

Interessadas: DHB Indústria e Comércio S.A.

Assunto: Pedido de autorização. Aquisição pela controlada de debêntures conversíveis de emissão da controladora. Conversão das debêntures e alienação das ações. Participação recíproca.

Diretor Relator: Marcos Barbosa Pinto

Relatório

1. A DHB Indústria e Comércio S.A. ("DHB" ou "Companhia") solicitou autorização da Comissão de Valores Mobiliários ("CVM") para a realização da seguinte operação:
 - i. aquisição de debêntures conversíveis em ações da DHB por sua controlada DHB Componentes Automotivos S.A. ("DHB-CA");
 - ii. conversão das debêntures adquiridas em ações ordinárias e preferenciais da Companhia; e
 - iii. imediata alienação dessas ações mediante utilização de procedimento especial, nos termos da Instrução CVM nº 168, de 23 de dezembro de 1991.
2. Fundamentando seu pedido, a DHB arguiu que:
 - i. a operação é a única forma de viabilizar o plano de recuperação financeira da Companhia;
 - ii. a operação não implica redução disfarçada de seu capital social;
 - iii. o patrimônio líquido da Companhia, que hoje é de R\$545 milhões negativo, seria aumentado em aproximadamente R\$552 milhões, passando a ser de R\$7 milhões positivos;
 - iv. a Companhia não faria desembolso de caixa e seus credores teriam suas pretensões satisfeitas;
 - v. as ações adquiridas pela DHB-CA seriam imediatamente alienadas em mercado;
 - vi. não haveria aquisição de ações dos acionistas controladores da Companhia;
 - vii. não haveria diluição injustificada dos acionistas da Companhia, pois a conversão se daria nos exatos termos previstos na escritura de emissão; e
 - viii. a CVM teria competência para aprovar a operação, tendo em vista o disposto no art. 244, §3º, combinado com o art. 30, §2º, da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976.
3. Consultada pela Superintendência de Relações com Empresas ("SEP"), a Procuradoria Federal Especializada ("PFE") se manifestou no sentido de que:
 - i. as participações recíprocas são permitidas pela Lei das Sociedades por Ações, desde que observados os requisitos previstos na própria lei para que a companhia possa negociar com suas próprias ações;
 - ii. o art. 6º da Instrução CVM nº 10, de 14 de fevereiro de 1980, proíbe a companhia de negociar com direitos de subscrição de ações de sua própria emissão;
 - iii. as debêntures conversíveis em ações equivalem a direitos de subscrição, por força do disposto no art. 44, §8º, da Lei nº 4.728, de 14 de julho de 1965; e
 - iv. embora a operação seja vedada pela regulamentação em vigor, o colegiado da CVM tem competência para autorizar a operação, tendo em vista o disposto no art. 23 da Instrução CVM nº 10/80.
4. Contudo, após a manifestação da PFE, a SEP constatou que o formulário IAN da Companhia, relativo a 31 de dezembro de 2006, indica que a DHB-CA não dispõe de lucros ou reservas suficientes para realizar a operação.
5. Segundo a SEP, essa circunstância impede a realização da operação, pois acarreta violação ao art. 2º da Instrução CVM nº 10/80, cujo cumprimento não pode ser dispensado nem mesmo pelo colegiado desta autarquia.
6. Provocada a esse respeito, a DHB argumentou adicionalmente que:
 - i. a DHB-CA está adquirindo debêntures e não ações; logo, não há, a rigor, participação recíproca, nem incidência do art. 244 da Lei das Sociedades por Ações;
 - ii. mesmo que houvesse participação recíproca, o §4º do art. 244 da lei prevê o prazo de 6 meses para que a companhia possa alienar as ações que excederem o saldo de lucros ou reservas;
 - iii. a operação aumentaria significativamente a liquidez das ações da Companhia no mercado.
7. Em despacho, a SEP concluiu que a operação contraria a legislação e a regulamentação em vigor, pois a DHB-CA não dispõe de lucros ou reservas suficientes. Todavia, tendo em vista as circunstâncias do caso, recomendou que o assunto fosse submetido à apreciação do colegiado.

É o relatório.

Voto do Relator

1. A participação recíproca entre controladora e controlada é vedada pela legislação societária, exceto nas condições em que a lei autoriza a companhia a adquirir as suas próprias ações.

2. É o que dispõe o art. 244 da Lei das Sociedades por Ações:

Art. 244. É vedada a participação recíproca entre a companhia e suas coligadas ou controladas.

§1º O disposto neste artigo não se aplica ao caso em que ao menos uma das sociedades participa de outra com observância das condições em que a lei autoriza a aquisição das próprias ações (artigo 30, § 1º, alínea b).

(...)

3. Como se vê, o §1º do art. 244 faz referência ao art. 30, §1º, "b" da lei, cujo conteúdo é o seguinte:

Art. 30. A companhia não poderá negociar com as próprias ações.

§ 1º Nessa proibição não se compreendem:

(...)

b) a aquisição, para permanência em tesouraria ou cancelamento, desde que até o valor do saldo de lucros ou reservas, exceto a legal, e sem diminuição do capital social, ou por doação;

(...)

4. Esses dispositivos legais deixam claro que uma companhia controlada só pode adquirir ações da companhia controladora caso o valor da aquisição não ultrapasse o saldo de lucros ou reservas apurado em suas demonstrações financeiras, excluindo-se a reserva legal.

5. Os arts. 2º e 22 da Instrução CVM nº 10/80 dispõem de modo equivalente sobre a matéria, como se pode perceber:

Art. 2º A aquisição, de modo direto ou indireto, de ações de emissão da companhia, para permanência em tesouraria ou cancelamento, é vedada quando:

a) importar diminuição do capital social;

b) requerer a utilização de recursos superiores ao saldo de lucros ou reservas disponíveis, constantes do último balanço ;

c) criar por ação ou omissão, direta ou indiretamente, condições artificiais de demanda, oferta ou preço das ações ou envolver práticas não eqüitativas;

d) tiver por objeto ações não integralizadas ou pertencentes ao acionista controlador;

e) estiver em curso oferta pública de aquisição de suas ações.

Art. 22. As disposições desta Instrução aplicam-se no que couber, aos seguintes casos:

a) aquisição de ações de companhia aberta por suas coligadas e controladas com o fim de mantê-las em tesouraria, bem como à alienação destas ações;

6. No caso concreto, a DHB-CA adquirirá debêntures da Companhia para, na seqüência, convertê-las em ações. No momento em que se realizar a conversão, haverá participação recíproca entre as duas companhias, o que é vedado pela lei e pela regulamentação, pois a DHB-CA não possui lucros acumulados ou reservas.

7. Note-se que o §4º do art. 244 da Lei das Sociedades por Ações não modifica essa conclusão. Realmente, esse artigo dá um prazo de 6 meses para que a companhia elimine a participação recíproca que exceda o saldo de lucros ou reservas. Mas essa regra só se aplica quando o saldo "sofre[r] redução" após a aquisição; não quando ele é, desde o início, insuficiente.⁽¹⁾

8. Entendo, ademais, que a CVM não pode eximir a Companhia nem a DHB-CA do cumprimento dessas regras. É certo que os arts. 30, §2º e 244, §3º conferem à CVM poderes para regular essa matéria. Mas é óbvio que não podemos eliminar os requisitos legais; podemos apenas estabelecer regras complementares.

9. Transcrevo os dispositivos em questão para que se perceba, especialmente, que o dispositivo que confere competência à CVM se encontra em um parágrafo do artigo que estabelece os requisitos para a participação recíproca e a negociação com as próprias ações:

Art. 244. É vedada a participação recíproca entre a companhia e suas coligadas ou controladas.

§1º O disposto neste artigo não se aplica ao caso em que ao menos uma das sociedades participa de outra com observância das condições em que a lei autoriza a aquisição das próprias ações (artigo 30, § 1º, alínea b).

(...)

§3º O disposto no § 2º do artigo 30, aplica-se à aquisição de ações da companhia aberta por suas coligadas e controladas.

Art. 30. A companhia não poderá negociar com as próprias ações.

§ 1º Nessa proibição não se compreendem:

(...)

b) a aquisição, para permanência em tesouraria ou cancelamento, desde que até o valor do saldo de lucros ou reservas, exceto a legal, e sem diminuição do capital social, ou por doação;

(...)

§2º A aquisição das próprias ações pela companhia aberta obedecerá, sob pena de nulidade, às normas expedidas pela Comissão de Valores Mobiliários, que poderá subordiná-la à prévia autorização em cada caso.

10. Obviamente, esses dispositivos não nos deram carta branca para desconsiderar as restrições legais. Seu propósito foi outro: permitir que a CVM impusesse requisitos adicionais, destinados a proteger o mercado contra práticas não-eqüitativas, como a criação de condições artificiais de

oferta e a negociação com base em informação privilegiada.⁽²⁾

11. Esse entendimento está refletido, de maneira clara, no art. 23 da Instrução CVM nº 10/80, cujo conteúdo é o seguinte:

Art. 23. Respeitado o disposto no art. 2º, a CVM poderá, em casos especiais e plenamente circunstanciados, autorizar, previamente, operações da companhia com as próprias ações que não se ajustarem às demais normas desta Instrução.

12. Como se vê, esse dispositivo nos dá autorização para dispensar, em casos especiais, o cumprimento de nossas próprias regras. Todavia, esse mesmo dispositivo diz que não podemos dispensar o cumprimento do art. 2º da mesma instrução, que reproduz a proibição legal contra a qual se debate a DHB.⁽³⁾

13. Ressalto que esse entendimento não distoa da opinião da PFE. Com efeito, a PFE opinou pela possibilidade de dispensa do disposto no art. 6º da Instrução CVM nº 10/80, que trata da aquisição, pela companhia, de direitos de subscrição. A PFE não se manifestou – e acredito que não o faria – pela possibilidade de dispensa dos requisitos previstos na lei e no art. 2º da referida instrução.

14. Devo admitir que fiquei sensibilizado pelos argumentos apresentados pela Companhia acerca dos benefícios da operação para todas as partes envolvidas. Devo reconhecer também que a proibição que hoje discutimos me parece um tanto quanto obsoleta.⁽⁴⁾ Todavia, não vejo como autorizar a operação pretendida, já que a lei em vigor a proíbe expressamente.

É como voto.

Rio de Janeiro, 15 de abril de 2008.

Marcos Barbosa Pinto

⁽¹⁾ Nesse sentido, v. Processo Administrativo Sancionador CVM nº 17/97, julgado em 19 de maio de 2005, em especial o voto do ex-diretor Wladimir Castelo Branco.

⁽²⁾ A finalidade da regra encontra-se expressamente declarada na Exposição de Motivos da Lei nº 6.404/76: "Nas companhias abertas, o § 2º do artigo 30 subordina a aquisição das próprias ações às normas fixadas pela Comissão de Valores Mobiliários porque essa modalidade de operação pode ser utilizada como instrumento de manipulação no mercado, em prejuízo do público investidor."

⁽³⁾ A respeito, v. Processo CVM N° RJ 2004/2765, julgado em 19 de julho de 2004.

⁽⁴⁾ O propósito da proibição, como se sabe, é preservar a integridade do capital social e, por conseguinte, o interesse dos credores. Todavia, a própria função do capital social e sua importância para os credores é muito questionada hoje em dia, sobretudo depois que a lei societária permitiu a emissão de ações sem valor nominal e autorizou a companhia a destinar o ágio pago na emissão de ações à reserva de capital. Diante dessas autorizações legais, a eficácia do capital social enquanto garantia dos credores fica seriamente comprometida, pois o valor do capital passa a ser arbitrariamente estabelecido pelos acionistas, sem qualquer limite mínimo. Para uma análise dessas críticas, v. Mauro Rodrigues Penteadó. **Aumentos de Capital das Sociedades Anônimas**. São Paulo: Saraiva, p. 15 e ss. Talvez por isso, na prática, o capital social passou a ser desconsiderado pelos financiadores, que baseiam suas avaliações muito mais na situação patrimonial e na capacidade de geração de caixa da companhia. Por outro lado, a proibição de recompra de ações se a companhia não tem lucros acumulados ou reservas pode ser muito prejudicial à própria companhia e seus acionistas. Como se sabe, programas de recompra de ações pela própria companhia são muito importantes para otimizar a estrutura de capital da empresa e também para sinalizar ao mercado que a administração da companhia acredita que as ações estão subvalorizadas. Para uma análise sucinta da função das recompras de ações, v. Stephen Ross *et al.* **Administração Financeira**. São Paulo: Atlas, 2002, p. 409 e ss. Essa última função é muito importante caso as ações da companhia estejam sofrendo um ataque especulativo ou nos casos em que suas ações têm pouca liquidez. Por esses motivos, talvez faça sentido eliminar a regra em questão e substituí-la por um princípio geral destinado a coibir as recompras de ações e até mesmo a distribuição de dividendos em fraude contra credores. É possível, inclusive, que a instituição legal desse princípio nem seja necessária, bastando aplicar as regras gerais de direito privado sobre a matéria.