

Insper

**Insper Instituto de Ensino e Pesquisa
LLM em Direito Societário**

Graciele Silva Lima Vasques

**Ações Resgatáveis: utilização para a simplificação das
operações de *Project Finance*.**

**São Paulo
2015**

**Ações Resgatáveis: utilização para a simplificação das
operações de *Project Finance***

Monografia apresentada ao Programa de LLM em Direito Societário do Insper Instituto de Ensino e Pesquisa, como parte dos requisitos para a obtenção do título de pós *lato sensu* em Direito.

Área de concentração: Direito Societário
Orientadora: Natália Parmigiani Merluzzi

São Paulo

2015

Vasques, Graciele Silva Lima

Ações Resgatáveis: utilização para a simplificação das operações de Project Finance/
Graciele Silva Lima Vasques; São Paulo.

Monografia (Pós-graduação *lato sensu* em direito DIREITO SOCIETÁRIO – LLM) - Insper, 2015

Orientadora: Natália Parmigiani Merluzzi

1. Ações Resgatáveis.
2. Project Finance
3. Resgate de Ações.
4. Financiamento de Projeto.

Graciele Silva Lima Vasques

**Ações Resgatáveis: utilização para a simplificação
das operações de *Project Finance***

Monografia apresentada ao Programa de LLM em Direito Societário do Insper - Instituto de Ensino e Pesquisa, como parte dos requisitos para a obtenção do título de pós *lato sensu* em Direito.

Área de concentração: Direito Societário
Orientador: Natália Parmigiani Merluzzi

DATA DE APROVAÇÃO: __/__/__

AVALIADOR(A): _____

RESUMO

VASQUES, Graciele Silva Lima. **Ações Resgatáveis: utilização para a simplificação das operações de *Project Finance***. Monografia (Pós-graduação *Lato Sensu* em Direito Societário – LLM) Insper - Instituto de Ensino e Pesquisa, São Paulo, 2015.

O presente trabalho, tem por finalidade, analisar os artigos 44 e 200 da LSA, em todos os seus aspectos societários relevantes, para demonstrarmos como o resgate de ações e a reserva de capital podem ser utilizadas para a simplificação das operações de financiamento de uma sociedade, em especial, na modalidade de *Project Finance*.

Palavras chave: Ações Resgatáveis; *Project Finance*; resgate de ações; Financiamento de Projeto.

ABSTRACT

VASQUES, Graciele Silva Lima. **Redeemable shares: use to simplify *Project Finance transactions***. Article (Post graduate studies *Lato Sensu* in Corporate Law – LLM) – Insper - Instituto de Ensino e Pesquisa, São Paulo, 2015.

This essay aims to analyze articles 44 and 200 of the Corporation Law (Lei 6.405/76), in all corporate material aspects, to demonstrate how the redeemable shares and capital reserves can be used to simplify the financing operations of a company, especially a Project Finance transaction.

Keywords: Redeemable shares; *Project Finance*; redemption of shares; Project Financing.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

QUADRO 1 – Fluxograma do resgate de ações..... P 15.

LISTA DE TABELAS

TABELA 1 - Benefícios da estrutura de *Project Finance*, com a utilização do resgate de ações..... P 44.

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

| | |
|-------|--|
| ANEEL | Agência Nacional de Energia Elétrica |
| BNDES | Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social |
| CVM | Comissão de Valores Mobiliários |
| LSA | Lei das Sociedades Anônimas – Lei nº 6.404 de 1976, conforme alterada. |
| SPE | Sociedade de Propósito Específico |

SUMÁRIO

1. Introdução

2. Da Estrutura Sugerida

3. Do resgate de ações

- 3.1. O que é o resgate de ações e a sua previsão em lei
- 3.2. Evolução histórica
- 3.3. Finalidades do resgate de ações até então conhecidas
- 3.4. As diferenças entre o resgate de ações, amortização e reembolso
- 3.5. Autorizações para o resgate de ações
- 3.6. Reserva de capital e o valor do resgate

4. *Project Finance*

- 4.1. Noção preliminar e descrição de uma operação de financiamento de projetos
- 4.2. Benefícios do resgate de ações em operações de *Project Finance*

5. Tendências para a utilização do resgate de ações em operações de *Project Finance* e para outras formas de captação de recursos

6. Conclusão

7. Referências Bibliográfica

1. Introdução

A possibilidade de uma companhia emitir ações resgatáveis está expressamente prevista na LSA, em seu artigo 44 que, ao tratar sobre o tema, estabelece que o estatuto social ou a assembleia geral da companhia pode autorizar o resgate e suas condições.

O resgate acionário consiste na operação pela qual a companhia paga ao acionista o valor de suas ações, para retirá-las definitivamente de circulação, com redução ou não do capital social, conforme disposto no § 1º do artigo 44 da LSA.¹

São conhecidas diversas finalidades para o resgate de ações, como, por exemplo: permitir à companhia eliminar determinada classe de ações que detenha condições privilegiadas em demasia; capitalizar a companhia, atraindo novos investidores, por meio da emissão de ações que concedam ao acionista a opção de ter suas ações resgatadas; ou criar classe distinta de ações que teriam por finalidade serem subscritas por alto executivo, podendo ser resgatadas pela companhia, quando o executivo dela se desligar.²

Nesse sentido, propomo-nos, neste trabalho, a analisar os artigos 44 e 200 da LSA, em todos os seus aspectos societários relevantes, para demonstrarmos como o resgate de ações pode ser utilizado para uma finalidade distinta daquelas descritas acima, como, por exemplo, para a simplificação de uma operação de financiamento ou de *Project Finance*.³

¹ EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**: Arts. 1º a 120. São Paulo: Quartier Latin, 2011. 1 v. P. 284.

² FLAKS, Luis Loria. **Aspectos Societários do Resgate de Ações**. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo, v.123, p. 120-142, jul-set, 2001.

³ “Dutra says the new structure will be a more efficient means for companies that own assets such as multiple wind farms to obtain financing by grouping them all together in the same holding company. As the new structure enables the holding company to act as a single debtor, banks need only finance one project with a single loan agreement, reducing the number of guarantees and pledges they need to develop.” **BM&A STEERS NEW PROJECT FINANCE REPAYMENT STRUCTURE FOR**

Neste trabalho, também nos propomos a analisar o caso concreto de uma companhia aberta, patrocinadora⁴ de projetos em infraestrutura, que desenvolveu uma operação de *Project Finance* baseada no resgate de ações previsto no artigo 44 da LSA e na reserva de capital prevista no artigo 200 da LSA, operação à qual nos referiremos ao longo do trabalho, como “Estrutura Sugerida”.

Apresentaremos brevemente o conceito de uma operação de *Project Finance* e abordaremos uma das questões básicas com que o administrador financeiro de uma sociedade deve se preocupar: como a empresa obtém e administra o financiamento de longo prazo de que precisa, para sustentar seus investimentos de longo prazo?

Como veremos, geralmente, em empreendimentos de infraestrutura, a patrocinadora não tem capacidade para assumir integralmente os investimentos necessários e pode não estar disposta a assumir sozinha o risco do eventual insucesso do empreendimento, A fim de acomodar essa preocupação, desenvolveu-se a técnica do financiamento de projetos ou *Project Finance*.

Ao discorrermos sobre a limitação de responsabilidade em operações de *Project Finance*, notaremos que é muito comum os patrocinadores de grandes empreendimentos utilizarem-se de SPEs, a fim de delimitarem o objeto do empreendimento, buscando, assim, isolar o risco de um determinado empreendimento.

RENOVA. [s. L.], 24 jun. 2014. Disponível em: <<http://latinlawyer.com/news/article/46858/bm-a-steers-new-project-finance-repayment-structure-renova>>. Acesso em: 12 jul. 2014.

⁴ “Patrocinador ou *sponsor* é o vocábulo utilizado para designar uma sociedade ou sociedades que tomam a iniciativa de implementar uma operação de financiamento de projetos, reunindo em torno do empreendimento os demais participantes, como os agentes financiadores, fornecedores de matéria prima e compradores do produto final”. ENEI, José Virgílio Lopes. *Project finance: financiamento com foco em empreendimentos (Parcerias Público-Privadas, Leveraged, Buy-outs e outras figuras afins)*. São Paulo. Saraiva, 2007. p. 27-28.

Portanto, analisaremos, no presente trabalho, o artigo 44 da LSA, em todos os seus aspectos societários relevantes, desde a evolução legislativa, suas finalidades até então conhecidas, as diferenças entre o resgate de ações, amortização e reembolso, as aprovações necessárias para esse tipo de operação e a possibilidade da utilização dos recursos da reserva de capital prevista no artigo 200 da LSA. Esclarecemos como se dá o funcionamento do resgate de ações para a Estrutura Sugerida, o que é uma operação de *Project Finance*, como o resgate pode ser utilizado como instrumento para simplificação na estruturação de financiamentos e a possibilidade de replicarmos o modelo para outras companhias e setores.

Não analisamos as questões de natureza contábil, tributária e fiscal.

2. Da Estrutura Sugerida

Analizamos o caso concreto de uma companhia aberta, patrocinadora de projetos em infraestrutura, que desenvolveu uma operação de *Project Finance* baseada no resgate de ações previsto no artigo 44 da LSA e na reserva de capital prevista no artigo 200 da LSA.

Como já mencionamos no capítulo de introdução, geralmente, em empreendimentos de infraestrutura, a patrocinadora não tem capacidade para assumir integralmente os investimentos necessários para o desenvolvimento de um empreendimento e, a fim de mitigar o eventual risco do insucesso, pode optar por um financiamento na modalidade de *Project Finance*.

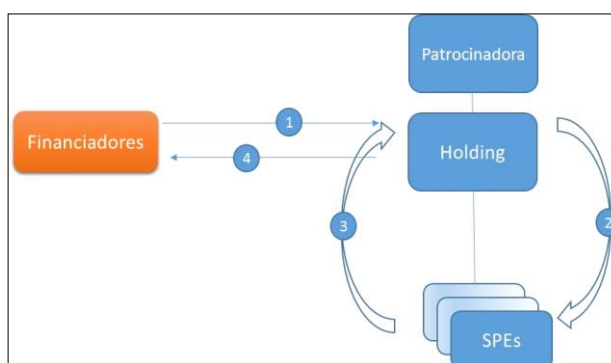
Na Estrutura Sugerida, para segregação do risco do negócio, a patrocinadora opta por constituir uma Holding, que opera exclusivamente como detentora das participações societárias nas SPEs, e essa Holding obtém os recursos financeiros necessários ao desenvolvimento do empreendimento, por meio de dívidas obtidas junto aos bancos de fomento e/ou outras instituições financeiras, ou, ainda, por meio da emissão de debêntures.

A medida que as SPEs necessitam dos recursos financeiros para o desenvolvimento dos seus empreendimentos, a Holding transfere, por meio de aportes de capital, os recursos obtidos para as SPEs. Os aportes de capital são precedidos por uma assembleia geral extraordinária e são realizados com base nas autorizações contidas no artigo 14, parágrafo único, e artigo 182, §1º, “a”, da LSA, alocando, em reserva de capital, parte do preço de emissão que ultrapassa a importância destinada à formação do capital social.

Concluída a construção do empreendimento e, desde que já estejam recebendo as receitas decorrentes da sua atividade, as SPEs transferem para a

Holding os recursos necessários à amortização das dívidas captadas por esta; e é nesta etapa que o resgate de ações, previsto no artigo 44 da LSA, é utilizado. São realizadas assembleias gerais extraordinárias das SPEs, autorizando o resgate e as suas condições; ocorrendo o cancelamento das ações resgatadas e um débito à conta de reserva de capital, conforme autoriza o artigo 200 da LSA. Em contrapartida, há um crédito à rubrica de caixa, de modo que a Holding receba o valor correspondente às ações que foram resgatadas, em um montante suficiente para amortização das dívidas. Apresentamos no Quadro 1 abaixo um fluxograma de como se dá a operação.

QUADRO 1 – Fluxograma do resgate de ações:



Fonte: produção própria.

Legenda:

- 1: Os financiadores concedem recursos para a Holding.
- 2: A Holding transfere os recursos recebidos dos financiadores para as SPEs, por meio de aumentos de capital.
- 3: As ações das SPEs são resgatadas em montante suficiente para honrar as dívidas com os financiadores da Holding.
- 4: A Holding paga seus financiadores.

3. Do resgate de ações

3.1. O que é o resgate de ações e a sua previsão em lei

Etimologicamente, resgatar (de *re* = novamente; *ex* = de fora; e *captare* = agarrar, tomar) significa recuperar, retomar, remir ou liberar.⁵

A possibilidade de uma companhia resgatar suas ações está expressamente prevista na LSA, em seu artigo 44, que, ao tratar sobre o tema, estabelece que o estatuto social da companhia ou a assembleia geral de acionistas pode prever o resgate e suas condições.⁶

Para Eizirik (2011), o resgate de ações consiste na operação pela qual a companhia paga ao acionista o valor de suas ações, retirando-as definitivamente de circulação, constituindo, assim, em modo de extinção da ação.⁷

Para Martins (2010), consiste o resgate em operação que tem por fim retirar ações de circulação, diminuindo, deste modo, o número de acionistas.⁸

⁵ EIZIRIK, Nelson. **Aspectos Modernos do Direito Societário**. Rio de Janeiro: Renovar, 1992. P. 98.

⁶ BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, conforme alterada – **Lei das Sociedades Anônimas** (1976). Brasília, DF, 1976: “Art. 44.: O estatuto ou a assembleia geral extraordinária pode autorizar a aplicação de lucros ou reservas no resgate ou na amortização de ações, determinando as condições e o modo de proceder-se à operação.

§ 1º O resgate consiste no pagamento do valor das ações para retirá-las definitivamente de circulação, com redução ou não do capital social, mantido o mesmo capital, será atribuído, quando for o caso, novo valor nominal às ações remanescentes.

(...)

§ 4º O resgate e a amortização que não abrangerem a totalidade das ações de uma mesma classe serão feitos mediante sorteio; sorteadas ações custodiadas nos termos do artigo 41, a instituição financeira especificará, mediante rateio, as resgatadas ou amortizadas, se outra forma não estiver prevista no contrato de custódia.

(...)

§ 6º Salvo disposição em contrário do estatuto social, o resgate de ações de uma ou mais classes só será efetuado se, em assembleia especial convocada para deliberar essa matéria específica, for aprovado por acionistas que representem, no mínimo, a metade das ações da(s) classe(s) atingida(s). (Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001).”

⁷ EIZIRIK. op. cit., p. 281.

⁸ MARTINS, Fran. **Comentários à Lei das Sociedades Anônimas: Artigo por Artigo**. 4. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2010. Revista e atualizada. P. 165

Entendemos que, embora a definição de Martins não esteja equivocada, pois de fato diminui-se o número de acionistas, se estes forem titulares apenas da classe das ações resgatadas, o mais correto seria dizermos que, com o resgate, diminui-se ou extingue-se o número das ações daquela classe resgatada, tendo em vista que as ações resgatadas serão obrigatoriamente canceladas.

Por exemplo, na Estrutura Sugerida, a Holding é a única acionista das SPEs, portanto, no momento em que as SPEs procedem com os resgates, a Holding não deixa de ser acionista da SPEs, apenas há uma diminuição do número das ações de sua titularidade.

Em relação à espécie de ações que podem ser resgatadas, embora sejam mais comuns relatos sobre o resgate de ações preferenciais, a realização do resgate de ações ordinárias é perfeitamente admitida, tanto pela doutrina, quanto pela própria lei, tendo em vista que o artigo 16 do Decreto-Lei nº 2.627, de 1940⁹, regulou de forma genérica o resgate, passando-se a entender, a partir de então, que as ações ordinárias também podem ser resgatadas.¹⁰

Para Eizirik (1992): “Sempre se entendeu, entre nós, que é plenamente válido o resgate de ações ordinárias, tanto no regime do D.L. nº 2.627/40 como no regime legal vigente.”¹¹

⁹ BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, conforme alterada – **Lei das Sociedades Anônimas** (1976). Brasília, DF, 1976: “Art. 16. O resgate consiste no pagamento do valor das ações, para retirá-las definitivamente da circulação. *Parágrafo único.* O resgate somente pode ser efetuado por meio de fundos disponíveis e mediante sorteio, devendo ser autorizado pelos estatutos, ou pela assembleia geral, em reunião extraordinária, que fixará as condições, o modo de proceder-se à operação, e, se mantido o mesmo capital, o número de ações em que se dividirá e o valor nominal respectivo.

¹⁰ FLAKS, Luis Loria. **Aspectos Societários do Resgate de Ações**. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo, v.123, p. 120-142, jul-set, 2001.

¹¹ EIZIRIK, Nelson. **Aspectos Modernos do Direito Societário**. Rio de Janeiro: Renovar, 1992. P. 107.

Na Estrutura Sugerida, as SPEs optam por emitir ações resgatáveis de uma única classe, ordinárias, nominativas e sem valor nominal.

Conforme mencionado no capítulo de introdução, o resgate acionário pode ser realizado com redução ou não do capital social, conforme disposto no § 1º do artigo 44 da LSA.

Na hipótese do resgate de ações sem redução de capital social, a companhia efetua o pagamento do valor do resgate mediante a utilização da reserva de capital prevista no artigo 200 da LSA, sendo necessária a atribuição de novo valor nominal às ações remanescentes.¹²

A atribuição de um novo valor nominal às ações remanescentes nem sempre será necessária. Caso as ações sejam emitidas sem valor nominal, não há necessidade de realizar qualquer alteração no valor nominal das ações remanescentes.

Permite a LSA, também, que o resgate de ações seja feito mediante uma redução no capital social da sociedade.¹³ A doutrina, no entanto, diverge muito quanto a essa possibilidade, dado que o próprio dispositivo legal que rege a matéria restringe o resgate à utilização de “fundos disponíveis” ou “lucros ou reservas” e “desde que mantido o mesmo capital social”. Há entendimento de que a previsão do resgate com redução de capital e, conseqüentemente, a não alteração do valor nominal, foi introduzida pelo legislador visando facilitar o procedimento do resgate de ações ao portador, de modo que as ações que não viessem a ser resgatadas não precisassem ser substituídas. Dado que hoje em dia não existem mais ações ao

¹² STUBER, Walter Douglas. **O lançamento de ações resgatáveis como modalidade de captação de recursos**. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo, v.65, p. 82-83, jan-mar, 1987

¹³ BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, conforme alterada – **Lei das Sociedades Anônimas** (1976). Brasília, DF, 1976: “Art. 44 (...) § 1º O resgate consiste no pagamento do valor das ações para retirá-las definitivamente de circulação, com redução ou não do capital social, mantido o mesmo capital, será atribuído, quando for o caso, novo valor nominal às ações remanescentes.” (grifo nosso)

portador, e a maioria das companhias não se utiliza mais de ações com valor nominal, o motivo que teria levado o legislador a prever que tal redação não tem mais embasamento.¹⁴

Para Eizirik (2011): “Tendo em vista a previsão expressa do §1º, não há como se negar a possibilidade de a companhia, não possuindo lucros ou reservas, efetuar o resgate com fundamento em recursos que compõem o capital social”.¹⁵

Caso a companhia opte por resgatar as ações, utilizando recursos da conta de capital social, deverá observar os procedimentos estabelecidos nos artigos 173 e 174 da LSA, além de observar eventuais limitações em contratos celebrados com credores, bem como a eventual necessidade de solicitar anuência prévia de algum regulador, a exemplo do que acontece para as empresas autorizadas a gerar energia, as quais são obrigadas a solicitar anuência prévia da ANEEL, para procederem com qualquer redução de capital.

O *caput* do artigo 44 da LSA dispõe que o estatuto social da companhia ou a assembleia geral extraordinária pode “autorizar a aplicação de lucros ou reservas no resgate ou na amortização de ações, determinando-se as condições e o modo de proceder-se a operação”.¹⁶ Destacamos que as autorizações para o resgate de ações são tratadas em capítulo 3.5 do presente trabalho.

O Decreto-Lei nº 2.627, de 1940, determinava que o resgate somente poderia ser efetuado por meio de fundos disponíveis.¹⁷ A LSA atual, no entanto, faculta ao

¹⁴ FLAKS, Luis Loria. **Aspectos Societários do Resgate de Ações**. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo, v.123, p. 120-142, jul-set, 2001.

¹⁵ EIZIRIK op. cit., p. 281.

¹⁶ MARTINS, Fran. **Comentários à Lei das Sociedades Anônimas**: Artigo por Artigo. 4ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2010. Revista e atualizada. P. 165.

¹⁷ BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, conforme alterada – **Lei das Sociedades Anônimas** (1976). Brasília, DF, 1976: Art. 16 (...) *Parágrafo único*. *O resgate somente pode ser efetuado por meio de fundos disponíveis e mediante sorteio, devendo ser autorizado pelos estatutos, ou pela assembleia geral, em reunião extraordinária, que fixará as condições, o modo de proceder-se à operação, e, se mantido o mesmo capital, o número de ações em que se dividirá e o valor nominal respectivo. (grifo nosso).*

estatuto ou à assembleia, a utilização de lucros ou reservas.¹⁸ A destinação dos recursos à reserva de capital e a utilização da referida reserva são tratadas no capítulo 3.6.

Do ponto de vista da companhia, o resgate pode ser voluntário ou compulsório. O resgate voluntário é aquele que ocorre por decisão da assembleia geral de acionistas ou por previsão estatutária, e ao qual toda e qualquer ação da companhia se encontra sujeita. Já o resgate compulsório é aquele previsto desde a emissão da ação. Nessa hipótese, a companhia se obriga a resgatar uma determinada classe de ações, as ações resgatáveis, criadas com essa finalidade. No resgate compulsório, este é compulsório para a companhia, porém facultativo para o acionista.¹⁹

Para a Estrutura Sugerida, é adotado o modelo do resgate voluntário. Cada SPE aprova, em sua assembleia geral, a possibilidade do resgate de suas ações ordinárias, limitadas ao teto estabelecido por meio de um plano de resgate de ações, também aprovado pela assembleia geral. Detalhamos melhor o plano de resgate de ações e a deliberações assembleares no capítulo 3.5.

O resgate (*redemption*, no direito norte-americano; *rachat*, no direito francês) trata-se de exceção à vedação legal genérica da negociação, pela companhia, com ações de sua própria emissão, conforme disposto pelo §1º, “a”, do artigo 30, da LSA. Podemos destacar que não é à toa que o legislador optou por vedar a negociação da companhia com as próprias ações. Essa vedação visa proteger o princípio da imutabilidade do capital social, e, ainda, os interesses dos acionistas minoritários, que poderiam ter o preço de suas ações manipulado.²⁰

¹⁸ BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, conforme alterada – **Lei das Sociedades Anônimas** (1976). Brasília, DF, 1976: “Art. 44. O estatuto ou a assembleia geral extraordinária pode autorizar a aplicação de lucros ou reservas no resgate ou na amortização de ações, determinando as condições e o modo de proceder-se à operação.” (grifo nosso).

¹⁹ EIZIRIK. op. cit., p. 283.

²⁰ FLAKS, Luis Loria. **Aspectos Societários do Resgate de Ações**. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo, v.123, p. 120-142, jul-set, 2001.

3.2. Evolução histórica

O resgate de ações surgiu no ordenamento jurídico brasileiro, pela primeira vez, quando da promulgação do Decreto 21.536, de 15 de junho de 1932, o qual regulou a criação de ações preferenciais e a possibilidade de resgatá-las.²¹

A previsão do resgate de ações foi reproduzida por meio do artigo 16 do Decreto-Lei nº 2.627, de 1940²², o qual regulou de forma genérica o resgate, passando-se a entender, a partir de então, que as ações ordinárias também poderiam ser resgatadas.²³

A Lei 6.406, de 1976, manteve a mesma sistemática do diploma de 1940, de forma que, uma vez determinado o resgate, fosse por meio do estatuto ou da deliberação da assembleia geral da companhia, não poderia o acionista, individualmente, negar-se aos seus efeitos, cabendo apenas eventual questionamento acerca dos critérios utilizados para determinar o valor do resgate.²⁴

De acordo com a redação original do art. 44, Lei 6.406, de 1976, o resgate independia da vontade do acionista, sendo este compelido a obedecer à determinação estatutária que autorizava a administração da companhia a proceder

²¹ BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, conforme alterada – **Lei das Sociedades Anônimas** (1976). Brasília, DF, 1976: “Art. 5º. Os estatutos das sociedades anônimas que se constituírem com parte do capital representado por ações preferenciais, declararão as vantagens e preferências atribuídas a cada uma das classes dessas ações e as restrições a que ficarem sujeitas. Poderão também autorizar o resgate ou amortização de ações preferenciais e a conversão de ações de uma classe em ações de outra ou em ações comuns e vice-versa, fixando as respectivas condições.”

²² BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, conforme alterada – **Lei das Sociedades Anônimas** (1976). Brasília, DF, 1976: “Art. 16. O resgate consiste no pagamento do valor das ações, para retirá-las definitivamente da circulação. *Parágrafo único.* O resgate somente pode ser efetuado por meio de fundos disponíveis e mediante sorteio, devendo ser autorizado pelos estatutos, ou pela assembleia geral, em reunião extraordinária, que fixará as condições, o modo de proceder-se à operação, e, se mantido o mesmo capital, o número de ações em que se dividirá e o valor nominal respectivo.”

²³ FLAKS, Luis Loria. **Aspectos Societários do Resgate de Ações**. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo, v.123, p. 120-142, jul-set, 2001.

²⁴ CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas: Arts. 1º a 74**. 4ª ed. São Paulo: Saraiva, 2002. 1 v. P. 412.

com o resgate; na ausência da previsão no estatuto social, condicionado à deliberação soberana da assembleia geral.²⁵

Com o advento da Lei 10.303, de 2001, a qual alterou a Lei 6.406, de 1976, houve a introdução do § 6º ao artigo 44, alterando a natureza do direito ao resgate. Salvo previsão estatutária, para que a companhia possa efetuar o resgate, haveria a necessidade de aprovação de, no mínimo, 50% (cinquenta por cento) dos acionistas titulares das ações atingidas, formando-se uma comunhão de interesses dos acionistas titulares da classe atingida pelo resgate.²⁶

O novo § 6º elimina o poder potestativo estatutário ou soberano da assembleia, existente na vigência do dispositivo do art. 44 da Lei 6.406, de 1976.

²⁵ CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. **A nova lei das sociedades anônimas**. São Paulo: Saraiva, 2002. P. 136

²⁶ CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas: Arts. 1º a 74**. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 2002. 1 v. P. 412

3.3. Finalidades do resgate de ações até então conhecidas

Em algum momento da vida social de uma companhia, sua administração pode optar por capitalizá-la por meio da emissão de novas ações e, para atrair novos investidores, pode oferecer dividendos extremamente vantajosos. No entanto, em um momento posterior, o pagamento desses dividendos em condições tão vantajosas pode tornar-se insustentável. Nesse caso, o resgate de ações pode ser utilizado como um recurso que visa permitir à companhia eliminar determinadas classes de ações que detenham excessivos privilégios e que, em algum momento, possam vir a trazer algum tipo de prejuízo à companhia.²⁷

O resgate de ações pode ser utilizado, tanto como uma forma menos onerosa de capitalizar uma companhia, como também um meio para atração do investidor. A CVM menciona isso em um de seus pareceres:

“(...) o resgate preestabelecido pela empresa pode funcionar até mesmo como uma atração extra para a aquisição daquele determinado papel, em vista da possibilidade de, em uma data futura e conhecida, poder o acionista optar entre conservar a ação ou resgatá-la, dentro das condições estabelecidas (...).”

(...) O resgate “compulsório”, bastante utilizado no direito americano, é usado nos EUA como instrumento de capitalização da empresa quando a mesma já se acha com seu nível de endividamento mais elevado do que o considerado desejável ou para atrair investidores, ou ainda como parte de um esquema de lançamento. Neste caso, a companhia lança ações resgatáveis (redeemable preferred shares), fixando uma data para resgate e as condições em que o mesmo será efetuado.”²⁸

Uma companhia pode, ainda, criar uma classe de ações a serem subscritas por alto executivo, podendo ser resgatadas na hipótese de seu desligamento. Essas

²⁷ FLAKS, Luis Loria. **Aspectos Societários do Resgate de Ações**. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo, v.123, p. 120-142, jul-set, 2001.

²⁸ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Superintendência Jurídica (SJU). **Parecer/CVM/SJU nº 91 – 28.12.1982**. 1982. Disponível em: <http://docvirt.com/docreader.net/DocReader.aspx?bib=juris_cvm_wi&pagfis=7476&pesq;=>. Acesso em: 23 nov. 2015.

ações seriam uma espécie de bônus pago por meio dos dividendos gerados por essas ações, incentivando o executivo a gerar maiores lucros para a companhia.²⁹

No mercado internacional, é possível encontrarmos muitas referências à utilização das ações resgatáveis, em especial ações preferenciais, como forma de uma companhia captar recursos a um custo bastante atraente, sem pagar os *spreads* que incidem às taxas de juros cobradas pelas instituições financeiras em operações de financiamento. No Brasil, vemos também que a utilização do resgate de ações é difundida como uma das alternativas à capitalização das companhias.

²⁹ FLAKS, Luis Loria. **Aspectos Societários do Resgate de Ações**. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo, v.123, p. 120-142, jul-set, 2001.

3.4. As diferenças entre o resgate de ações, amortização e reembolso

Destaquemos que, embora o resgate de ações encontre similaridade em alguns quesitos com a amortização e o reembolso, todas exceções à regra que proíbe a negociação com as próprias ações pela companhia³⁰, há diferenças relevantes entre elas, que devemos frisar.

Tanto o resgate quanto a amortização são efetuados com a aplicação de lucros ou reservas, dependem de sorteio, quando não abrangem a totalidade das ações de uma mesma classe, e podem ocorrer por iniciativa da companhia.³¹

A diferença, no entanto, reside em que, na amortização, o titular pode ter suas ações substituídas por ações de fruição, não deixando de ser acionista da companhia, ao passo que, no resgate, operação pela qual a companhia paga ao acionista o valor de suas ações, retirando-as definitivamente de circulação, se eventualmente o acionista for titular apenas da classe de ações a ser resgatada, ele perde a sua condição de acionista da companhia.

Outra diferença relevante é que, na amortização, não pode existir redução de capital, enquanto, no resgate, isso é permitido pelo § 1º do artigo 44 da LSA.

Em relação ao resgate e ao reembolso, embora em ambas o titular da ação perca a sua condição de acionista da companhia, no caso do reembolso a sua retirada sempre é voluntária, enquanto, no resgate, pode ser compulsória. Além disso, a LSA não determina os critérios para fixação do valor do resgate, já no caso do reembolso os critérios estão descritos no artigo 45 da LSA.

³⁰ BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, conforme alterada – **Lei das Sociedades Anônimas** (1976). Brasília, DF, 1976: “Art. 30. A companhia não poderá negociar com as próprias ações. § 1º Nessa proibição não se compreendem: a) as operações de resgate, reembolso ou amortização previstas em lei; (...).”

³¹ LIMA, Osmar Brina Corrêa. **Resgate de Ações de Sociedade Anônima**. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo, v.68, p. 7-16, out-dez, 1987.

3.5. Autorizações para o resgate de ações

Conforme já mencionamos no capítulo que trata da evolução histórica do resgate de ações, na redação original do art. 44 da LSA, o resgate independia da vontade do acionista, sendo este compelido a obedecer à determinação estatutária que autorizava a administração da companhia a proceder com o resgate ou, na falta da previsão no estatuto social, desde que houvesse deliberação soberana dos acionistas controladores, em assembleia geral.³² Tratava-se de uma compra obrigatória decidida pela própria sociedade, por meio da qual a determinação estatutária e a decisão soberana dos controladores poderiam ser impostas a todos os titulares das ações das classes atingidas pelo resgate. Cabia aos acionistas apenas eventual questionamento quanto aos critérios adotados para determinar o valor do resgate.³³

Com a introdução do § 6º ao artigo 44, houve uma alteração na natureza do direito ao resgate. A realização do resgate de determinadas classes de ações não depende mais da vontade exclusiva da companhia, salvo se, sobre essas classes, o estatuto tenha previsto o resgate.

Não havendo uma previsão estatutária para o resgate de uma determinada classe de ações, no momento da sua criação e emissão, o resgate deve ser aprovado, nos termos do § 6º ao artigo 44, por, no mínimo, 50% (cinquenta por cento) dos acionistas titulares das ações atingidas, reunidos em *assembleia*

³² Vale destacar que mesmo após a introdução do §6º ao artigo 44 da LSA, não se enxerga impedimento dos controladores votarem na assembleia especial: “a norma não foi instituída no contexto de defesa dos direitos dos minoritários em face dos controladores”. Estes podem, com efeito, ser titulares das ações resgatáveis, inclusive em maioria suficiente para fazer prevalecer a sua vontade na assembleia geral especial respectiva. ” - Modesto Carvalhosa e Nelson Eizirik. A nova lei das sociedades anônimas. P. 141.

³³ CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. **A nova lei das sociedades anônimas**. São Paulo: Saraiva, 2002. P. 136.

especial, formando-se, assim, uma comunhão de interesses dos acionistas titulares da classe atingida pelo resgate.³⁴

A assembleia especial define, por meio da deliberação majoritária, o direito da comunhão dos acionistas da classe atingida pelo resgate. Após deliberado em assembleia geral o resgate de determinadas classes de ações, a assembleia especial será convocada pelos administradores da companhia. A deliberação da assembleia geral tem efeito suspensivo, sendo a sua eficácia suspensa até à deliberação majoritária favorável da assembleia especial. Quanto às regras para convocação, instalação e deliberação da assembleia especial, devem ser observados, no que couber, os artigos 122 a 130 da LSA.³⁵

A autorização estatutária para resgate, no entanto, também não pode ser plena ou universal, devendo ser especificado, no momento da criação e emissão, quais classes serão resgatáveis, independentemente da concordância da comunhão dos acionistas atingidos. Se a autorização estatutária fosse universal, frustraria a finalidade na introdução do § 6º, que é a de retirar o poder potestativo da companhia de dispor obrigatoriamente de determinadas classes de ações.³⁶

Para o caso concreto analisado, cada SPE aprovou, em uma assembleia geral, a possibilidade do resgate de todas as ações ordinárias da SPE e a consequente alteração estatutária, por meio da criação de um parágrafo adicional ao artigo do estatuto social da SPE, que trata do capital social, o qual vigora com a seguinte redação:

“§ [•]º - As ações ordinárias poderão ser resgatadas por deliberação da assembleia geral extraordinária, mediante a aplicação de lucros ou reservas, determinando as condições e o

³⁴ CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas: Arts. 1º a 74.** 4. ed. São Paulo: Saraiva, 2002. 1 v. P. 412.

³⁵ CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas: Arts. 1º a 74.** 4. ed. São Paulo: Saraiva, 2002. 1 v. P. 412.

³⁶ *Ibidem*, p. 413.

modo de proceder-se à operação, conforme dispõe o artigo 44 da Lei das S.A.”

Quanto às condições e o modo de proceder-se ao resgate, na Estrutura Sugerida, os administradores das SPEs submetem à deliberação da assembleia a criação de um plano de resgate de ações de emissão de cada SPE, cujas regras e condições podem constar de um anexo à ata de cada assembleia geral que delibera pela aprovação do referido plano (“Plano de Resgate”). No entanto, nada impede que as regras quanto ao resgate, tais como: número de ações a serem resgatadas, valor do resgate etc. sejam determinadas diretamente no estatuto ou por meio de uma deliberação da assembleia, conforme já vimos acima.

O Plano de Resgate, aprovado pela assembleia geral, pode prever: a delegação de autoridade da assembleia para a diretoria das SPEs realizar os resgates; o número máximo de ações a serem resgatadas; o critério para determinação do valor dos resgates; a periodicidade dos resgates; e a periodicidade para submissão dos resgates à ratificação da assembleia geral extraordinária da Companhia para que, i) as ações sejam retiradas de circulação; e ii) o artigo do estatuto social que trata do capital social e número de ações emitidas seja alterado.

A delegação de autoridade da assembleia geral para a Diretoria das SPEs determinar a realização dos resgates, e tomar todas as medidas para sua implementação, incluindo movimentações financeiras, lançamentos contábeis, podendo, inclusive, fazer constar o número de ações que serão retiradas de circulação em cada resgate, dentro do limite estipulado no Plano de Resgate, justifica-se pela simplificação e celeridade do rito, além da diminuição de custos para as SPEs, que não têm obrigatoriedade de levar a registro na Junta Comercial as atas de diretoria e de tampouco publicá-las, como é exigido pela lei para as atas de assembleias gerais. Das atas de reunião de Diretoria devem constar os valores do resgate debitados à conta de reserva de capital e a quantidade de ações resgatadas.

Embora a assembleia delegue para a Diretoria a autorização para proceder com os resgates, o Plano de Resgate pode estabelecer que, anualmente, a Diretoria deverá submeter à assembleia geral extraordinária das SPEs todos os valores dos resgates efetivados, indicando as respectivas quantias debitadas da conta reserva de capital, desde a assembleia geral ordinária do exercício imediatamente anterior, bem como a quantidade total de ações resgatadas a serem retiradas de circulação, a fim de que a assembleia geral autorize a correspondente alteração do artigo do estatuto social das SPEs, a fim de fazer constar o novo número de ações de cada SPE, tendo em vista a retirada da circulação das ações resgatadas.

O número de ações a serem resgatadas pode ser determinado pela administração das SPEs, considerando as condições e características de cada parcela das dívidas a serem quitadas pela sua patrocinadora, bem como a possibilidade de transferência de recursos de outras formas, como, por exemplo, a distribuição de dividendos.

O critério adotado na Estrutura Sugerida, para determinação do valor pelo qual cada ação é resgatada, corresponde ao respectivo valor do patrimônio líquido contábil por ação. Podem ser adotados diversos critérios para determinação do valor do resgate, os quais detalharemos melhor no capítulo que trata da Reserva de Capital e do Valor do Resgate.

Quanto à periodicidade dos resgates, não traz a lei qualquer determinação nesse sentido; no entanto, para a Estrutura Sugerida, os acionistas das SPEs optam por estabelecer que os resgates *poderão* ser feitos mensalmente, mediante aprovação em reuniões de Diretoria. Observamos, aqui, que não existe obrigatoriedade para a realização dos resgates, *podendo* ser feitos mensalmente e voluntariamente pela administração das SPEs, quando assim julgarem necessários.

Cabe, ainda, em cada caso específico, analisarmos a eventual necessidade de autorização prévia do agente regulatório, de acordo com cada setor de atuação.

Para a Estrutura Sugerida, na qualidade de autorizadas para geração de energia, são observadas as regras previstas na respectiva autorização, conforme prevê o artigo 6º da Resolução Normativa nº 149/2005 da ANEEL. Ademais, a referida instrução não prevê a obrigatoriedade de solicitação de anuência, para o aumento de capital e criação da reserva de capital e tampouco para uma alteração do estatuto social das SPEs, a fim de alterar o número das ações e atribuir novo valor nominal às ações remanescentes, após o cancelamento destas, decorrente de uma operação de resgate na qual não ocorra uma redução de capital.³⁷ Devem ser observadas as hipóteses específicas previstas na referida Resolução Normativa, aplicáveis no caso de concessionárias de serviços públicos e de uso de bem público.

Vale também destacarmos que a operação de resgate em uma companhia aberta independe de qualquer aprovação por parte da CVM, uma vez que o § 2º, do artigo 30 da LSA, elencou taxativamente as hipóteses subordinadas à regulação da CVM.³⁸

³⁷ (ANEEL), Agência Nacional de Energia Elétrica. Resolução Normativa ANEEL nº 149/2005, de 28 de fevereiro de 2005: Estabelece os procedimentos para solicitação de anuência, pelos agentes prestadores de serviço de energia elétrica, para alteração de atos constitutivos, e indica os casos previamente autorizados. 2005. Disponível em: <<http://www.aneel.gov.br/cedoc/ren2005149.pdf>>. Acesso em: 10 nov. 2015:

“Art. 2º Ficam previamente autorizadas pela ANEEL as mudanças vinculadas aos fatos a seguir indicados: (...)

III - aumento do capital social.

A implantação de alterações não relacionadas no art. 2º depende de anuência prévia, devendo o agente encaminhar o pedido à ANEEL com antecedência mínima de 15 (quinze) dias, em relação à data da assembleia ou reunião que deliberará sobre o tema.

No caso específico de anuência prévia para redução de capital, a agência solicita a apresentação de documentação adicional àquelas especificadas na Resolução Normativa ANEEL nº 149/2005.

O prazo estimado para conclusão da análise das alterações de atos constitutivos submetidas à prévia anuência é de 30 (trinta) dias, contados a partir da instrução completa do pedido, que se dá com o protocolo do último documento apresentado pelo Interessado.

³⁸ FLAKS, Luis Loria. **Aspectos Societários do Resgate de Ações**. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo, v.123, p. 120-142, jul-set, 2001.

3.6. Reserva de capital e o valor do resgate

O pagamento do valor das ações resgatáveis pode ser feito com os lucros disponíveis, reserva estatutária ou, ainda, reserva de capital.³⁹

Para determinar os lucros disponíveis para fins do resgate de ações, é preciso deduzir do resultado: i) prejuízos acumulados e a provisão para imposto de renda; ii) a reserva legal; iii) o dividendo mínimo obrigatório; iv) reserva para contingências; e v) retenção de lucros previstas em orçamento de capital.⁴⁰

O estatuto social pode criar, a partir de uma deliberação da assembleia geral, reservas estatutárias para pagamento do valor das ações resgatáveis, desde que indique a finalidade da reserva, os critérios para determinar a parcela do lucro líquido que será destinada à reserva e o limite máximo de tal reserva.⁴¹

Importante mencionarmos também que não há limitação de saldo para a conta da reserva de capital, conforme entendimento que extraímos da redação do art. 199 da LSA.⁴²

Ao optar pelo pagamento das ações resgatáveis por meio da utilização da reserva de capital prevista no artigo 200 da LSA⁴³, o patrocinador do

³⁹ BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, conforme alterada – **Lei das Sociedades Anônimas** (1976). Brasília, DF, 1976: “Art. 44. O estatuto ou a assembleia geral extraordinária pode autorizar a aplicação de lucros ou reservas no resgate ou na amortização de ações, determinando as condições e o modo de proceder-se à operação.” (grifo nosso)

⁴⁰ Vide respectivamente, artigos 189, 193, 202, 195 e 196 da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, conforme alterada – **Lei das Sociedades Anônimas** (1976). Brasília, DF, 1976.

⁴¹ BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, conforme alterada – **Lei das Sociedades Anônimas** (1976). Brasília, DF, 1976: “Art. 194. O estatuto poderá criar reservas desde que, para cada uma: I - indique, de modo preciso e completo, a sua finalidade; II - fixe os critérios para determinar a parcela anual dos lucros líquidos que serão destinados à sua constituição; e III - estabeleça o limite máximo da reserva.”

⁴² BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, conforme alterada – **Lei das Sociedades Anônimas** (1976). Brasília, DF, 1976: “Art. 199. O saldo das reservas de lucros, exceto as para contingências, de incentivos fiscais e de lucros a realizar, não poderá ultrapassar o capital social. Atingido esse limite, a assembleia deliberará sobre aplicação do excesso na integralização ou no aumento do capital social ou na distribuição de dividendos.”

empreendimento deverá realizar aportes de capital nas SPEs, alocando em reserva de capital parte do preço de emissão que ultrapasse a importância destinada à formação do capital social. As ações emitidas pelas SPEs podem ser sem valor nominal, portanto, o preço de emissão das ações pode ser fixado com parte destinada à formação da reserva de capital, conforme autorização prevista no parágrafo primeiro do artigo 14 da LSA.⁴⁴

Eizirik (2011):

“(...) A reserva de capital é constituída com contribuições de acionistas ou terceiros para o patrimônio líquido da sociedade, a saber: i) ágio na emissão de ações, que é a contribuição do subscritor que ultrapassa o valor nominal das ações (artigo 12, §2º da LSA); ou no caso de ações sem valor nominal, a parte do preço de emissão que ultrapassa a importância destinada à formação do capital social (artigo 14); e ii) o produto da alienação de partes beneficiárias e de bônus de subscrição.”⁴⁵

O artigo 182 da LSA trata da classificação da conta do “patrimônio líquido”, que se divide em: i) capital social, ii) reservas de capital, iii) ajustes de avaliação patrimonial, iv) reservas de lucros, e v) ações em tesouraria.

Conforme disposto na alínea (a) do §1º do artigo 182, são classificadas como reservas de capital “a contribuição do subscritor de ações que ultrapassar o valor

⁴³ BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, conforme alterada – **Lei das Sociedades Anônimas** (1976). Brasília, DF, 1976: “Art. 200. As reservas de capital somente poderão ser utilizadas para: (...) II - *resgate, reembolso ou compra de ações;*” (grifo nosso)

⁴⁴ Art. 14 da LSA: “O preço de emissão das ações sem valor nominal será fixado, na constituição da companhia, pelos fundadores, e no aumento de capital, pela assembleia-geral ou pelo conselho de administração (artigos 166 e 170, § 2º).

Parágrafo único. O preço de emissão pode ser fixado com parte destinada à formação de reserva de capital; na emissão de ações preferenciais com prioridade no reembolso do capital, somente a parcela que ultrapassar o valor de reembolso poderá ter essa destinação.”

⁴⁵ EIZIRIK. op. cit., p. 76.(Grifo nosso)

nominal e a parte do preço de emissão das ações sem valor nominal que ultrapassar a importância destinada à formação do capital social (...)”.

Eizirik (2011):

“Nas ações sem valor nominal, o ágio é a parte do preço de emissão que ultrapassa a importância destinada à formação do capital social fixada na constituição da companhia, pelos fundadores, e no aumento de capital, pela assembleia geral ou pelo conselho de administração. ”

Entendemos que, independentemente da destinação do preço, se para capital social ou reserva de capital, a natureza jurídica do ato societário não se altera; portanto, o acionista que aporta recursos na companhia deve receber, em contrapartida, novas ações emitidas por essa companhia e o preço de emissão deve ser determinado conforme os requisitos do § 1º do artigo 170 da LSA.

Embora os aspectos tributários do resgate e da reserva de capital não sejam objeto da análise realizada no presente trabalho, vale destacarmos que, nos casos em que a patrocinadora do empreendimento avaliar seus investimentos nas SPEs pelo método de equivalência patrimonial, não haverá registro de ágio ou deságio para fins fiscais. O resgate deve representar baixa proporcional do investimento (crédito à rubrica de investimento) em contrapartida a débito à rubrica de caixa, sem efeito no resultado tributável da patrocinadora.

Além disso, ao se falar de um resgate de ações sem redução de capital, dado que é feito à conta da reserva de capital, eventual capitalização anterior de reservas não terá consequências tributárias e será uma operação isenta de imposto de renda.⁴⁶

⁴⁶ STUBER, Walter Douglas. **O lançamento de ações resgatáveis como modalidade de captação de recursos**. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo, v.65, p. 82-83, jan-mar, 1987

Embora os aspectos contábeis também não sejam objeto do estudo do presente trabalho, é importante destacarmos, para os patrocinadores que pretendam adotar o resgate de ações para suas operações de financiamento ou de *Project Finance*, que as novas ações ordinárias emitidas pelas SPEs devem ser contabilizadas à rubrica de reserva de capital, em patrimônio líquido, e não como instrumentos financeiros, no passivo. A eventual contabilização como passivo pode ocasionar certa discussão acerca da efetiva natureza jurídica dos atos societários praticados. A contabilização como instrumento financeiro também pode impactar a linha de resultado das SPEs, afetando a capacidade de distribuição de dividendos por estas sociedades.⁴⁷

No que diz respeito ao valor, a LSA não determina um critério para fixação do valor do resgate, sendo esse um tema de extrema controvérsia na doutrina. Para alguns doutrinadores, o valor do resgate deveria ter por base o art. 170, § 1º da LSA; outros doutrinadores discordam, afirmando que não existem princípios de

⁴⁷ *“The classification of the financial instrument as either debt or equity is based on the substance of the contractual arrangement of the instrument rather than its legal form. This means, for example, that a redeemable preference share, which is economically the same as a bond, is accounted for in the same way as a bond. The redeemable preference share is therefore treated as a liability rather than equity, even though legally it is a share of the issuer.”*

PRICEWATERHOUSECOOPERS LLP. **IFRS pocket guide 2015**. 2015. Disponível em: <https://inform.pwc.com/inform2/s/IFRS_pocket_guide_2015/informContent/1557190810158214>. Acesso em: 24 nov. 2015.

“18. A essência de um instrumento financeiro, em vez de sua forma jurídica, rege sua classificação no balanço patrimonial da entidade. Essência e forma legal são comumente consistentes, mas nem sempre. Alguns instrumentos financeiros assumem a forma legal de patrimônio líquido, mas são passivos em sua essência e outros podem combinar características associadas a instrumentos patrimoniais e características associadas a passivos financeiros. Por exemplo: (a) uma ação preferencial que proporcione resgate obrigatório pelo emitente por uma quantia fixa ou determinável em data fixa ou futura, ou dê ao titular o direito de exigir que o emitente resgate o instrumento numa ou após uma data específica por uma quantia fixa ou determinável, é um passivo financeiro;”

“36. A classificação de um instrumento financeiro como passivo financeiro ou instrumento patrimonial determina se os juros, dividendos, perdas e ganhos relativos àquele instrumento devem ser reconhecidos como receita ou despesa no resultado. Assim, dividendos a pagar de ações, que são inteiramente reconhecidos como passivos, devem ser reconhecidos como despesa, da mesma forma que os juros em um título (bonds). Similarmente, ganhos e perdas associados com resgates ou refinanciamentos de passivos financeiros devem ser reconhecidos no resultado, enquanto que resgates ou refinanciamentos de instrumentos patrimoniais devem ser reconhecidos como mudanças no patrimônio líquido. Alterações no valor justo de instrumento patrimonial não devem ser reconhecidas nas demonstrações contábeis.”

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS. **Pronunciamento Técnico CPC 39 - Instrumentos Financeiros: Apresentação Correlação às Normas Internacionais de Contabilidade – IAS 32**. Disponível em: <<http://www.cpc.org.br/CPC/Documentos-Emitidos/Pronunciamentos/Pronunciamento?Id=70>>. Acesso em: 24 nov. 2015.

interpretação legal que fundamentariam a aplicação ao resgate de preceito sobre a emissão de ações. Há também o entendimento de que o preço do resgate pode ser determinado pelos critérios fixados pelo artigo 45 da LSA ou, ainda, pela cotação em Bolsa, e, não havendo, pelo valor nominal da ação.⁴⁸

De acordo com a doutrina, não existe impedimento à realização do resgate de ações por companhias abertas, as quais se submetem aos mesmos princípios e disposições legais aplicáveis ao resgate em companhias fechadas. Embora as companhias abertas estejam sujeitas à fiscalização da CVM, nos termos da Lei nº 6.385/76, o resgate de ações não está sujeito à atividade regulamentar da CVM. Portanto, a definição do valor do resgate não está sujeita ao crivo dessa autarquia.⁴⁹

No entanto, temos que observar que a CVM já se manifestou, por meio do parecer Processo CVM nº RJ/2007/1613, no sentido de que podem ser observados os critérios do artigo 170 da LSA, para determinação do valor justo para o resgate de ações.⁵⁰

Coube a administração das SPEs determinar, por meio do Plano de Resgate, os critérios para fixação do valor das ações. De acordo com o Plano de Resgate, o valor pelo qual cada ação será resgatada deve corresponder ao respectivo valor de patrimônio líquido contábil por ação.

⁴⁸ FLAKS, Luis Loria. **Aspectos Societários do Resgate de Ações**. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo, v.123, p. 120-142, jul-set, 2001.

⁴⁹ EIZIRIK, Nelson. **Aspectos Modernos do Direito Societário**. Rio de Janeiro: Renovar, 1992. P. 100-103.

⁵⁰ (...) *“Ainda que se entenda que o artigo 170 não seja aplicável ao caso em análise, a discussão acerca do valor justo que deve ser utilizado no resgate de ações poderia, a nosso juízo, tomar como base os parâmetros estabelecidos no referido artigo, mesmo que não se restringisse necessariamente aos critérios nele mencionados. Nesse sentido, a administração da Companhia deve propor a adoção de um critério que resulte em um valor justo de resgate e deve justificar a adoção desse critério.”* BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Gerência de Acompanhamento de Empresas 4. **MEMO/SEP/GEA-4/Nº 019/2007**: Processo CVM nº RJ/2007/1613. 2007. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/deciso/es/anexos/0003/5438-0.pdf>>. Acesso em: 24 nov. 2015.

4. *Project Finance*

4.1. Noção preliminar e descrição de uma operação de financiamento de projetos

O contrato de mútuo ou empréstimo financeiro é uma das modalidades de financiamento bancário, por meio do qual o cliente (tomador), mediante contrato firmado com o banco, utiliza-se de dinheiro dos cofres do banco, restituindo-o num prazo determinado, em parcelas, acompanhadas do custo da operação e do lucro do banco.⁵¹

O mútuo financeiro tem natureza jurídica comercial, portanto, com a relação regida pelas leis comerciais, tendo como principal característica a onerosidade, sendo necessariamente submetido a um encargo denominado juros, dado o seu caráter comercial. Outras características típicas do mútuo são: o fato de ser real e unilateral. Real, porque, para que se concretize, deve haver a entrega efetiva do dinheiro, com a conseqüente devolução no prazo estipulado. Unilateral, porque tão logo o mutuário receba o dinheiro, estará tão somente ele obrigado a restituir a coisa do mesmo gênero, quantidade e qualidade, além dos juros, taxas e comissões pactuadas.⁵²

O financiamento é uma espécie de mútuo mercantil, sendo este, espécie do gênero empréstimo, em sentido amplo. O mútuo mercantil se distingue do mútuo comum por estar associado a uma atividade empresarial. Portanto, o financiamento é o empréstimo de recursos financeiros que o tomador não pode aplicar de acordo com o seu exclusivo critério e conveniência, devendo aplicá-lo na consecução do empreendimento ou atividade previamente acordada com seu credor.⁵³

⁵¹ OLIVEIRA, Celso Marcelo de. **Teoria Geral dos Contratos**: Tratado de Direito Bancário. Campinas: LZN Editora, 2002. P. 241

⁵² Ibidem, p. 243

⁵³ ENEI, José Virgílio Lopes. *Project finance: financiamento com foco em empreendimentos* (Parcerias Público-Privadas, Leveraged, Buy-outs e outras figuras afins). São Paulo. Saraiva, 2007. p. 9-11

Cada área de atividade desenvolve uma linguagem típica para o seu campo de atuação, e isso também acontece com a linguagem designada ao financiamento de projetos. Muitos financiamentos corporativos têm como objetivo um projeto ou empreendimento a ser desenvolvido pelo tomador. No entanto, quando falamos em financiamento de projetos, ou *Project Finance*, devemos analisar o termo em um sentido mais estrito.⁵⁴

Em primeiro lugar, sendo o *Project Finance* um financiamento, sua natureza é a de mútuo ou, mais frequentemente, promessa de mútuo, com uma destinação específica; portanto, os recursos devem ser dirigidos para um projeto específico. Em segundo lugar, os mutuantes aceitam que, em princípio, seu crédito deve ser pago com recursos gerados pelo próprio projeto, e é nisso que essa modalidade de financiamento acaba se diferenciando dos outros financiamentos empresariais.⁵⁵

Uma das preocupações frequentes que o administrador financeiro de uma sociedade geralmente se depara, diz respeito a estrutura de capital (ou estrutura financeira) que é a combinação específica entre o exigível a longo prazo e o patrimônio que a empresa utiliza para financiar suas operações. Os administradores devem buscar a melhor combinação, de qual porcentagem do fluxo de caixa será destinada aos credores e qual porcentagem será destinada para os acionistas, de modo que tal combinação não afete o valor da empresa ou traga grandes riscos à esta. Além de decidir a melhor combinação de financiamentos, o administrador financeiro de uma sociedade precisa também decidir exatamente como conseguir os recursos e as fontes.⁵⁶

A estrutura de financiamento na modalidade de *Project Finance* vem-se demonstrando bem interessante, se comparada a um empréstimo sindicalizado comum. Um dos motivos, destacado até por estudos acadêmicos, é o de que,

⁵⁴ SALOMÃO, Eduardo. **Direito Bancário**. 2ª ed. São Paulo: Atlas, 2014. p.345.

⁵⁵ SALOMÃO, Ibidem. p.345.

⁵⁶ A. ROSS, Stephen et al. **Fundamentos da Administração Financeira**. 9ª ed. Porto Alegre: Amgh Editora Ltda., 2013. P. 4.

geralmente, a administração de uma empresa altamente endividada não se motivará ou se empenhará por iniciativas empresariais cujos resultados não gerarão lucros para seus acionistas, mas apenas recursos para pagar seus credores, dado que, geralmente, os administradores atuam como mandatários dos acionistas. Conseqüentemente, o conhecimento do mercado, a respeito dessa situação, torna os financiamentos das sociedades que já possuem dívidas ainda mais onerosos. A técnica do financiamento de projetos pode ter um efeito positivo, em relação a essa tendência, visto que o projeto a ser financiado terá um estudo de viabilidade próprio; os resultados do projeto poderão ser isolados, e os financiadores, portanto, não terão que temer eventual ineficiência dos administradores. O projeto financiado também não cria uma dívida direta para o patrocinador, e, portanto, os credores deste, não poderão se sentir autorizados a exigir uma remuneração mais onerosa. A técnica favorece ainda os financiadores, pois não existirão outras dívidas na tomadora que não aquelas destinadas ao desenvolvimento do próprio projeto.⁵⁷

Em projetos de grande porte, o patrocinador; ou *sponsor*⁵⁸, pode ter também a preocupação de não conseguir assumir sozinho as obrigações inerentes aos investimentos necessários à construção e realização de um grande empreendimento, de modo que a técnica de *Project Finance* tende a amparar essa preocupação também.

A operação de *Project Finance* caracteriza-se também pela captação de recursos, com limitação máxima de responsabilidade e desembolso por parte dos patrocinadores, com vistas à implementação e desenvolvimento de um determinado empreendimento.⁵⁹

No Brasil, o mecanismo que vem sendo adotado, para se obter o efeito de imputação da dívida do projeto a seus próprios resultados é a formação de uma

⁵⁷ SALOMÃO, op. cit. p. 346.

⁵⁹ ENEI, op. cit. p. 36.

sociedade separada, para tomar os recursos emprestados e deter a propriedade dos ativos do projeto.⁶⁰

Geralmente, para os projetos de infraestrutura, são utilizadas SPEs que delimitam o objeto do empreendimento, isolando o risco e o retorno de outras atividades dos patrocinadores, segregando o risco do investimento, de forma que os investidores, financiadores e demais participantes tenham a total dimensão e transparência da operação”.⁶¹

Os grandes grupos empresariais passam a adotar, como tendência, a prática de constituir uma SPE para cada empreendimento, de modo que os riscos e perdas incorridas por uma SPE não possam contaminar as demais, verificando-se um alto grau de segregação de responsabilidade.⁶²

O parágrafo 9º da Lei n. 11.079, de 30 dezembro de 2004, que instituiu o regime das Parcerias Público-Privadas (PPPs), tratou pela primeira vez da constituição de SPE, cuja incumbência é a de implantar e gerir o objeto de uma parceria. Uma SPE é uma sociedade empresária cuja principal característica é: objeto social restrito e específico, não se admitindo atividades genéricas. Tal característica encontra fundamentação legal no parágrafo primeiro, do artigo 981 da Lei 10.406, de 10 de janeiro de 2002, o qual determina que a atividade empresária pode restringir-se à realização de um ou mais negócios determinados. Outra característica relevante da SPE é o prazo de duração que, obrigatoriamente, deve ser limitado ao término do empreendimento.

Geralmente, o patrocinador aporta na SPE o montante equivalente a 20% ou 30% dos recursos necessários à execução do projeto, e a SPE solicita aos

⁶⁰ SALOMÃO, op. cit., p.345.

⁶¹ BONOMI, Claudio Augusto; MALVESSI, Oscar. **Project Finance no Brasil: fundamentos e estudo de casos**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2008. P. 76.

⁶² ENEI, op. cit., p. 157-158.

financiadores os demais recursos. Como a SPE não tem histórico de atividades, a decisão de crédito dos credores leva em conta, essencialmente, as perspectivas de sucesso do empreendimento, de modo que seja assegurada uma receita contínua do projeto, capaz de assegurar que o pagamento do financiamento tomado pela SPE dependa tão somente dos recebíveis que ela gerar, decorrentes da sua atividade.

Dessa forma, o patrocinador, ou a sociedade por ele constituída, a SPE, capta os recursos necessários à construção e desenvolvimento de um empreendimento segregado, oferecendo como garantia aos credores as receitas e os ativos do próprio empreendimento financiado.⁶³

Além das garantias reais sobre os bens do projeto, sobre os direitos associados aos contratos relacionados ao projeto e, eventualmente, as ações das SPEs, os financiadores buscarão também outras formas de mitigar os riscos relacionados à execução da obra e à operação do empreendimento, a fim de evitar que eventuais perdas de receitas, decorrentes de um eventual atraso na entrega da obra e/ou risco da operação, não comprometa os recebíveis necessários ao pagamento da dívida.

O risco de construção geralmente é mitigado mediante a exigência do credor de que o tomador celebre contratos de empreitada global que assegurem a entrega da obra em determinada data e com um preço máximo previamente ajustado, sob pena de que o construtor pague multas elevadas. Pode ainda o financiador exigir que o risco de operação seja mitigado pela contratação de um operador independente e/ou pela contratação de diversos seguros e, ainda, que o patrocinador aporte capital, em caso de uma eventual falha na execução do projeto ou em hipóteses de caso fortuito. Os financiadores podem, ainda, exigir que sejam incluídas disposições nos contratos de financiamento que lhes assegurem ingerência na condução dos negócios das SPEs, como, por exemplo, obrigações de

⁶³ ENEI, op. cit., p. 39.

fazer e não fazer (*covenants*), direito de veto em certas deliberações, necessidade de anuência prévia do credor para que o tomador realize determinados negócios, direito de receber relatórios periódicos, fiscalização das atividades etc.⁶⁴

Dada a complexidade documental envolvida em uma operação de *Project Finance*, esse tipo de financiamento é utilizado em obras de valor elevado, geralmente de infraestrutura.

O financiamento de projetos é composto por uma rede de contratos coligados e, como bem afirma José Virgílio Lopes Enei, “o financiamento de projetos é um exemplo supremo de coligação contratual, haja vista a íntima conexão dos diversos contratos que o compõem e a multiplicidade de vínculos entre eles estabelecidos.”⁶⁵

Podemos citar como exemplos dessa “rede de contratos”, os acordos de acionistas que regularam as relações entre os patrocinadores/acionistas, os contratos celebrados com os construtores/empreiteiros e com fornecedores de insumos e equipamentos, contratos de operação e manutenção, contratos celebrados com o poder concedente e/ou órgão regulador, contratos de fornecimento celebrados com os clientes, contratos de financiamento, contratos de garantia, contratos com seguradoras etc.

Embora todos esses contratos sejam importantíssimos ao empreendimento, o contrato de financiamento (ou equivalente) assume primazia em relação aos demais, tendo em vista que o objetivo maior é a liberação dos recursos do financiamento que viabilizarão a implantação do projeto e o cumprimento dos demais contratos. Dessa forma, todos os demais contratos devem ser negociados com a preocupação de atender às exigências dos financiadores.⁶⁶

⁶⁴ Ibidem, p. 20-21.

⁶⁵ Ibidem, p. 301.

⁶⁶ ENEI, op. cit., p. 304.

4.2. Benefícios do resgate de ações em operações de *Project Finance*

A principal e grande desvantagem de uma operação de *Project Finance*, em relação ao financiamento corporativo simples, é a complexidade negocial e documental nesse tipo de operação, sendo bastante comum que as negociações entre todas as partes envolvidas durem um ano ou mais. A demora nas negociações e os custos negociais envolvidos, com assessores legais e financeiros, podem até mesmo diminuir o retorno financeiro do projeto.⁶⁷

Comparada a uma estrutura tradicional de *Project Finance*, na qual cada uma das SPEs integrantes de um projeto deve celebrar uma série de contratos para a obtenção do financiamento, na estrutura simplificada, baseada no resgate de ações e na reserva de capital, uma única sociedade, a holding controladora das SPEs, celebra um único contrato de financiamento e repassa os recursos para suas SPEs. Esse modelo traz uma série de benefícios para o patrocinador do projeto e para os financiadores.

Um dos benefícios que podemos apontar é a gestão mais efetiva das necessidades de caixa das SPEs pela patrocinadora. De acordo com uma matéria divulgada no jornal Valor Econômico, a captação de recursos de forma independente, por meio de cada uma das SPEs, traz prejuízos ao retorno final do empreendimento, pois as ineficiências do modelo acabam acrescentando custos adicionais ao projeto.⁶⁸

⁶⁷ SALOMÃO, op. cit., p. 348.

⁶⁸ "Não daria para viabilizar a emissão de dívida para cada uma das SPEs separadamente", explica Mauro Albuquerque, superintendente de *Project Finance* do Santander, que assessora a Renova. Por isso, o dinheiro era levantado por uma única companhia, para depois escoar na forma de empréstimos intercompanhias, por toda a longa cadeia de negócios, ainda que o trajeto fosse longo e custoso. VALOR ECONÔMICO (Brasil). **Modelo usado por Renova pode ter diversas funções**. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/financas/3658578/modelo-usado-por-renova-pode-ter-diversas-funcoes>>. Acesso em: 07 jun. 2015.

Como já detalhamos no item 3.1 do presente do trabalho, a lista de contratos coligados necessários à formalização de uma operação de *Project Finance* é bem extensa. A estrutura de financiamento de projetos com o resgate de ações visa diminuir significativamente os custos de transação e reduzir os prazos de negociação e o volume dos instrumentos contratuais necessários à captação das dívidas.

De acordo com uma matéria divulgada por meio do jornal Valor Econômico, para a Estrutura Sugerida, a patrocinadora reduziu de 115 para 15 o número dos contratos celebrados, resultando em uma economia de aproximadamente R\$500 mil reais somente com os serviços de registros dos contratos nos cartórios competentes. Além disso, a patrocinadora reduziu de 200 para 20 o número de contas correntes necessárias à manutenção das garantias do financiamento, resultando também em uma razoável economia de gastos com o banco mandatário mantenedor das contas-garantia.⁶⁹

Para as sociedades autorizadas que exploram empreendimentos de geração de energia, as quais devem atender as regulamentações da ANEEL, uma outra vantagem da estrutura simplificada de *Project Finance*, por meio da utilização do resgate de ações, consiste em não existir a obrigação de solicitar a anuência prévia do regulador para o aumento de capital e criação da reserva de capital e, tampouco, para uma alteração do estatuto social das SPEs, a fim de alterar o número das ações e atribuir novo valor nominal às ações remanescentes, após o cancelamento destas, decorrente de uma operação de resgate na qual não ocorra uma redução de capital.

Ao passo que, no modelo de captação de recursos em uma operação tradicional de *Project Finance*, na qual o dinheiro captado pela holding chega às SPEs por meio de mútuos (empréstimos dentro do mesmo grupo), geralmente há

⁶⁹ VALOR ECONÔMICO (Brasil). Renova usa novo modelo de dívida. Disponível em <http://www.valor.com.br/financas/3658582/renova-usa-novo-modelo-de-divida>. Acesso em: 07 jun. 2015.

necessidade de anuência prévia do regulador a cada transação, além das ineficiências fiscais nesse tipo de modelo.⁷⁰

Destacamos, abaixo, resumidamente, os principais benefícios da estrutura de *Project Finance*, com a utilização do resgate de ações, apontados ao longo do nosso trabalho.

TABELA 1: Benefícios da estrutura de *Project Finance*, com a utilização do resgate de ações:

| Benefício | Justificativa |
|--|--|
| 1. Adoção de um Plano de Resgate, aprovado em assembleia geral, que autorize a delegação de autoridade da assembleia para a Diretoria deliberar pela realização dos resgates periódicos. | Simplificação e celeridade do rito, além da diminuição de custos para as SPEs, que não têm obrigatoriedade de levar a registro na Junta Comercial as atas de diretoria e de tampouco publicá-las, como é exigido pela lei para as atas de assembleias gerais. |
| 2. Adoção de um Plano de Resgate, aprovado em assembleia geral, que determine de antemão o critério para determinação do valor do resgate. | Evitam-se discussões posteriores acerca do valor do resgate, dado que a LSA não determina o critério. Diversos critérios poderão ser utilizados: fluxo de caixa descontado, valor patrimonial contábil e valor econômico. O critério também poderá ser determinado no estatuto social. |
| 3. Não necessidade de solicitar autorização prévia do regulador para realização dos aumentos de capital com destinação à reserva de capital e para a realização dos resgates. | Deve ser avaliado em cada caso concreto como o regulador do setor trata a questão. No caso específico da ANEEL, por exemplo, não há necessidade de solicitar prévia autorização. |
| 4. Gestão mais efetiva das necessidades de caixa das SPEs pela patrocinadora. | Os recursos captados por meio de uma única companhia são “escoados” depois, por meio de aumentos de capital, de acordo com as necessidades de caixa das SPEs, evitando-se empréstimos <i>inter companies/mútuos</i> que, geralmente, precisam de anuência prévia de reguladores e financiadores, além de não serem ineficientes, do ponto de vista tributário. |
| 5. Simplificação da operação da <i>Project Finance</i> e redução dos custos envolvidos. | Com recursos captados por meio de uma única companhia, há redução do número dos contratos celebrados e das contas correntes |

⁷⁰ VALOR ECONÔMICO (Brasil). Renova usa novo modelo de dívida. Disponível em <http://www.valor.com.br/financas/3658582/renova-usa-novo-modelo-de-divida>. Acesso em: 07 jun. 2015.

necessárias à manutenção das garantias do financiamento, resultando em uma razoável economia para formalização dos instrumentos e celeridade para fechamento dos instrumentos contratuais.

Embora tenhamos apontado apenas benefícios de uma estrutura de financiamento de *Project Finance*, baseada no resgate de ações, temos que considerar que, ao alocar projetos de diferentes maturidades numa mesma “sub-holding”, para uma única captação, os riscos inerentes a todos esses projetos alocados sob essa mesma “sub-holding” também serão compartilhados. Geralmente, o financiador regulará, por meio do instrumento contratual, a solidariedade entre as SPEs, de modo que o eventual *default* de uma SPE poderá ser “compensado” por outra SPE. O administrador da sociedade deverá avaliar se, do ponto de vista da análise de riscos do projeto, tal modelo faz sentido para o seu negócio.

5. Tendências para a utilização do resgate de ações em operações de *Project Finance* e para outras formas de captação de recursos

O financiamento de projetos desenvolveu-se originalmente no setor de infraestrutura e não há dúvida de que se vem demonstrando muito bem-sucedido, se comparado ao financiamento convencional. No entanto, ainda que apresente inúmeras vantagens, como, por exemplo, a limitação de responsabilidade do patrocinador, uma das desvantagens apontadas nesse modelo é o seu alto grau de complexidade.⁷¹

Nas áreas de infraestrutura, o setor elétrico, em especial o segmento de geração, é aquele que mais se mostra favorável ao financiamento de projetos. Embora sejam empreendimentos que demandem grandes investimentos e a estruturação de uma operação de *Project Finance* seja complexa, em razão da grande quantidade de contratos coligados, esses empreendimentos envolvem um bem indispensável à vida moderna, com preço assegurado por meio de contratos geralmente celebrados com o poder público e com receita garantida.⁷² Além disso, o modelo de *Project Finance* já foi efetivamente mais testado nesse setor, inclusive na operação de *Project Finance* analisada neste trabalho, na qual é utilizado o resgate de ações, a fim de simplificar a complexa estrutura para a contratação de financiamentos para inúmeras SPEs ligadas a um mesmo projeto.

Várias outras indústrias na área de infraestrutura, tais como as petrolíferas (exploração, desenvolvimento e produção), transportes etc., fazem uso de operações de *Project Finance* e podem, também, valer-se da estrutura do resgate de ações apresentada no presente trabalho, a fim de simplificar suas operações.

⁷¹ ENEI, op. cit., p. 90.

⁷² Ibidem, p. 94.

Apesar de o financiamento de projetos ser mais difundido no setor de infraestrutura, há registros de financiamento de projetos em outros setores, como, por exemplo, para a construção e exploração de estabelecimentos industriais, estádios e ginásios esportivos, parques de diversão etc., nada impedindo que o modelo do resgate de ações também seja empregado nessas operações de *Project Finance*.⁷³

Outro importante nicho que poderia explorar a utilização do resgate de ações para suas operações de *Project Finance* é o segmento de empreendimentos imobiliários. As incorporadoras utilizam SPEs para cada empreendimento lançado no mercado imobiliário, por diversos motivos, como, por exemplo, a independência administrativa, a maior flexibilidade na realização de parcerias na incorporação etc. A captação de recursos por uma *holding*, para financiar empreendimentos diretamente relacionados, pode trazer inúmeros benefícios às incorporadoras.

Não podemos limitar nosso entendimento de que, no financiamento de projetos, o financiador externo será necessariamente uma instituição financeira. Embora o vínculo jurídico estabelecido entre um financiador externo e a sociedade seja, geralmente, um contrato de financiamento, podemos admitir que pode ser utilizado também um valor mobiliário, um título de crédito ou um contrato de qualquer outra natureza.⁷⁴

Para a Estrutura Sugerida, além dos financiamentos captados diretamente junto ao BNDES e, indiretamente, por meio de repasse de recursos do BNDES para outros bancos, a patrocinadora da estrutura buscou também financiamento para suas SPEs por meio da emissão de debêntures na Holding controladora das SPEs. Os recursos captados por meio da emissão das debêntures na Holding foram repassados para suas SPEs, também, por meio de aumentos de capital e, observadas as limitações à distribuição de dividendos estabelecidos em contratos de financiamento e na escritura de emissão das debêntures, à época da amortização

⁷³ ENEL, op. cit., p. 96.

⁷⁴ Ibidem, p. 27.

das dívidas e resgate das debêntures, é adotado o resgate de ações apresentado no presente trabalho.

De acordo com uma matéria publicada no jornal Valor Econômico, o modelo do resgate de ações pode ter diversas funções, e a união de diversos projetos num único guarda-chuva pode ser útil, inclusive, para reestruturação de dívidas: “a partir de agora, projetos de infraestrutura de diferentes maturidades poderão ser alocados numa mesma 'sub-holding', para uma única captação.” Ainda, de acordo com a matéria, essa estrutura, na qual a holding capta os recursos e repassa para as SPEs, funciona como uma espécie de *unit* de projetos, na qual a holding pode, por exemplo, captar por meio de uma única emissão de debêntures recursos para serem utilizados em diversos empreendimentos de uma mesma companhia.⁷⁵

Além de *equity*, as empresas utilizam dívida e ações preferenciais, para financiar seus investimentos, devendo ser analisada, em todos os casos, a estrutura de capital ideal que, conforme já vimos, é a combinação entre dívida e capital próprio, escolhida por uma sociedade para financiar suas atividades de longo prazo. A análise do custo da dívida, que é o retorno que os credores da sociedade exigem sobre novos empréstimos, deve ser avaliada em contrapartida ao custo do capital próprio (*equity*), que é o retorno que os investidores de capital próprio exigem sobre seu investimento na empresa.

Ao contrário do custo do capital próprio de uma empresa, o custo da dívida, normalmente, pode ser observado por meio da taxa de juros paga sobre novas dívidas, as quais podem ser acompanhadas no mercado financeiro. Portanto, se a empresa já tiver título de dívida em circulação, então o retorno até o vencimento sobre esses títulos é a taxa de mercado exigida para essa dívida da empresa.⁷⁶

⁷⁵ VALOR ECONÔMICO (Brasil). **Modelo usado por Renova pode ter diversas funções**. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/financas/3658578/modelo-usado-por-renova-pode-ter-diversas-funcoes>>. Acesso em: 07 jun. 2015.

⁷⁶ A. ROSS, op. cit., p. 465.

Outro fator que deve ser levado em consideração pelo administrador financeiro, na tomada de decisão quanto à estrutura de capital ideal para a sociedade, é o risco sistemático total do capital próprio da empresa, o qual possui dois elementos: o risco do negócio e o risco financeiro. O risco do negócio depende dos ativos e das operações da empresa, e não é afetado pela estrutura de capital. Dado um nível de risco de negócio de uma empresa, e o correspondente custo da sua dívida, o segundo elemento, o risco financeiro, é determinado completamente pela política financeira adotada pela administração da sociedade. No entanto, o custo do capital próprio aumenta, quando a sociedade aumenta o uso da alavancagem financeira, pois o risco financeiro para o capital próprio aumenta, enquanto o risco do negócio permanece igual.⁷⁷

De qualquer modo, seja qual for a decisão do administrador, a possibilidade de utilização das ações resgatáveis pode ser empregada para qualquer uma das opções: (i) em operações de *equity*, por meio da emissão de novas ações, para atrair novos investidores, como uma forma menos onerosa de capitalizar a sociedade, conforme detalhamos no capítulo 3.3 do presente trabalho, ou, (ii) em operações de dívida, na qual a holding capta os recursos e repassa para as suas SPEs, de modo que os recursos possam ser utilizados em diversos empreendimentos de uma mesma companhia.

⁷⁷ A. ROSS, op. cit., p. 549-550.

6. Conclusão

Podemos imaginar a complexidade de um projeto composto por dezenas de SPEs, no qual, em uma estrutura tradicional de *Project Finance*, demanda-se a celebração de instrumentos de financiamento e instrumentos de garantia para cada uma dessas SPEs, gerando um volume enorme de contratos, aumentando consideravelmente os custos de transação e o tempo para a elaboração e negociação dos instrumentos contratuais.

Ao utilizarmos uma operação de captação de recursos, na modalidade de *Project Finance*, baseada no resgate de ações, na qual uma única sociedade, a holding controladora das SPEs é a tomadora do financiamento e repassadora dos recursos para suas controladas, otimiza-se a estrutura contratual necessária à operação, pois celebra-se um único contrato de financiamento e contratos de garantia com essa holding, bem como otimiza-se a forma de gestão dos recursos captados e, conseqüentemente, a forma de pagamento da dívida.

No presente trabalho, analisamos os artigos 44 e 200 da LSA e avaliamos como esses institutos foram aplicados à Estrutura Sugerida, para demonstrarmos que o resgate de ações pode ser utilizado com a finalidade de simplificar uma operação de captação de recursos, seja por meio de operações de dívida ou de *equity*, para o desenvolvimento de um empreendimento que demande grandes investimentos.

O advogado societário que deseja atuar de forma estratégica e como parceiro de negócios de seus clientes sempre deverá buscar auxiliá-los a simplificar as estruturas de suas operações, de modo a otimizar a gestão empresarial, a captação de recursos e a diminuição dos custos envolvidos para o desenvolvimento dos projetos de seus clientes.

Desse modo, podemos inferir que não deve haver limitação à utilização do resgate de ações ou de qualquer outra ferramenta societária colocada à nossa

disposição, para criarmos ou desenvolvermos estruturas de negócios eficientes, desde que sempre pautadas em preceitos legais aceitáveis.

8. Referências Bibliográficas

A.ROSS, Stephen et al. Fundamentos da Administração Financeira. 9ª ed. Porto Alegre: Amgh Editora Ltda., 2013. 781 p. Tradução de: Leonardo Zilio, Rafaela Guimarães Barbosa.

BONOMI, Claudio Augusto; MALVESSI, Oscar. Project Finance no Brasil: fundamentos e estudo de casos. 3ª ed. São Paulo: Atlas, 2008.

CARVALHOSA, Modesto. Comentários à Lei de Sociedades Anônimas. Volume I – Arts. 1º a 74. 4ª ed. São Paulo: Saraiva, 2002.

CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. A nova lei das sociedades anônimas. São Paulo: Saraiva, 2002.

ENEI, José Virgílio Lopes. Project Finance: financiamento com foco em empreendimentos: (parcerias público-privadas, leveraged buy-outs e outras figuras afins). São Paulo: Saraiva, 2007.

EIZIRIK, Nelson. A Lei da S.A. comentada. Volume I – Arts. 1º a 120. São Paulo: Quartier Latin, 2011.

EIZIRIK, Nelson. Aspectos Modernos do Direito Societário. Rio de Janeiro: Renovar, 1992.

FLAKS, Luis Loria. Aspectos Societários do Resgate de Ações. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo, v.123, p. 120-142, jul-set, 2001.

MARTINS, Fran. Comentários à lei das sociedades anônimas; revista e atualizada por Roberto Papini. – 4ª ed., rev. e atual. Rio de Janeiro: FORENSE, 2010.

MUSKETT-FORD. Thomas. BM&A steers new project finance repayment structure for Renova. Disponível em: <http://latinlawyer.com/news/article/46858/bm-a-steers-new-project-finance-repayment-structure-renova/>. Acesso em: 18/jun/2015.

OLIVEIRA, Celso Marcelo de. Teoria Geral dos Contratos: Tratado de Direito Bancário. Campinas: Lzn Editora, 2002. 798 p.

SALOMÃO, Eduardo. Direito Bancário. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2014. 793 p.

Obras complementares

AZÚA, Daniel Real de. Project finance: uma modalidade de financiamento internacional. São Paulo: Aduaneiras, 2002.

CHIARA, José Tadeu de. Resgate de Ações. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo, v.48, p. 60-67, out-dez, 1987.

CLEMENTE, Ademir (Org.). Projetos empresariais e públicos. São Paulo: Atlas, 1998. 341 p.

CUNHA, Gustavo Silveira; WAISBERG, Ivo (Orient.). Garantias fiduciárias em financiamento de projetos. 2012. 110 f. TCCP (Pós-graduação lato sensu em direito do mercado financeiro e de capitais - LLM) Insper, São Paulo, 2012.

FIGHT, Andrew. Introduction to project finance. Boston: Elsevier, 2005.

FINNERTY, John D. Project financing: asset-based financial engineering. New York: John Wiley, 1996. 384 p.

FINNERTY, John D. Project finance: engenharia financeira baseada em ativos. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1998.

GATTI, Stefano. Project finance in theory and practice: designing, structuring, and financing private and public projects . Burlington: Academic Press, c2008.

HOFFMAN, Scott L. The law and business of international project finance: a resource for governments sponsors lenders lawyers and project participants. Cambridge: kluwer International, c 1998.

HOFFMAN, Scott L. The law and business of international project finance. 3rd ed. Cambridge: Cambridge University Press, 2009.

KUWABARA, KLEBER. Societário e Mercado de Capitais – Briefing de Operações. São Paulo: Giz Editora: 2006.

LIMA, Osmar Brina Corrêa. Resgate de Ações de Sociedade Anônima. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo, v.68, p. 7-16, out-dez, 1987.

MOTTA, Regis da Rocha; CALÔBA, Guilherme Marques. Análise de investimentos: tomada de decisão em projetos industriais. São Paulo: Atlas, 2013.

STUBER, Walter Douglas. O lançamento de ações resgatáveis como modalidade de captação de recursos. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo, v.65, p. 82-83, jan-mar, 1987.

VALENTE, PAULO GURGEL. Financiamento de Longo Prazo: Um Roteiro Prático para o BNDES, OFC, FINEP e outras Instituições. Elsevier, 2011.

VELLUTINI, Roberto. Estruturas de project finance em projetos privados: fundamentos e estudos de casos no setor elétrico do Brasil. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007. Campus 213 p. ISBN 8535218564 (broch.).