



## A RESERVA DE CAPITAL EM OPAS DE CANCELAMENTO DE REGISTRO

The Capital Reserve in Tender Offers to Go Private

Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais | vol. 80/2018 | p. 207 - 225 | Abr - Jun / 2018  
DTR\2018\14475

Luciana Dias

Doutora (2014) e Mestre (2005) em Direito Comercial pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo – USP. Mestre em Direito pela Escola de Direito da Universidade de Stanford (Master of the Science of Law – J.S.M., 2005). Bacharel em Direito pela Faculdade de Direito da USP (2000). Admitida na ordem dos advogados do Brasil (2000) e no New York Bar Association (2005). Professora da Escola de Direito da Fundação Getúlio Vargas (desde 2008). luciana@ldiasadv.com.br

Área do Direito: Comercial/Empresarial; Societário

Sumário:

1 Introdução - 2 Aquisição de ações próprias - 3 A origem do art. 7º da Instrução CVM 567, de 2015 - 4 A natureza da reserva de capital - 5 Respostas aos quesitos

### 1 Introdução

Fui consultada pelo Banco (“Companhia” ou “Consulente”) sobre questões relacionadas ao pedido de registro de oferta pública para cancelamento de registro (“OPA”) em análise na Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”).

Em 17.04.2017, a área técnica da CVM enviou à Companhia o Ofício 116/2017/CVM/SRE/GER-1, segundo o qual a compra de ações pela Companhia, por meio da OPA, seria irregular porque “necessitaria de recursos maiores que os disponíveis para a aquisição das próprias ações, ferindo o disposto no inciso IV do art. 7º da Instrução CVM 567/15” e “não teria saldo de lucros ou reservas suficientes para a aquisição das próprias ações, ferindo o disposto na alínea b do § 1º do artigo 30 da Lei 6.404/1976”.<sup>1</sup>

Para a área técnica, os recursos disponíveis seriam a soma de todas as reservas de lucros ou capital (com algumas exceções – art. 7º, § 1º, inciso I, da Instrução CVM 567, de 2015) e com o resultado já realizado do exercício social em andamento (art. 7º, § 1º, inciso II, da Instrução CVM 567, de 2015).

Embora a Companhia tenha uma reserva de capital em valor suficiente para fundamentar a oferta, concomitantemente, há em seu balanço uma conta de prejuízos acumulados que supera a reserva de capital. No entender da Superintendência de Relações com Empresas (“SEP”), essas contas contábeis deveriam ser somadas, de modo que não haveria o saldo de lucros ou reservas suficientes para realização da recompra.

Após ouvir a manifestação da Companhia, a SEP reafirmou seu entendimento, no Relatório 81/2017-CVM/SEP/GEA-1, de 08.05.2017, de que a Companhia: (i) “necessitaria de recursos maiores que os disponíveis para aquisição das próprias ações, ferindo o disposto no inciso IV do art. 7º da Instrução CVM 567/2015”; e (ii) “não teria saldo de lucros ou reservas suficientes para a aquisição das próprias ações ferindo o disposto na alínea b do § 1º do artigo 30 da Lei 6.404/1976”.

Tive acesso e analisei os seguintes documentos:

- i) Ofício 116/2017/CVM/SRE/GER-1, de 17.04.2017;
- ii) Arrazoado em resposta ao item 2.3.4 do Ofício 116/2017/CVM/SRE/GER-1 preparado



pelo Pinheiro Neto Advogados; e

iii) Relatório 81/2017-CVM/SEP/GEA-1, de 08.05.2017.

Diante das posições expressadas pela SEP e dos documentos analisados, os consultentes formularam os seguintes quesitos:

1. As reservas de capitais devem ser obrigatoriamente compensadas contra prejuízos acumulados, antes de qualquer outra destinação permitida na LSA?

2. Pode o Banco utilizar as reservas de capital para a recompra de ações no âmbito da OPA para cancelamento de registro a ser lançada pelo próprio Banco, mesmo com a existência de prejuízos acumulados em montante superior que as referidas reservas de capital?

Para responder aos quesitos apresentados pelos Consultentes, além desta breve introdução, e da conclusão, na qual eles serão respondidos, o presente parecer está dividido em outras três partes. A seção II, que segue à presente introdução, trata das regras relativas à aquisição de ações próprias. A seção III explora a origem do art. 7º da Instrução CVM 567, de 2015, e quais eram as intenções da CVM ao editá-lo. Por fim, a seção IV trata da natureza da reserva de capital.

## 2 Aquisição de ações próprias

O art. 30 da Lei 6.404, de 1976, veda a negociação com ações próprias por companhias salvo em determinadas hipóteses, previstas taxativamente.

A proibição tem basicamente duas razões, explicitadas com particular clareza já na exposição de motivos da referida Lei:

[...] o artigo 30 estende a todas as companhias a faculdade, hoje restrita às companhias com capital autorizado (reguladas nos arts. 45 e 47 da Lei 4.728), de adquirir suas próprias ações, desde que sem prejuízo do capital social. A lei proíbe a negociação com as próprias ações para proteger a integridade do capital social. Não há razão para manter essa proibição nos casos em que as ações são adquiridas sem prejuízo do capital social e da reserva legal. 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 (destaques nossos).

Assim, a primeira razão para a proibição de negociar com ações próprias, aplicável a qualquer companhia, aberta ou fechada, é preservar a integridade do capital social e proteger seus credores.<sup>2</sup>

A segunda razão, que se aplica somente às companhias abertas, é evitar que a companhia atue no mercado de modo a criar condições artificiais, manipular preço ou o volume de negociação de suas ações ou, ainda, gerar situações em que certos agentes têm informação privilegiada e agem com base nessas informações para vantagem própria.<sup>3</sup>

Como se depreende da exposição de motivos, é por conta dessa segunda razão que o art. 30, § 2º, da Lei 6.404, de 1976, confere à CVM competência para regular a aquisição de ações próprias por companhia aberta.<sup>4</sup>

Para preservar a integridade do capital social e proteger os credores da companhia, o art. 30, § 1º, alínea b, da Lei 6.404, de 1976,<sup>5</sup> limita os recursos que podem ser utilizados nas negociações "até o valor do saldo de lucros ou reservas, exceto a legal, e sem diminuição do capital social".

Regulamentando esse dispositivo, a CVM editou, primeiro, a Instrução CVM 10, de 1980 (arts. 2º, alínea b e 7º), que regulou essas operações por 25 anos, e, mais



recentemente, sua sucessora, a Instrução CVM 567, de 2015 (art. 7º, § 1º).

O principal objetivo da reforma promovida pela Instrução CVM 567, de 2015, era alinhar a regulamentação brasileira às recomendações de organismos internacionais e diminuir as restrições às negociações. Vale transcrever o comunicado ao mercado divulgado pela CVM na data de lançamento do Edital de Audiência Pública SDM 11, de 2013:<sup>6</sup>

CVM coloca em audiência pública minutas de instrução que dispõem sobre negociação de ações de própria emissão por companhias abertas e aquisição de participações relevantes no capital social.

[...]

Com a presente reforma, a CVM pretende alinhar a regulamentação brasileira às recomendações de organismos internacionais, diminuindo o número de restrições à negociação de ações pela companhia e prevendo hipóteses em que a autorização deve se dar por meio da assembleia geral com o intuito de conferir maior influência aos acionistas.

[...]

A minuta incorpora o precedente que permite a possibilidade de utilização das demonstrações contábeis intermediárias ou as que integram os formulários de informações trimestrais na avaliação da companhia sobre sua capacidade de adquirir ações de emissão própria, exigindo, ainda, a análise dos administradores no sentido de que a companhia tem condições financeiras de realizar a operação sem prejuízo de seus compromissos com credores e do pagamento de dividendos obrigatórios.

A Instrução CVM 567, de 2015, atualizou o regime aplicável aos recursos disponíveis até 2015 em três aspectos. Em primeiro lugar, a relação de reservas consideradas indisponíveis e, portanto, inaptas para lastrear operações com ações de emissão própria, foi atualizada, em razão da introdução no Brasil do IFRS.<sup>7</sup>

Em segundo lugar, a Instrução CVM 567, de 2015, incorporando precedentes da CVM mencionados no comunicado ao mercado supratranscrito (PA RJ-2008-2535 e PA RJ-2008-4587), esclareceu que devem ser utilizadas, para fins de verificação da existência desses recursos disponíveis, as demonstrações contábeis mais recentes, que podem, inclusive, ser as intermediárias, e que o resultado em formação também pode lastrear as aquisições de ações próprias.

Por fim, a Instrução CVM 567, de 2015, incorporando padrões impostos pelos precedentes mencionados no parágrafo anterior, condiciona as operações de aquisição de ações a uma avaliação, pelos administradores, de que a companhia tem condições financeiras de realizar a operação sem prejuízo de seus compromissos com credores e do pagamento de dividendos obrigatórios.

Essas duas últimas inovações na apuração dos recursos disponíveis trazidas pela Instrução CVM 567, de 2015, são bastante importantes para a análise das controvérsias entre SEP e a Companhia no âmbito do processo de registro da OPA. Por isso, a próxima seção é dedicada a analisar os precedentes que deram origem ao art. 7º da Instrução CVM 567, de 2015.

### 3 A origem do art. 7º da Instrução CVM 567, de 2015

Os PA RJ-2008-2535 e PA RJ-2008-4587 foram os precedentes que deram origem a duas das inovações da Instrução CVM 567, de 2015, relativas aos recursos disponíveis.<sup>8</sup>

Esses precedentes, cujos votos condutores são bastante semelhantes, autorizaram, pela primeira vez, a utilização de valores do resultado em formação para negociação com ações próprias e, ao mesmo tempo, condicionaram a operação a uma avaliação diligente



e criteriosa dos administradores que decidem sobre a questão ou que propõem a deliberação à assembleia geral, a depender do caso.

a O objetivo da mudança interpretativa e o conceito de recursos disponíveis

O objetivo da mudança interpretativa introduzida pelos PA RJ-2008-2535 e PA RJ-2008-4587 era flexibilizar o conceito de recursos disponíveis, para aumentar a liberdade das companhias de adequar a sua estrutura de capital a diferentes cenários da economia. Em contrapartida, exigiu-se que os administradores da companhia que se utilizasse dessa prerrogativa enviassem maiores cuidados na avaliação da operação de compra de ações vis-à-vis os demais compromissos financeiros da empresa.

Embora não esteja explícito nos votos proferidos no âmbito dos dois processos, de um lado, esse objetivo se justificava porque a decisão de autorizar o uso do resultado em formação foi tomada em meio à crise de 2008, quando muitas companhias sofriam com a desvalorização acentuada de suas ações (decorrente da atuação de investidores estrangeiros que buscavam liquidez no mercado brasileiro, sem fundamento no desempenho específico dessas empresas) e estavam tentando promover programas de recompra tão amplos quanto a Lei 6.404, de 1976, pudesse permitir para defender o valor dessas ações.

De outro lado, a nova interpretação se justificava porque a leitura mais restritiva da lei não servia ao propósito de proteger os credores, objetivo declarado das limitações impostas pelo art. 30, § 1º, alínea b, da Lei 6.404, de 1976. Isso porque a capacidade de uma companhia honrar com suas obrigações não podia mais ser medida exclusivamente pelo capital social, reservas ou existência de lucros no exercício.

Ambos os processos foram relatados pelo então diretor Eli Loria, que ficou vencido em todos os aspectos discutidos. Outros diretores apresentaram votos. Mas a decisão final do Colegiado da CVM foi conduzida pelo voto do experiente Professor Eliseu Martins, que declarou:

A aquisição de ações próprias deve estar, no meu julgamento, cercada de exigências e restrições necessárias à preservação do capital social e da companhia e, também, à proteção aos credores, algumas das quais também aplicáveis à distribuição de dividendos.

Por conta disso, em tese, entendo como necessárias as seguintes condições mínimas:

[...]

2. Aquisição por meio de recursos adicionais ao capital social que estejam disponíveis para, discricionariamente, ser, no caso de reservas de capital, incorporadas ou não ao capital social; e, no caso de outras reservas e lucros, ser distribuíveis em dividendos. Rubricas indisponíveis para essa discricionariedade não devem poder ser passíveis de utilização para esse fim. Assim, devem ser consideradas indisponíveis as reservas de incorporação obrigatória ao capital (como a antiga de correção monetária do capital social), as de uso exclusivo para incorporação ao capital ou absorção de prejuízos como a reserva legal, as reservas para pagamentos de dividendos postergados, as reservas ou rubricas de valores financeiramente ainda não realizados, incluindo as reservas de reavaliação, e, obviamente, as rubricas que não representam reservas e que abrigam valores ainda a transitar pelo resultado, como o caso da conta de ajustes de avaliação patrimonial criada pela Lei 11.638/2007;

[...]

No caso específico de utilização de saldo da conta de lucro de resultado em andamento para servir como lastro de ações próprias, tenho a comentar:

1. Em primeiro lugar, considero que é legítima, dentro das condições à frente, a



utilização do lucro de exercício em andamento para servir de lastro a essas operações, já que isso é possível para pagamento de dividendos e também de gratificação aos administradores; não há por que, na minha opinião, ser cerceado o uso para a aquisição de ações próprias.

2. Considero também que a Lei das Sociedades por Ações não veda essa aquisição; a expressão contida na letra b do § 1º do art. 30 “desde que até o valor do saldo de lucros ou reservas, exceto a legal, e sem diminuição do capital social” não cita “lucros acumulados” e sim apenas “lucros”, num sentido mais amplo, que pode ser aplicado aos lucros de um exercício social em andamento. É excluída apenas a reserva legal que tem como objetivo exatamente um lastro adicional, mas exclusivamente para assegurar a integridade do capital social. Logo, parece-me ser legalmente viável a utilização do lucro de exercício em andamento para esse fim (destaques nossos, grifos no original).

Na ata que consubstanciou a decisão supra, foi determinado que a Superintendência de Desenvolvimento de Mercado realizasse estudos a fim de modificar a Instrução CVM 10, de 1980, e incorporar as inovações interpretativas:

Por fim, o Colegiado determinou que a Superintendência de Desenvolvimento de Mercado realizasse estudos a fim de alterar a Instrução 10/80 para prever essas prudentes ações e projeções recomendadas nos votos dos Diretores Marcos Pinto e Eliseu Martins expressamente na norma, orientando a Superintendência de Relações com Empresas a observar os parâmetros da presente decisão enquanto não houver a mencionada reforma.<sup>9</sup>

Dessa forma, essa autorização de utilização do resultado em formação foi transportada para regulação no comando consubstanciado pelo art. 7º, § 1º, inciso II, da Instrução CVM 567, de 2015. Vale transcrevê-lo:

Art. 7º A aquisição, por companhia aberta, de ações de sua emissão é vedada quando: [...]

IV – requerer a utilização de recursos superiores aos disponíveis.

§ 1º Para fins do disposto no inciso IV do caput, consideram-se recursos disponíveis:

I – todas as reservas de lucros ou capital, exceto as reservas:

- a) legal;
- b) de lucros a realizar;
- c) especial de dividendo obrigatório não distribuído; e
- d) incentivos fiscais; e

II – o resultado já realizado do exercício social em andamento, segregadas as destinações às reservas mencionadas no inciso I. (destaques nossos).

A leitura do voto em conjunto com o comando normativo que nele foi inspirado é especialmente importante porque a SEP, no item 12 do Relatório 81/2017-CVM/SEP/GEA-1, de 08.05.2017, desqualifica os precedentes trazidos pela Companhia com o argumento de que “nenhum dos três processos trata de uma aquisição de ações de própria emissão conforme alínea b) do § 1º do artigo 30 da Lei 6.404/1976 e a Instrução CVM 567/15.”<sup>10</sup>

Embora eu discorde de que os precedentes trazidos pela Companhia são irrelevantes – como veremos adiante, todos tratam de aspectos pertinentes à discussão, a saber natureza e destinação da conta de reserva de capital – o voto do Professor Eliseu Martins trata exatamente do objeto do art. 7º, § 1º, inciso II, da Instrução CVM 567, de 2015, ou melhor o art. 7º, § 1º, inciso II, da Instrução CVM 567, de 2015, traduz na regra



geral e abstrata aquilo que o Professor Eliseu Martins explicou de maneira objetiva em seu voto.<sup>11</sup>

E, nesse sentido, talvez um primeiro aspecto a ser notado é que as aquisições de ações podem ter como lastro quaisquer recursos adicionais ao capital social que estejam disponíveis para discricionariamente, ser, no caso de reservas de capital, incorporadas ou não ao capital social, e no caso, de outras reservas ou dos lucros, estejam disponíveis para distribuição de dividendos.

Em seguida, separadamente, o voto trata das razões pelas quais as companhias podem se utilizar do resultado em formação para o cumprimento do requisito legal imposto pelo art. 30, § 1º, alínea b, da Lei 6.404, de 1976 – há profunda análise jurídica sobre o tema no voto do então diretor Marcos Pinto – e das condições necessárias para que esse resultado em formação seja usado.

Os dois possíveis lastros não se misturam como sugere a SEP. O voto condutor não menciona a aplicação de qualquer conta redutora quando a companhia usa as reservas como lastro da aquisição de ações. E nem faria qualquer sentido que fosse assim, se o objetivo era flexibilizar a interpretação anterior.

Na verdade, o que a decisão faz é ler de maneira mais ampla a primeira parte da expressão contida no art. 30, § 1º, alínea b, da Lei 6.404, de 1976 (“o valor do saldo de lucros ou reservas”). Todos os votos proferidos tratam o saldo de lucros como um dos possíveis lastros e as reservas como outro lastro, que não se compensam. Havendo reservas, elas podem ser usadas independentemente de existir prejuízos no resultado em formação. Não havendo reservas, mas havendo lucros no exercício, respeitadas as devidas salvaguardas, é possível usar esse resultado em formação. Havendo os dois, lucros em formação e reservas, os dois poderão ser usados.

Acredito que nesse ponto valha comentar duas posições da SEP externadas no Relatório 81/2017-CVM/SEP/GEA-1. A primeira é de que não faria sentido “falar em alternatividade de opções, em reservas de lucro, reservas de capital ou resultado em formação”.<sup>12</sup> A SEP cita exemplos buscando fortalecer seu argumento.

O fato é que a SEP parece examinar essas diferentes contas contábeis não como lastro de uma operação, mas como se elas fossem os próprios recursos a serem usados nas operações de aquisição de ações. É como se a disponibilidade financeira somente existisse se as contas estivessem no positivo, de modo que o efetivo dessa conta poderia ser destinado a comprar ações. No entanto, essas contas nada mais são do que os possíveis lastros da aquisição e isso nada tem a ver com a disponibilidade de recursos.

Tanto é assim que, não apenas a Instrução CVM 10, de 1980, em seu art. 14, como também a Instrução CVM 567, de 2015, em seu art. 9º, preveem a solução para compra de ações sem lastro: “[a] companhia deve alienar ou cancelar ações mantidas em tesouraria sempre que constatar que foi excedido o saldo de recursos disponíveis, conforme apurado em suas últimas demonstrações contábeis divulgadas”. A Instrução segue estabelecendo o prazo de 6 meses a contar da divulgação para que a alienação ocorra. Se fosse uma questão de recursos não haveria necessidade de ajuste na quantidade de ações porque elas já estariam compradas.

Assim, obviamente, por se tratarem de lastros e não de disponibilidade financeira, quando essas contas são todas positivas, esses possíveis lastros se somam, mas quando um deles é negativo, e não existe a obrigação legal de compensá-lo com uma das contas positivas, como é o caso das reservas de capital, a conta negativa não reduz as positivas.

O segundo comentário da SEP que seria importante mencionar neste ponto é o de que a leitura de que os prejuízos acumulados fariam parte dos recursos disponíveis e funcionariam como uma conta redutora das reservas de capital teria “respaldo na Lei

6.404/1976, conforme o citado artigo 30, uma vez que a aquisição das próprias ações até o valor do saldo de lucros ou reservas (exceto a legal) não é proibido, nos termos de referida Lei".<sup>13</sup>

Para enfrentar esse argumento, é importante lembrar que antes da decisão conduzida pelo Professor Eliseu Martins e talvez até da Instrução CVM 567, de 2015, a CVM sempre entendeu que companhias que tinham prejuízo no decorrer de um determinado exercício poderiam usar, como lastro de aquisições de ações próprias, as reservas de capital e, até mesmo, as de lucro, desde que existissem saldos positivos de tais contas em seu balanço do final do exercício imediatamente anterior ao exercício em que as compras sejam realizadas. Passado o exercício, tendo ou não os prejuízos sido totalmente compensados com as reservas de lucros, não haveria óbice em usar a reserva de capital para aquisição de ações próprias.

Se esses são fatos verdadeiros, é difícil afirmar que o art. 30, § 1º, alínea b, da Lei 6.404, de 1976, dá respaldo à leitura que a SEP sugere, porque referido comando não foi modificado.

A interpretação que a SEP deseja dar ao art. 7º, § 1º, da Instrução CVM 567, de 2015, ao analisar o lastro da OPA proposta pela Companhia, é mais rigorosa que aquela que vigia antes da decisão de 2008 e certamente não se alinha com os objetivos da Instrução CVM 567, de 2015, expostos anteriormente.

#### b A capacidade de pagamento

A Instrução CVM 567, de 2015, inovou também ao condicionar operações de aquisição de ações a uma avaliação, pelos administradores, de que a companhia tem condições financeiras de realizar a operação proposta sem prejuízo de seus compromissos com credores e do pagamento de dividendos obrigatórios.

A CVM explicou a razão pela qual essa nova exigência foi criada no Edital de Audiência Pública SDM 11, de 2013:

[a] razão para essa exigência adicional é que a existência de tais lucros e reservas não se traduz necessariamente na capacidade da companhia de cumprir suas obrigações. A Nova 10 procura deixar claro que os administradores, quando cientes de que a recompra possa por em risco o cumprimento de obrigações previsíveis da companhia, não devem levar a efeito tal operação, ainda que haja lucros e reservas contábeis passíveis de utilização para esse fim<sup>14</sup> (destaques nossos).

A autarquia reconheceu que a capacidade de pagamento de uma companhia não pode ser medida pela existência de lucros no exercício ou reservas. As avançadas técnicas financeiras e as complexas operações de financiamento minimizam o poder informativo dessas contas, de maneira que só uma avaliação criteriosa e diligente da administração da companhia é capaz de fazer esse juízo.

Por isso, o art. 7º, § 5º, da Instrução CVM 567, de 2015, exigiu que os administradores, no exercício de seus deveres fiduciários, em especial o de diligência, previsto no art. 153 da Lei 6.404, de 1976, façam uma análise a respeito da compatibilidade da operação de aquisição de ações com a situação financeira da companhia. Vale transcrever o comando:

§ 5º Os administradores só podem aprovar a aquisição de ações ou, quando for o caso, propor sua aprovação pela assembleia geral, se tiverem tomado as diligências necessárias para se assegurar de que:

I – a situação financeira da companhia é compatível com a liquidação da aquisição em seu vencimento sem afetar o cumprimento das obrigações assumidas com credores nem o pagamento de dividendos obrigatórios, fixos ou mínimos; e



II – na hipótese da existência de recursos disponíveis ter sido verificada com base em demonstrações contábeis intermediárias ou refletidas nos ITR, não há fatos previsíveis capazes de ensejar alterações significativas no montante de tais recursos ao longo do período restante do exercício social (destaques nossos).

Essa obrigação adicional é muito relevante para o objeto deste parecer porque no Relatório 81/2017-CVM/SEP/GEA-1, de 08.05.2017, a área técnica destaca que não está determinando a obrigatoriedade da absorção de prejuízos acumulados pelas reservas de capital, ao contrário do que afirma a companhia no item 11 de sua resposta, nem ignorando a natureza da formação das referidas reservas, mas apenas cuidando para que a companhia tenha capacidade de realizar a operação, independente da existência ou não de prejuízos acumulados.<sup>15</sup>

Primeiro, novamente aqui parece haver uma confusão entre disponibilidade financeira e lastro. Mas, mais importante, conforme demonstrado supra, a CVM atribui a função de “cuidar para que a companhia tenha capacidade de realizar a operação” aos administradores da própria companhia que estão numa melhor posição que a CVM para fazer essa avaliação.

Se os administradores de uma companhia, de maneira informada e refletida, propuseram a operação cientes da obrigação legal de analisar a conveniência e pertinência da operação inclusive em relação à situação financeira da companhia e suas obrigações, não acredito que seja o papel da CVM duvidar dessa decisão sem indícios de que ela pode ter sido maculada por algum vício.

Obviamente, cabe à CVM analisar se a operação cumpre com os requisitos impostos pela Lei 6.404, de 1976, que continua a proteger a intangibilidade do capital social, ainda que essa não seja mais uma medida tão relevante para aferir a capacidade de pagamento de um credor. E, dessa forma, verificar se a companhia tem lastro em reservas, de lucros ou capital, ou em resultados em formação, não se computando os valores que devem ser destinados para reserva legal, de lucros a realizar, especial de dividendo obrigatório não distribuído e de incentivos fiscais.

Mas, os exercícios interpretativos para estender conceitos, estabelecer suposições sem apoio na doutrina, contrariar precedentes consolidados, com o intuito de “cuidar para que a companhia tenha capacidade de realizar a operação” são desnecessários porque avaliar a pertinência da operação diante do quadro geral de obrigações da companhia foi um papel dado à administração pela Lei 6.404, de 1976, no regime geral de deveres fiduciários, e explicitado pela CVM no art. 7º, § 5º, da Instrução CVM 567, de 2015.

#### 4 A natureza da reserva de capital

Nos termos do art. 182 da Lei 6.404, de 1976, são classificadas como reservas de capital as contas contábeis que registrem: (i) “a contribuição do subscritor de ações que ultrapassar o valor nominal e a parte do preço de emissão das ações sem valor nominal que ultrapassar a importância destinada à formação do capital social, inclusive nos casos de conversão em ações de debêntures ou partes beneficiárias”; e (ii) “o produto da alienação de partes beneficiárias e bônus de subscrição”.

As reservas são contas que representam a diferença entre o patrimônio líquido e o capital. As reservas de capital correspondem a valores recebidos dos acionistas ou de terceiros sem que tenha havido um aumento de capital. Elas não têm nenhuma característica de exigibilidade, caso contrário, não poderiam ser chamadas de reservas.<sup>16</sup>

Diferente de outras reservas que têm origem no resultado das companhias, as reservas de capital não provêm da atividade da empresa, pois não são originadas e constituídas com o lucro ou prejuízo da companhia, por isso, não estão limitadas ao montante do capital social como determina o art. 199 do mesmo diploma em relação às reservas de lucros.



A natureza da reserva de capital foi discutida no Processo Administrativo CVM 2003/2367, em que, em uma operação de resgate de ações, a SEP inicialmente concluiu pela ilegalidade da operação porque, entre outras razões, a companhia havia se valido da reserva especial de ágio na incorporação como lastro para o resgate. Vale transcrever alguns trechos do voto condutor proferido pelo diretor Luiz Antônio Sampaio Campos:

E é justamente pela razão de que a reserva de capital não decorre da atividade da companhia, que não está sujeita ao regime das demais reservas, que são formadas essencialmente por lucros, principalmente à regra mandatória que exige que as reservas decorrentes de lucros sejam compensadas com os prejuízos apurados pela companhia, nos termos do art. 189. Do mesmo modo, não está ela sujeita aos limites do art. 199 da Lei 6.404/1976.

Daí porque se pode dizer, com convicção e desassombro, que a reserva de capital não tem correlação direta nem com o capital social nem com os lucros ou prejuízos oriundos da atividade da companhia e por isso pode ser utilizada livremente dentre as hipóteses do art. 200, mesmo que haja prejuízos acumulados e que a companhia não ostente lucros. Como ela não deriva de lucros não está a eles vinculada e a prova mais eloquente disso é a previsão de sua utilização – sem prévia redução de capital inclusive – para pagamento de dividendo prioritário cumulativo, que pressupõe necessariamente a inexistência de lucros ou a insuficiência destes; seria ocioso prosseguir com explicações com tão fulgurante exemplo.

Evidentemente, se a companhia assim o desejar pode utilizar a reserva de capital tanto para aumentar o capital social como para absorver prejuízos, mas frise-se é faculdade e estamos no campo da liberdade e não da obrigatoriedade, como nas demais reservas (destaques nossos).

Da mesma forma, as reservas de capital têm destinação diferente daquelas formadas a partir dos lucros da companhia. Nos termos do art. 189, parágrafo único, da Lei 6.404, de 1976, “o prejuízo do exercício será obrigatoriamente absorvido pelos lucros acumulados, pelas reservas de lucros e pela reserva legal, nessa ordem”. Ou seja, os prejuízos gerados em um exercício são necessariamente absorvidos pelas reservas constituídas a partir do lucro.

Já a reserva de capital tem destinação peculiar disciplinada pelo art. 200 da Lei 6.404, de 1976, que passo a transcrever:

Art. 200. As reservas de capital somente poderão ser utilizadas para:

I – absorção de prejuízos que ultrapassarem os lucros acumulados e as reservas de lucros (artigo 189, parágrafo único);

II – resgate, reembolso ou compra de ações;

III – resgate de partes beneficiárias;

IV – incorporação ao capital social;

V – pagamento de dividendo a ações preferenciais, quando essa vantagem lhes for assegurada (artigo 17, § 5º) (destaques nossos).

Dessa forma, as reservas de capital podem ter qualquer das destinações previstas no art. 200 da Lei 6.404, de 1976. Não há uma ordem de preferência, exceto pelo pagamento de dividendos a ações preferenciais que se torna prioridade, quando tal prerrogativa estiver prevista em estatuto. Esses conceitos parecem pacíficos na doutrina<sup>17</sup> e já foram enfrentados pelo Colegiado da CVM por, pelo menos, 2 vezes.

Em resumo, havendo prejuízo em um exercício, esse prejuízo será obrigatoriamente absorvido pelas contas que constituem as reservas de lucros, nos termos do art. 189,



parágrafo único, da Lei 6.404, de 1976. Restando prejuízos a compensar, os acionistas decidirão se: (i) deve ser constituída uma conta de prejuízos acumulados, mantendo-se a conta de reserva de capital intacta; ou (ii) a conta de reserva de capital será usada para absorver os prejuízos remanescentes, na forma do art. 200, inciso I, da Lei 6.404, de 1976. Caso os acionistas escolham a opção (i), poderão dar à conta de reserva de capital qualquer outra destinação prevista no art. 200 da Lei 6.404, de 1976.

A destinação das reservas de capital foi explorada em detalhes nos Processos RJ-2004/4558, RJ-2004/4559, RJ-2004/4569 e RJ-2004/4583, que discutiam a utilização de prejuízos acumulados para redução de capital sem redução da reserva de capital, o Colegiado, conduzido pelo voto de Marcelo Trindade, afirmou que:

No que se refere ao inciso I do art. 200 – compensação de prejuízos – a norma em si não deixa claro se se trata de faculdade ou dever. No entanto, também aí é necessária prévia deliberação da assembleia, pois o art. 189, parágrafo único, da Lei 6.404/1976, determina como obrigatória apenas a compensação dos prejuízos do exercício com os lucros acumulados, as reservas de lucro (e não de capital) e a reserva legal (que é de lucros, e não de capital).

Assim, considerando que a compensação dos prejuízos com as reservas de capital não é obrigatória, dependendo de prévia deliberação assemblear, vê-se que o único caso de utilização obrigatória das reservas de capital previsto no art. 200 é o do inciso V (e mesmo assim porque, em verdade, a deliberação de pagamento do dividendo cumulativo ainda sem lucro foi tomada quando da inserção da respectiva norma no estatuto).

Por isto me parece que a norma do art. 189 é expressa e precisa, ao determinar que os prejuízos do exercício não sejam compensados com as reservas de capital, mas apenas, como diz o parágrafo único, com os “pelos lucros acumulados, pelas reservas de lucros e pela reserva legal, nessa ordem”.

Assim, [...] a utilização da reserva de capital na compensação de prejuízos acumulados não é obrigatória em tese, desde que haja legítimo interesse da companhia em não utilizá-la (destaques nossos).

Esses entendimentos foram reiterados no Processo RJ-2004/3487 julgado pouco depois do transcrito supra, em discussão a respeito de OPA voluntária de aquisição de ações na qual a reserva de capital seria utilizada para o resgate das ações remanescentes antes da compensação dos prejuízos acumulados:

Quanto à utilização da Reserva de Capital para efetuar o resgate de ações remanescentes no caso de realização de OPA sem absorção de prejuízos existentes, no caso de companhias com prejuízos acumulados, entendo que nada obsta o uso da reserva.

Na decisão do dia 21 de setembro de 2004, tomada por maioria (processos RJ-2004/4558, RJ-2004/4559, RJ-2004/4569 e RJ-2004/4583), sobre a utilização da reserva de capital para absorção de prejuízos acumulados o Colegiado manifestou o entendimento de que a utilização da reserva de capital na compensação de prejuízos acumulados não é obrigatória em tese, desde que haja legítimo interesse da companhia em não utilizá-la (destaques nossos).

Neste ponto entendo conveniente comentar mais um dos entendimentos externados pela SEP no Relatório 81/2017-CVM/SEP/GEA-1, de 08.05.2017. Argumenta a SEP:

30. Como a reserva legal tem por fim assegurar a integridade do capital social e somente poderá ser utilizada para compensar prejuízos ou aumentar o capital (§ 2º do mesmo artigo 193), é razoável supor que a Reserva de Capital também tem esse objetivo. Não fosse assim, poderia acontecer de, no limite, uma companhia zerar seu Capital Social e ao mesmo tempo apresentar saldo de Reserva de Capital.



31. Assim sendo, em que pese não haver expressa exigência legal de que a Reserva de Capital obrigatoriamente absorva prejuízos, mas considerando sua função de proteção ao capital social, nos casos de absorção de prejuízos acumulados com o capital social (conforme levantado pela companhia no item 22 de sua resposta) a companhia deveria fazê-lo somente após utilizar-se da Reserva de Capital existente (destaques nossos).

De um lado, a ponderação que a SEP faz a respeito do entendimento de que compensar as reservas de capital com prejuízos da companhia é sempre uma faculdade tornaria válida a possibilidade esdrúxula de o capital ser reduzido a zero sem que as reservas de capital fossem compensadas pelos prejuízos. A situação seria realmente estranha e indesejável.

De outro lado, a CVM já enfrentou essa questão em um dos precedentes citados e a resolveu por meio de outros dispositivos legais. Nos Processos RJ-2004/4558, RJ-2004/4559, RJ-2004/4569 e RJ-2004/4583, o voto condutor, embora reafirme o caráter facultativo da absorção dos prejuízos pela reserva de capital, recomenda que a SEP apurasse se a operação analisada estava sendo realizada no melhor interesse da companhia ou no interesse exclusivo de seu controlador para, em última instância, evitar que as ações preferenciais adquirissem direito de voto.

Vale transcrever a recomendação do voto do então presidente Marcelo Trindade quando recomenda apuração de responsabilidade:

Entretanto, destaco que, em razão das observações que farei ao final desta declaração de voto, acredito que se a SEP estiver convencida de que há indícios de que a redução de capital no caso em tela possa ter sido deliberada no interesse exclusivo do acionista controlador, e com prejuízo para o conjunto dos acionistas titulares de ações preferenciais, visando a impedir que adquirissem direito de voto por força do art. 111 da Lei 6.404/1976 – entendimento que, a julgar pelas afirmações da SEP na manifestação de entendimento, seria inteiramente razoável – deveria, no meu entender, providenciar a instauração de processo administrativo sancionador, para apuração dos fatos eventualmente remanescentes e eventual proposta de apenação pelo Colegiado.

E também quando reafirma a faculdade de absorção de reservas:

Nem se diga que a lei, como regra, equiparou as reservas de lucros e as reservas de capital. Como visto, a lei sempre as diferenciou, e apenas quando quis, expressamente equiparou-as. E a norma mais clara a respeito é a do art. 199 da Lei das S.A., que determina a capitalização compulsória das reservas de lucros (exceto para contingências e de lucros a realizar) quando alcançarem a soma do capital social, e no comando não inclui as reservas de capital. Exatamente por força da regra do art. 199, inúmeras companhias têm reservas de capital superiores ao capital social, o que revela que tal fato nada tem de extraordinário ou ilegal.

Pode haver diversas razões, contratuais, estatutárias, tributárias, ou de outra natureza do interesse da companhia, para reduzir-se o capital social sem reduzir-se a reserva de capital. Imagine-se uma companhia que se obrigou a pagar dividendos sobre o valor de uma determinada reserva de capital quando da emissão de ações com ágio, exclusivamente em favor dos acionistas que subscrevessem aquela classe de ações emitida. A redução do capital social não impactaria o dividendo, mas a da reserva sim, e portanto a companhia poderia deliberar preservar o valor do dividendo, reduzindo o capital social. (destaques nossos)

Em outras palavras, a solução para a situação esdrúxula descrita pela SEP não é transformar aquilo que a lei tratou como faculdade que pode não ser adotada com fundamentos bastante legítimos em uma obrigação, mas sim analisar se a conduta da administração e dos controladores, sob a luz dos deveres fiduciários consagrados na Lei 6.404, de 1976, foi adequada.



Para encerrar esta seção entendo que seja importante reavaliar a importância desses precedentes.

Embora nenhum deles trate de aquisição de ações sujeitas ao art. 30, § 1º, alínea b, da Lei 6.404, de 1976, dois deles cuidam do resgate de ações, sujeitos ao art. 30, § 1º, alínea a, e ao art. 44 da Lei 6.404, de 1976. A operação de resgate é uma aquisição de ações compulsória e o caput do art. 44 da Lei 6.404, de 1976, autoriza a realização de resgate ou amortizações aplicando "lucros ou reservas" – exigência similar à disciplinada pelo art. 30, § 1º, alínea b, da Lei 6.404, de 1976. Assim, há mais semelhanças que diferenças.

Aproximando ainda mais os precedentes ao caso da Companhia, um desses resgates é o de ações remanescentes em uma oferta pública de aquisição de ações sujeita aos ritos da Instrução CVM 361, de 2002, da mesma forma que a OPA aqui tratada, no qual foi decidido especificamente que a companhia poderia usar a reserva de capital para resgatar ações, sem antes compensar os prejuízos acumulados.

Dito isto, seria absolutamente incomum que a CVM ignorasse os entendimentos firmados nesses precedentes a respeito da natureza e destinação da reserva de capital porque a natureza desses institutos não varia de acordo com as operações para as quais elas estão sendo usadas como lastro.

## 5 Respostas aos quesitos

### a Quesito 1

"1. As reservas de capitais devem ser obrigatoriamente compensadas contra prejuízos acumulados, antes de qualquer outra destinação permitida na LSA?"

Não. O art. 200 da Lei 6.404, de 1976, permite que reserva de capital seja utilizada para um número taxativo de destinações sem estabelecer uma ordem de preferência entre elas, exceto pelo inciso V, que prevê o pagamento de dividendo a ações preferenciais, quando essa vantagem estiver prevista no estatuto.

Cabe aos acionistas decidirem quando e como utilizar as reservas de capital de acordo com o melhor interesse da companhia. Se os acionistas entendem que a melhor utilização da reserva de capital da Companhia é lastrear a operação de aquisição de ações próprias, por meio da OPA de fechamento de capital, nada na lei os obriga a compensar essas reservas com os prejuízos acumulados.

Os precedentes da CVM confirmam que acionistas, agindo no legítimo interesse da Companhia, podem deixar de compensar prejuízos acumulados com o saldo da reserva de capital e destiná-la a outras operações previstas no art. 200 da Lei 6.404, de 1976.

### b quesito 2

"2. Pode o banco utilizar as reservas de capital para a recompra de ações no âmbito da OPA para cancelamento de registro a ser lançada pelo próprio banco, mesmo com a existência de prejuízos acumulados em montante superior que as referidas reservas de capital?"

Sim. A reserva de capital pode ser usada como lastro da operação de recompra de ações independente da existência de prejuízos acumulados que superem o valor de referida reserva.

O art. 30, § 1º, alínea b, da Lei 6.404, de 1976, permite que a aquisição de ações próprias seja realizada até o limite do valor do "saldo de lucros ou reservas". Trata-se de contas alternativas que podem ser somadas, caso ambas sejam positivas, mas não devem funcionar como contas redutoras se uma for negativa, especialmente, se não existir obrigação legal de compensá-las, como é o caso das reservas de capital.



Essa era a leitura que a CVM fazia desta norma antes da vigência da Instrução CVM 567, de 2015, e os objetivos confessados pela autarquia no processo de discussão de referida Instrução e o histórico de precedentes que levou à reforma da Instrução CVM 10, de 1980 permitem inferir que a CVM não tinha a intenção de alterar essa interpretação.

O que ocorreu foi uma flexibilização para permitir que o saldo de lucros mencionado no artigo seja aquele em construção, do exercício corrente. Não se quis com a reforma tornar o resultado negativo um redutor das reservas para efeito de calcular o lastro (recursos disponíveis) das operações de recompra.

É o que me parece.

Luciana Dias

Nota da parecerista

Em reunião realizada em 06.06.2017, o Colegiado da CVM decidiu dar provimento ao recurso da Companhia contra a decisão da SEP, conforme decisão proferida no Processo Administrativo CVM SEI 19957.003175/2017-54.<sup>18</sup> Na ocasião, o então presidente Leonardo P. Gomes Pereira manifestou o seu entendimento de que:

mesmo diante da existência de prejuízos acumulados, a Companhia pode decidir utilizar a sua reserva de capital para adquirir ações de própria emissão no âmbito da OPA, nos termos propostos neste Processo, resguardadas as responsabilidades da administração previstas na Lei 6.404 e Instrução 567.

Para chegar a essa conclusão, o presidente, cuja manifestação de voto foi acompanhada pela maioria dos diretores da autarquia, se baseou, em grande medida, em fundamentos similares aos apresentados neste parecer.

---

1 Ambos os trechos retirados do Ofício 116/2017/CVM/SRE/GER-1.

2 Cf. International Organization Of Securities Commissions – IOSCO. Report On Stock Repurchase Programs, 2004. Disponível em: [<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD161.pdf>]. Para um aprofundamento de questões que podem repercutir nos interesses dos credores em operações de recompra de ações, confira-se ainda “From the standpoint of creditors, corporate distributions to repurchase shares present the same hazard as dividends” (GEVURTZ, Franklin A. Corporation Law. St. Paul: West Group, 2000. p. 173).

3 Uma apresentação detalhada das repercussões que a implementação de um programa de recompra de ações pode causar nos interesses dos acionistas, incluindo, mas não se limitando a casos de (i) manipulação de preços; (ii) ausência de tratamento igualitário entre acionistas e criação de condições não equitativas, (iii) freeze-out e (iv) utilização de informação privilegiada pelos administradores, pode ser encontrada em GEVURTZ, Franklin A. Corporation Law. St. Paul: West Group, 2000. p. 168-173.

4 § 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.

5 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;

6 Comunicado ao mercado emitido pela CVM em 30.10.2013. Disponível em: [http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2013/20131030-2.html].

7 Conferir incisos do art. 7º da Instrução CVM 10, de 1980 vis-à-vis alíneas do art. 7º, § 1º, inciso I, da Instrução CVM 567, de 2015.

8 Essa fundamentação é expressamente mencionada no Edital de Audiência Pública SDM 11, de 2013. Disponível em: [http://www.cvm.gov.br/audiencias\_publicas/ap\_sdm/2013/sdm1113.html].

9 Disponível em: [http://www.cvm.gov.br/decisoes/2008/20081125\_R1/20081125\_D01.html].

10 Item 12 do Relatório 81/2017-CVM/SEP/GEA-1.

11 Edital de Audiência Pública SDM 11, de 2013. Disponível em: [http://www.cvm.gov.br/audiencias\_publicas/ap\_sdm/2013/sdm1113.html]. Vale citar: “[n]esse ponto, trata-se de mera incorporação à regra de interpretação que o colegiado já havia externado ao julgar os Processos no RJ-2008-2535 e RJ-2008-4587”.

12 Item 23 do Relatório 81/2017-CVM/SEP/GEA-1.

13 Item 17 do Relatório 81/2017-CVM/SEP/GEA-1.

14 Edital de Audiência Pública SDM 11, de 2013. Disponível em: [http://www.cvm.gov.br/audiencias\_publicas/ap\_sdm/2013/sdm1113.html].

15 Item 19 do Relatório 81/2017-CVM/SEP/GEA-1.

16 IUDÍCIBUS, Sérgio de; MARTINS, Eliseu; GELBCKE, Ernesto Rubens. Manual de Contabilidade das Sociedades por Ações: Aplicável às demais Sociedades/FIPECAFI. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2006. p. 292 e ss.

17 Ver: CARVALHOSA, Modesto. Comentários a Lei de Sociedades Anônimas. 5. ed. São Paulo: Saraiva. v. 3. p. 924.

18 Disponível em: [http://www.cvm.gov.br/decisoes/2017/20170606\_R1/20170606\_D0676.html].