



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Relatório nº 47/2017-CVM/SEP/GEA-3

Para: GEA-3

De: Caio Figueiredo Cibella de Oliveira

Assunto: Possibilidade de ajuste do patrimônio líquido para fins de reembolso
Eletropaulo Metropolitana Eletricidade de São Paulo S.A.

Senhor Gerente,

I. Introdução

1. Trata-se de consulta formulada pela Eletropaulo Metropolitana Eletricidade de São Paulo S.A. (“Consulente” ou “Companhia”) referente à possibilidade de exclusão da reserva especial de ágio no cálculo do valor de patrimônio líquido para fins de reembolso quando do exercício do direito de retirada por acionistas da Companhia.

II. Operação

2. O conselho de administração da Companhia, com respaldo dos seus acionistas controladores AES Holdings Brasil Ltda. (“AES Holdings”) e BNDES Participações S.A. (“BNDESPAR”), resolveu, em fevereiro de 2017, submeter aos acionistas, em data a ser definida, proposta de migração da Companhia para o segmento de listagem denominado Novo Mercado.
3. Como parte essencial desta migração, está a reforma do estatuto social da Companhia para adequá-lo às exigências do regulamento de listagem do Novo Mercado, incluindo a conversão das ações preferenciais em ordinárias.
4. É certo, ainda, que os acionistas preferenciais que votarem contra a conversão das ações, se absterem de votar sobre o tema ou não comparecerem à assembleia especial poderão pleitear o reembolso do valor patrimonial das ações de que são titulares, nos termos do art. 137 da Lei nº 6.404/76 (“LSA”).

III. Consulta

5. A Consulente questiona se estaria correto o seu entendimento de que a reserva especial de ágio deveria ser excluída do valor total do patrimônio líquido para fins de cálculo do direito de reembolso, regulamentado pelo art. 45 da lei societária.
6. Com o fim de sustentar seu entendimento, apresentou, resumidamente, os seguintes argumentos:
 - a. embora apresentada como rubrica de patrimônio líquido nas demonstrações financeiras, a reserva especial de ágio não representaria, em essência, um instrumento patrimonial mas sim um instrumento de dívida destinada a acionistas específicos, de acordo com parecer contratado pela Consulente do senhor Paulo Cezar Aragão;
 - b. “por representar valor que condicionalmente beneficiará acionistas em particular, em caráter variável e sem interesse residual, computar tal reserva no cálculo do eventual reembolso a ser pago aos demais acionistas representaria enriquecimento sem causa destes últimos”; e
 - c. o § 1º do art. 45 da LSA possui redação elaborada pelo Legislador de 1997, tendo sido a reserva especial de ágio regulamentada, posteriormente, apenas pela Instrução CVM nº 319/99.

IV. Análise

Tratamento contábil da reserva especial de ágio

7. A Companhia incorporou, em dezembro de 2016, a Nova Brasileira Participações S.A. (“Nova Brasileira”), que possuía como únicos acionistas a AES Holdings e o BNDESPAR, e acervo parcialmente cindido da AES Elpa S.A., que possuía a AES Holdings e o BNDESPAR como principais acionistas e minoritários com participação inferior a 2% do capital social. Ambos os acervos incorporados eram compostos, principalmente, por ações emitidas pela Companhia.
8. À época, os balanços patrimoniais da Nova Brasileira e da AES Elpa S.A. – veículos utilizados pela AES Holdings e pelo BNDESPAR para controlar a Companhia – apresentavam ágio por expectativa de resultado futuro na sociedade controlada.
9. Nos protocolos das incorporações supracitadas, foi previsto que, nos casos em que a Companhia vier a auferir benefício fiscal em decorrência de amortização do ágio por expectativa de resultado futuro originalmente previsto nos balanços da Nova Brasileira e da AES Elpa S.A., tal benefício será objeto de capitalização em proveito da AES Holdings e do BNDESPAR (item 5.2 do protocolo de incorporação da Nova Brasileira e item 5.3 do protocolo de incorporação do acervo cindido da AES Elpa S.A.). Ademais, como garante o art. 7º, § 1º, da Instrução CVM nº 319/99, sendo realizada tal capitalização em proveito dos acionistas controladores, será assegurado aos demais acionistas a participação no aumento de capital desde que os controladores sejam proporcionalmente compensados.
10. A Companhia reconheceu, no seu balanço patrimonial de 31.12.2016, como resultado das incorporações da Nova Brasileira e do acervo cindido da AES Elpa S.A., reserva especial de ágio de pouco mais do que R\$ 670 milhões. Apenas para referência do que este montante representa, observe-se que, na mesma data, a Companhia apresentou patrimônio líquido total de pouco menos de R\$ 2,7 bilhões.
11. Como bem resume o senhor Eliseu Martins, em parecer contratado pela Consulente, “a Reserva Especial de Ágio representa a contrapartida de uma espécie de ‘crédito tributário’ recebido pela empresa incorporadora, não gerado por ela, que para efetivamente se realizar depende de condições futuras de baixa do ágio e de resultado tributável”. Ademais, corretamente observa, com base no art. 7º da Instrução CVM nº 319/1999, que, no caso em tela, “a totalidade da Reserva Especial de Ágio, quando capitalizada, será destinada integralmente aos acionistas da entidade incorporada”.

Questão societária relevante

12. Concordo com a descrição realizada pela Consulente sobre o tratamento contábil do ágio resultante da aquisição do controle da companhia aberta que veio a incorporar sua controladora. Tampouco tenho dúvidas de que a reserva especial de ágio representa valor que, a depender do cumprimento de determinadas condições, será apropriado pelos acionistas controladores com o aumento do capital social.
13. Para se responder a presente consulta, todavia, o mais importante é interpretar o regramento estabelecido pelo art. 45 da lei societária para se determinar o valor do reembolso que a companhia deve pagar aos acionistas dissidentes de deliberação de assembleia geral nos casos previstos em lei. A meu ver, existem duas interpretações possíveis do art. 45, § 1º, da LSA:
 - a. o patrimônio líquido seria utilizado pelo dispositivo como uma *proxy* do valor intrínseco da ação entregue pelo acionista ao exercer seu direito de retirada e, portanto, seria razoável realizar ajustes ao patrimônio líquido para que este se aproxime do que efetivamente vale a ação; ou
 - b. o patrimônio líquido reconhecido no balanço patrimonial seria um referencial incontestável do mínimo que valeria a ação em condições normais, sendo possível desconsiderá-lo apenas se o estatuto social estipulasse que, em caso de reembolso, avaliação do valor econômico da ação fosse realizada.
14. Como se pode facilmente antever, a primeira interpretação acima do dispositivo autorizaria a Companhia a subtrair a reserva especial de ágio do patrimônio líquido para fins do cálculo do reembolso e a segunda leitura afastaria esta possibilidade.
15. Em qualquer um dos casos, porém, é irrelevante examinar se eventual ajuste contábil se baseia em norma editada antes ou depois da data da última modificação do art. 45 da LSA em 1997. De acordo com a primeira interpretação, o ajuste seria recomendável com fundamentação em norma contábil mais ou menos recente. Desde o segundo ponto de vista, nenhum ajuste seria possível, por mais recente que fosse a norma a sugerir a

adaptação do patrimônio líquido reconhecido no balanço patrimonial.

16. Passo a analisar a seguir as vantagens em se adotar cada uma das alternativas para, no fim, concluir qual seria, em minha opinião, aquela efetivamente desejada pelo Legislador e a norma jurídica que deve prevalecer no caso concreto.

Patrimônio líquido como *proxy* do valor justo

17. Entender que o patrimônio líquido seria uma *proxy* do valor intrínseco da ação é coerente com o racional econômico que justifica a existência do direito de retirada.
18. O fundamento econômico do direito de retirada é o de que, em caso de transformações deveras relevantes dos negócios sociais da companhia ou dos direitos de participação de determinada classe de ação, o acionista dissidente pode se retirar da companhia sem perda significativa para o seu patrimônio, pois recebe reembolso pelo valor de suas ações. O direito de retirada é, em linguagem comum, uma “válvula de escape” para que a companhia possa seguir seu rumo em uma nova fase, mas que acionistas insatisfeitos com essa mudança não sejam obrigados a permanecer em sociedade francamente distinta da que participavam anteriormente.
19. O direito de reembolso, por essa lógica, não pode ser excessivamente menor do que o que as ações valem, porque, nesse caso, o acionista dissidente será, na prática, obrigado a permanecer na sociedade para evitar perda patrimonial relevante. Por outro lado, o direito de reembolso não deveria ser sobremaneira maior do que as ações valem, pois isso impediria que as companhias mudassem seus rumos quando necessário devido à antieconomicidade do pagamento do reembolso.
20. Nesse sentido, parece-me razoável interpretar a lei societária de forma a que não se chegue à conclusão de que o valor do reembolso de que trata o art. 45 é deveras distinto do que intrinsecamente vale a ação.

Patrimônio líquido como referencial incontestável

21. O valor patrimonial por ação somente poderia ser considerado uma boa *proxy* para o valor justo de uma ação em condições bastante excepcionais de reduzidos custos de transação e valores contábeis baseados, em grande parte, nos valores de mercado dos ativos e passivos da companhia. Isso porque, em tais condições, haveria a seguinte oportunidade de arbitragem:
 - a. se o valor de mercado das ações de emissão de uma companhia é maior do que seu patrimônio líquido, um investidor pode vender a descoberto tais ações e, com os recursos reunidos, adquirir ativos e contrair dívidas de forma a replicar o patrimônio da companhia, auferindo a diferença sem risco; ou
 - b. se o valor de mercado das ações de emissão de uma companhia é menor do que seu patrimônio líquido, um investidor poderia realizar o inverso, adquirindo a companhia com recursos emprestados e, em seguida, liquidando-a, o que representaria um ganho sem risco.
22. É claro, porém, que liquidar uma companhia ou vender a descoberto todas as ações de sua emissão demandam extraordinários custos de transação. Mais importante ainda, são poucas as companhias que possuem ativos e passivos com mercados suficientemente líquidos que permitam que o seu patrimônio líquido, tal como reconhecido no balanço patrimonial, fidedignamente represente o valor residual do patrimônio disponível aos acionistas em caso de liquidação.
23. Um caso que a literatura financeira aponta como coerente com a hipótese de precificação por arbitragem acima é o de bancos de investimento, que possuem ativos e passivos usualmente líquidos e atuam em mercados com poucas barreiras de entrada. No entanto, para outros setores da economia, tal como infraestrutura, o mesmo certamente não é verdade.
24. Não é por outro motivo que analistas de companhias baseiam sua avaliação, em situações ordinárias, no cálculo dos fluxos de caixa futuros descontados, e não no patrimônio líquido. Primeiro, porque a variação no caixa da companhia é, por definição, um evento líquido. Segundo, pois é possível levar em consideração, na projeção dos fluxos de caixa futuros, diferentes contextos concorrenciais, incluindo a existência, por exemplo, de marcas, patentes relevantes ou monopólios naturais.
25. Por essas razões, acho difícil corroborar a tese de que a principal intenção do Legislador, ao mencionar o critério do patrimônio líquido no art. 45, § 1º, da LSA, era a de garantir que o valor do reembolso fosse necessariamente próximo ao valor intrínseco da ação entregue no exercício do direito de recesso. Essa conclusão, inclusive, é corroborada em leitura sistemática da lei societária.

26. O Legislador, quando teve o objetivo primordial de garantir que o valor pago por uma ação fosse o mais próximo possível ao seu valor intrínseco, foi bastante preciso ao utilizar os conceitos de valor econômico (no próprio art. 45, § 1º, e, na mesma linha embora sem utilizar o mesmo termo, no art. 170, § 1º) e patrimônio líquido a preços de mercado (art. 264, § 3º, e art. 298, III). Esses valores, como defendido, estão mais próximos do valor que partes independentes, usualmente, estariam dispostas a pagar por determinada ação, diferentemente do valor do patrimônio líquido, que possui importância sobretudo contábil.
27. Nesse sentido, parece-me que a principal intenção do Legislador, ao utilizar o conceito de patrimônio líquido no art. 45, § 1º, foi a de privilegiar a praticidade de se utilizar valor contábil que já é ordinariamente calculado pela companhia e revisto por auditor independente. Essa praticidade está em contraste, por exemplo, aos custos e ao tempo necessários para se elaborar um laudo de avaliação do valor econômico da companhia ou realizar os ajustes necessários no balanço patrimonial para se marcar todos os ativos a preços de mercado.

Interpretação do art. 45 da LSA

28. Pelo exposto, parece-me que a melhor forma de interpretar o art. 45, § 1º, é a seguinte:
- supletivamente, caso o estatuto social não estabeleça normas para a determinação do valor de reembolso, o valor de patrimônio líquido deve ser a referência, sem qualquer ajuste;
 - se o estatuto estabelecer normas para a determinação do valor de reembolso com base em critério distinto do valor econômico da companhia, o patrimônio líquido, sem ajustes, será o mínimo possível; e
 - se o estatuto estabelecer valor econômico da companhia como critério, o patrimônio líquido não precisa necessariamente ser levado em consideração.
29. Como visto, aceitar ajustes ao patrimônio líquido reconhecido no balanço patrimonial iria de encontro à principal finalidade do § 1º do art. 45, que é a de oferecer um referencial de preço de fácil apreensão.
30. A partir do momento que aceitamos, por exemplo, que seria adequado subtrair a reserva especial de ágio do patrimônio líquido para fins de cálculo do direito de reembolso, não vejo por que não aceitar outros eventuais argumentos sobre a contabilização de ativos e passivos da Companhia.
31. Um acionista dissidente poderia, por exemplo, alegar que determinado ativo, embora corretamente contabilizado pelo seu custo histórico, deveria ser avaliado a preços de mercado para fins do cálculo do direito de reembolso, por causa de significativa valorização recente do ativo. Por consequência, continuando com o exemplo, o ativo total da Companhia seria aumentado e, ao mesmo tempo, o seu patrimônio líquido. Este ajuste, inclusive, seria justificável com o fim de garantir que o valor do patrimônio líquido seja uma *proxy* útil do valor intrínseco da ação.
32. Um procedimento que o Legislador queria que fosse simples – mera leitura do balanço patrimonial auditado – passaria a gerar disputa potencialmente custosa e demorada – avaliação detalhada sobre o quanto o valor patrimonial por ação representa o valor intrínseco das ações de titularidade dos acionistas dissidentes.
33. Ademais, é importante observar que a lei societária, quando permite uma avaliação não trivial sobre o valor intrínseco da ação em contexto em que o acionista controlador possa ter interesse próprio diverso do social, tal como no cálculo do valor econômico da ação (art. 45) ou patrimônio líquido a preços de mercado (art. 264, § 3º), requer a opinião de especialistas escolhidos de acordo com procedimento específico. Essa é uma decisão regulatória, de fato, oportuna, pois evita a existência de dúvidas sobre a independência dos administradores indicados pelo acionista controlador no cálculo do valor das ações emitidas pela companhia quando esta avaliação possa beneficiar particularmente o controlador.
34. Nesse sentido, e pensando mais no sistema regulatório como um todo e menos no caso concreto em tela, parece-me que seria um precedente inadequado permitir que os administradores realizem ajustes ao patrimônio líquido utilizado para fins do cálculo do direito de reembolso. Isso porque, como visto, eles em muitos casos estarão em posição inconveniente para decidir sobre ajustes que poderão beneficiar ou prejudicar o acionista controlador que os indicou.
35. Por fim, devo observar que não é adequado o argumento da Consulente de que utilizar o valor patrimônio líquido para calcular o reembolso no caso concreto acarretaria enriquecimento sem causa, por dois motivos.
36. Primeiro, porque a Consulente não apresentou nenhum elemento – tal como laudo de avaliação do valor

econômico das ações – para comprovar que haveria enriquecimento dos acionistas dissidentes. Isso porque, claro está, mesmo se concordássemos que o valor patrimonial líquido por ação está indevidamente majorado, nada nos indica que o valor intrínseco das ações de titularidade dos acionistas minoritários não seria igual ou ainda maior do que seu valor patrimonial.

37. Segundo, pois existe sim causa legítima para o cálculo do reembolso pelo valor patrimonial por ação, qual seja, o disposto no art. 45, § 1º. Pode-se, claro, discordar da opção do Legislador, mas, como visto, ele realizou uma ponderação bastante razoável entre os objetivos de se ter uma *proxy* adequada do valor intrínseco da ação e de facilitar o cálculo do reembolso, privilegiando, neste ponto da lei societária, o segundo objetivo.
38. A propósito, como já observado, a norma para determinar o reembolso com base no patrimônio líquido é supletiva, podendo ser determinada regra distinta pela companhia. Nesse sentido, a justificativa de eventual enriquecimento – de todo não comprovado – seria ainda mais legítima porque a Companhia, podendo adotar outro critério de cálculo no seu estatuto social, preferiu manter a eficácia da norma legal.

Modulação de eventual decisão contrária do Colegiado

39. Minha resposta à consulta em tela, portanto, é negativa. A reserva especial de ágio não pode ser excluída do valor total do patrimônio líquido para fins de cálculo do direito de reembolso no caso concreto.
40. Antevendo a possibilidade de a Consulente apresentar recurso ao Colegiado contra a opinião consignada neste relatório, gostaria de realizar uma observação desde já.
41. Caso o Colegiado eventualmente concorde com o entendimento apresentado pela Consulente, minha sugestão seria a de, para preservar a segurança jurídica, que os efeitos da decisão sejam modulados. Nesse sentido, proporia que tal interpretação fosse aplicada pela CVM apenas a casos futuros, iniciados após a divulgação da decisão do Colegiado. Especificamente, a interpretação do art. 45 da lei societária proposta pela Consulente não seria aplicável na conversão planejada de ações preferenciais em ordinárias de emissão da mesma.
42. São dois os motivos que me levam a crer que esta aplicação prospectiva de eventual nova interpretação ao art. 45 da Lei nº 6.404/76 seria recomendável. Primeiro, porque interpretação literal do dispositivo – que é sempre aquela em que os investidores e demais agentes de mercado podem com maior confiança se fiar – indica que subtração ao patrimônio líquido para fins de cálculo do reembolso não seria possível. Segundo, pois esta CVM nunca se manifestou sobre o tema e desconheço debate sobre o tema em doutrina, sendo bastante razoável o investidor esperar que a literalidade do dispositivo fosse aplicada.
43. Tal modulação estaria em linha, inclusive, com decisão unânime do Colegiado de 06.05.2008, no âmbito do processo RJ-2007/11086.

V. Conclusão

44. Sugiro o envio deste relatório para o Consulente e o posterior arquivamento deste processo.

Atenciosamente,



Documento assinado eletronicamente por **Caio Figueiredo C. de Oliveira, Analista**, em 12/05/2017, às 14:52, conforme art. 1º, III, "b", da Lei 11.419/2006.



Documento assinado eletronicamente por **Raphael Acácio Gomes dos Santos de Souza, Gerente**, em 12/05/2017, às 15:14, conforme art. 1º, III, "b", da Lei 11.419/2006.



Documento assinado eletronicamente por **Fernando Soares Vieira, Superintendente**, em 12/05/2017, às 18:53, conforme art. 1º, III, "b", da Lei 11.419/2006.



A autenticidade do documento pode ser conferida no site https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, informando o código verificador **0272698** e o código CRC **1DCA7F0B**.

*This document's authenticity can be verified by accessing https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, and typing the "Código Verificador" **0272698** and the "Código CRC" **1DCA7F0B**.*
