societárias, conhecidas como Projetos de Desverticalização.

As reestruturações societárias visam basicamente separar as atividades de geração, transmissão e distribuição, entre outras, entre sociedades coligadas/controladas, dentro do mesmo grupo empresarial. Alternativamente, algumas empresas vêm interrompendo aquelas atividades que julgam não estarem perfeitamente alinhadas com seus principais interesses comerciais.

A Consulente obteve aprovação da Agência Nacional de Energia Elétrica – ANEEL, através da Resolução Autorizativa nº 307 (folhas 07 a 09), de 05.09.2005, do seu Projeto de Desverticalização, que, entre outras medidas, prevê a incorporação das ações da Consulente pela LIGHT S.A. ("LIGHT"), companhia pré-operacional, cujo pedido de registro inicial encontra-se sob análise desta GEA-1.

O detalhamento do projeto de reestruturação societária, foi objeto de fato relevante (folhas 16 a 24) divulgado em 05.09.2005.

INCORPORAÇÃO DAS AÇÕES DA LIGHT S.E.S.A. PELA LIGHT S.A.

Segundo o referido fato relevante, bem como a própria consulta, as ações ordinárias da Consulente seriam permutadas por ações ordinárias da LIGHT na proporção de 1:1 (uma ação da Consulente por uma ação da LIGHT). A LIGHT apresenta atualmente capital social de R\$ 1.000,00 (hum mil Reais), representado por 1.000 (hum mil) ações, mas que, após um grupamento daquelas ações, passará a ser representado por uma única ação de propriedade da Lidil Comercial Ltda.

Desta forma, a LIGHT terá seu capital aumentado no exato montante do patrimônio líquido da Consulente, com a correspondente fixação do preço de emissão equivalente ao valor patrimonial das ações da sociedade incorporada. Isto implicaria na manutenção do mesmo número de ações e da participação relativa que detêm na Consulente.[\(1\)](#)

O PEDIDO

Segundo entendimento da Consulente, com as modificações introduzidas pela Lei nº 10.303/01, as disposições do art. 264 da LSA passaram a ser também cabíveis às incorporações de ações de sociedades sob controle comum, tal como no caso em apreço.

Destarte, em operações dessa natureza, seria necessário que fossem apurados os valores dos patrimônios das sociedades envolvidas, segundo os mesmos critérios e na mesma data, a preços de mercado, ou com base em outro critério aceito por esta CVM, para companhias abertas.

Manifesta-se a consulente quanto à desproporcionalidade e razoabilidade da obrigatoriedade da elaboração dos laudos de avaliação dos patrimônios envolvidos, conforme procedimento estabelecido nos §§ 1º e 2º, uma vez que a própria estrutura da incorporação levaria à preservação dos interesses dos acionistas da Consulente no capital da LIGHT, consistindo esta última apenas em um mero "veículo" para a desverticalização das atividades da Consulente, bem como à mesma relação de substituição, independente do critério empregado.

Adicionalmente, a Consulente alega tratar-se de situação excepcional, em que a avaliação dos patrimônios das companhias a preço de mercado não traria qualquer benefício aos acionistas minoritários da Consulente, para a própria empresa, bem como para o mercado. Ademais, obrigaria a companhia a incorrer em altos custos para a elaboração dos referidos laudos.[\(2\)](#)

Por fim, a Consulente menciona decisões do Colegiado em consultas semelhantes, sobre a utilização exclusiva do critério contábil para a confrontação dos patrimônios envolvidos. Processos: RJ/2002/2597 (Ambev), RJ/20053735 (Gafisa), RJ/2004/2040 (Unibanco).

NOSSO ENTENDIMENTO

Inicialmente, devemos ressaltar que, diversamente da intenção manifestada pela Consulente em solicitar autorização de dispensa da elaboração das avaliações de que trata o art. 264 da LSA, a presente consulta rigorosamente deve ser compreendida como solicitação de manifestação de entendimento desta CVM em relação à utilização exclusiva do critério contábil para a confrontação dos patrimônios envolvidos na operação de incorporação das ações da LIGHT S.E.S.A. pela LIGHT S.A., tendo em vista a ausência de propósito da avaliação econômica prevista no referido dispositivo legal.

Quanto à consulta propriamente, à luz das peculiaridades da operação de incorporação, da obrigatoriedade para as concessionárias de serviço público de energia elétrica criada pela Lei nº 10.848/2004 da segregação das suas diversas atividades e da oportuna e regular divulgação das informações referentes às diversas etapas da reestruturação societária da LIGHT S.E.S.A., esta área técnica manifesta

concordância com o entendimento da Consulente quanto à determinação da relação de substituição das ações da incorporada e incorporadora segundo o critério do valor contábil.

Por fim, diante do exposto, sugerimos encaminhar a presente consulta ao Colegiado, com o propósito de submeter o assunto a sua apreciação."

3. É o relatório.

VOTO

4. Com efeito, o art. 264 da Lei 6.404/76 tem finalidade nitidamente protetiva. [\(3\)](#) Protege não só os acionistas minoritários da sociedade incorporada, mas também os minoritários da sociedade incorporadora, na medida em que as informações adicionais por ele exigidas (*laudo de avaliação por empresa especializada, com base no valor do patrimônio líquido das ações da controladora e da controlada, avaliados os dois patrimônios segundo os mesmos critérios e na mesma data, a preço de mercado, ou com base em outro critério aceito pela CVM*) permitem que os acionistas, de uma e de outra, possam examinar com mais profundidade a relação de substituição prevista para a operação. [\(4\)](#)

Art. 264. Na incorporação, pela controladora, de companhia controlada, a justificação, apresentada à assembleia-geral da controlada, deverá conter, além das informações previstas nos arts. 224 e 225, o cálculo das relações de substituição das ações dos acionistas não controladores da controlada com base no valor do patrimônio líquido das ações da controladora e da controlada, avaliados os dois patrimônios segundo os mesmos critérios e na mesma data, a preços de mercado, ou com base em outro critério aceito pela Comissão de Valores Mobiliários, no caso de companhias abertas.

§ 1º A avaliação dos dois patrimônios será feita por 3 (três) peritos ou empresa especializada e, no caso de companhias abertas, por empresa especializada.

§ 2º Para efeito da comparação referida neste artigo, as ações do capital da controlada de propriedade da controladora serão avaliadas, no patrimônio desta, em conformidade com o disposto no caput.

§ 3º Se as relações de substituição das ações dos acionistas não controladores, previstas no protocolo da incorporação, forem menos vantajosas que as resultantes da comparação prevista neste artigo, os acionistas dissidentes da deliberação da assembleia-geral da controlada que aprovar a operação, poderão optar, no prazo previsto no art. 230, entre o valor de reembolso fixado nos termos do art. 45 e o valor apurado em conformidade com o disposto no caput, observado o disposto no art. 137, inciso II.

§ 4º Aplicam-se as normas previstas neste artigo à incorporação de controladora por sua controlada, à fusão de companhia controladora com a controlada, à incorporação de ações de companhia controlada ou controladora, à incorporação, fusão e incorporação de ações de sociedades sob controle comum.

§ 5º O disposto neste artigo não se aplica no caso de as ações do capital da controlada terem sido adquiridas no pregão da Bolsa de Valores ou mediante oferta pública nos termos dos artigos 257 a 263.

5. No caso presente, todavia, o que vai suceder é simplesmente a transferência do quadro societário da LIGHT — Serviços de Eletricidade S/A para a LIGHT S/A ("sociedade espelho"), esta que ainda não exerceu qualquer atividade operacional e que, à época da operação, terá (i) um capital social de R\$ 1.000,00, representado por apenas uma ação ordinária (em nome da Lidil Comercial Ltda., uma das controladoras da LIGHT — Serviços de Eletricidade S/A), e (ii) um patrimônio líquido de R\$ 1.000,00. Valores, portanto, simbólicos em relação à LIGHT — Serviços de Eletricidade S/A.

6. Logo, não vejo como, no caso concreto, o laudo de avaliação possa servir de proteção aos minoritários interessados na operação. Faço notar que, de um lado, os acionistas da LIGHT — Serviços de Eletricidade S/A terão sua participação mantida na LIGHT S/A (cada ação da LIGHT — Serviços de Eletricidade S/A será substituída por uma ação da LIGHT S/A). Por outro lado, a LIGHT S/A não possui minoritários que ensejem a proteção do art. 264 da Lei 6.404/76.

7. Na verdade, a operação societária de que se trata visa tão-somente a que a LIGHT — Serviços de Eletricidade S/A se adeque às exigências da Lei 10.848/04 e da ANEEL, no sentido de que passe a exercer apenas a atividade de distribuição de energia elétrica ("Projeto de Desverticalização"). Cabe ainda destacar que a operação em curso já foi aprovada pela referida agência reguladora, conforme a Resolução Autorizativa n.º 307, de 05/09/2005 (fls. 07/09).

8. Sendo assim, tratando-se de evidente caso excepcional, é fora de dúvida que a exigência da elaboração do laudo de avaliação previsto no art. 264 da Lei 6.404/76 constituiria ônus desmedido e irrazoável para a companhia envolvida, que traria evidente prejuízo para a LIGHT — Serviços de Eletricidade S/A e para seus minoritários.

9. Por essas razões, e na esteira de precedentes deste Colegiado (Processos CVM RJ 2004/2040, RJ 2005/2597, RJ 2005/3735), voto no sentido de que a CVM autorize a LIGHT — Serviços de Eletricidade S/A a confrontar o seu patrimônio líquido com o da LIGHT S/A com base nos seus respectivos patrimônios líquidos contábeis, para efeito do cumprimento do art. 264 da Lei 6.404/76.

É o meu voto.

Rio de Janeiro, 22 de novembro de 2005.

Sergio Weguelin

Diretor-Relator

[\(1\)](#) A distribuição do capital social da LIGHT S.E.S.A., segundo consta no formulário lan de 31.12.2004, consiste da participação da EDF Internacional S.A. em 89,20 %, Lidil Comercial Ltda. em 4,34%, com os demais 6,46% das ações ordinárias em circulação no mercado.

[\(2\)](#) A LIGHT S.E.S.A. seria proprietária de mais de 60.000 ativos, com características diversas, e de avaliação onerosa.

[\(3\)](#) Voto do então Diretor Marcelo Trindade no Processo CVM RJ 2001/9986:

"Como se vê, o *caput* do art. 264 dispõe expressamente no sentido de que, quando se trate de '*incorporação, pela controladora, de companhia controlada*', terá ele incidência. Além disto, extrai-se claramente da norma que a sua preocupação é informacional, pois lê-se no *caput* que, "*além das informações previstas nos arts. 224 e 225*", a justificação deverá conter o cálculo das relações de substituição com base no valor do patrimônio líquido das ações a preços de mercado.

Os arts. 224 e 225 da Lei 6.404/76, referidos pelo *caput* do art. 264, tratam dos requisitos do *protocolo* e da *justificação* em operações de incorporação, e aplicam-se quer haja direito de recesso, quer não.

Logo, a boa interpretação da lei leva a concluir que ao mandar acrescentar àquelas informações dos arts. 224 e 225 outra — o cálculo das relações de substituição —, a Lei não estatuiu como requisito de sua incidência a existência de acionistas com direito de recesso, pois para fazê-lo precisaria ter sido expressa.

(...)

Por fim, vale ressaltar que, sendo a *informação* o principal bem jurídico tutelado pela CVM, por força das normas legais que regem a sua atividade, naturalmente que em caso de dúvida sobre que interpretação legal adotar, deve esta autarquia optar sempre pela interpretação que, sendo cabível e correta, privilegie a *informação* ao mercado."

[\(4\)](#) Voto do Diretor Luiz Antonio de Sampaio Campos no Processo CVM RJ 2004/5914:

"E abro aqui um parêntese para esclarecer que embora intuitivamente de logo se indique que numa operação de incorporação de partes relacionadas, como visto no *caput* do art. 264, se pense sempre em uma operação de cima para baixo, onde a controladora incorpora a controlada e que o eventual uso indevido do poder estaria ligado diretamente com a subavaliação da relação de troca dos acionistas minoritários da companhia incorporada, tal não é a única hipótese. Daí porque certamente o *caput* toma por referência a incorporada.

Certamente hipóteses há em que aquele que detém o poder de mando e que talvez seja a vontade suficiente para determinar a direção da deliberação detenha interesse maior direto ou indireto na companhia incorporada e nessa linha o mal uso poderia vir da superavaliação da companhia incorporada, na relação de substituição, de modo que ao cabo da operação ele passe a ter um interesse maior na companhia incorporadora, como resultado da incorporação.

O ponto seria, então, que, potencialmente, há duas minorias que merecem proteção em uma operação de incorporação, e daí toda a complexidade decorrente, posto que se houver injustificado desequilíbrio na relação de substituição dependendo para que lado este injustificado desequilíbrio pender é que poderia haver a má utilização, ora em detrimento da incorporadora ora em benefício desta e por conseguinte em prejuízo da incorporada."