

# RSDE

REVISTA SEMESTRAL DE DIREITO EMPRESARIAL

■  
Publicação do Departamento  
de Direito Comercial e do Trabalho  
da Faculdade de Direito  
da Universidade do Estado do Rio de Janeiro

■  
Nº 1

JULHO / DEZEMBRO 2007



RENOVAR

CAMPINHO  
ADVOCADOS

BC  
CS  
BOGATER, CAMARGO, COSTA E SILVA  
Advogados Associados

## REVISTA SEMESTRAL DE DIREITO EMPRESARIAL

Nº 1 Julho/Dezembro de 2007

Publicação do Departamento de Direito Comercial e do Trabalho da Faculdade de Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro

### COORDENAÇÃO CIENTÍFICA:

Departamento de Direito Comercial e do Trabalho da Universidade do Estado do Rio de Janeiro (Prof. Alexandre Ferreira de Assumpção Alves, Prof. Eduardo Henrique Raymundo Von Adamovich, Prof<sup>a</sup>. Glória Márcia Percinoto, Prof. João Batista Berthier Leite Soares, Prof. José Carlos Vaz e Dias, Prof. José Gabriel Assis de Almeida, Prof. Leonardo da Silva Sant'Anna, Prof. Mauricio Moreira Mendonça de Menezes, Prof. Rodrigo Lychowski, Prof. Sérgio Murilo Santos Campinho e Prof. Valter Shuenquener de Araújo).

### CONSELHO EDITORIAL:

José Gabriel Assis de Almeida e José Carlos Vaz e Dias (UERJ, coordenadores)

Alexandre Ferreira de Assumpção Alves (UERJ), Arnaldo Wald (UERJ), Carmem Tibúrcio (UERJ), Fábio Ulhoa Coelho (PUC-SP), Jean E. Kalicki (Georgetown University Law School), John H. Rooney Jr. (University of Miami Law School), José de Oliveira Ascensão (Universidade Clássica de Lisboa), Leonardo Greco (UERJ), Marie-Hélène Bon (Université des Sciences Sociales de Toulouse 1 e Centre de Droit des Affaires de l'Université des Sciences Sociales de Toulouse), Peter-Christian Müller-Graff (Ruprecht-Karls-Universität Heidelberg), Theóphilo de Azeredo Santos (UNESA) e Werner Ebke (Ruprecht-Karls-Universität Heidelberg).

### CONSELHO EXECUTIVO:

Mauricio Moreira Mendonça de Menezes (coordenador)

Julio Barreto, Leonardo da Silva Sant'Anna, Mariana Pinto, Valter Shuenquener de Araújo e Viviane Perez.

### PATROCINADORES:

**CAMPINHO**  
ADVOGADOS

**BOCATER, CAMARGO, COSTA E SILVA**  
Advogados Associados

## Editorial

É com imensa satisfação que apresento o primeiro número da Revista Semestral de Direito Empresarial da Faculdade de Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro (RSDE – UERJ), que se encontra receptiva ao oferecimento das diversas linhas de opinião no Direito Empresarial, seguindo a vocação plural que permeou a consolidação da Faculdade de Direito da UERJ.

A disposição de temas e a estruturação da RSDE – UERJ visam a estar conformadas com a hodierna ótica do Direito de Empresa, em suas múltiplas faces e interfaces, ressaltando a riqueza desse campo de reflexão jurídica, constantemente desafiado por questões fundamentalmente pragmáticas e propulsoras de forte impacto na economia interna e global. Desse modo, busca-se a contribuição de autores nacionais e estrangeiros, sempre voltada para uma visão jurídico-econômica.

Nessa perspectiva é que as seções da RSDE – UERJ encontram-se divididas em (i) direito societário; (ii) recuperação de empresas e falência; (iii) negócios empresariais; (iv) propriedade intelectual; (v) relações internacionais privadas; (vi) direito econômico; e (vii) pareceres e atualidades jurisprudenciais.

É, pois, com inefável entusiasmo que o Departamento de Direito Comercial e do Trabalho da Faculdade de Direito da UERJ encara esse desafio de editar uma Revista de Direito Empresarial, com o compromisso de qualidade e regularidade que trabalhos dessa monta exigem, sempre contando com o apoio daqueles que têm se dedicado, de forma descompromissada e apaixonada, ao aperfeiçoamento das letras jurídicas em nosso país.

Com a iniciativa, nós, do Departamento, esperamos estar quitando uma dívida com a academia e o universo empresarial do Estado do Rio de Janeiro.

Prof. Sérgio Campinho  
Chefe do Departamento de Direito Comercial e do Trabalho

## Colaboraram neste número

### **Arnoldo Wald**

Professor Catedrático da Faculdade de Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro — UERJ. Advogado.

### **Carmen Tiburcio**

Professora Adjunta de Direito Internacional Privado e de Direito Processual Internacional da Faculdade de Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro — UERJ. Mestre e Doutora em Direito Internacional pela Faculdade de Direito da Universidade de Virginia, EUA. Consultora da área internacional do escritório Luís Roberto Barroso & Associados.

### **Carlos Martins Neto**

Discente da Faculdade de Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro — UERJ.

### **Francisco da Costa e Silva**

Professor do Programa de Pós-Graduação *lato sensu* da Faculdade de Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro — UERJ. Ex-Presidente da Comissão de Valores Mobiliários — CVM. Ex-Diretor do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social — BNDES. Membro Câmara de Arbitragem do Novo Mercado da Bolsa de Valores de São Paulo e do Comitê de Ética da Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais — APIMEC. Advogado.

### **Jean E. Kalicki**

Professora Adjunta da Georgetown University Law Center. J. D. pela Harvard Law School (1989) e B.A. pela Harvard College (1986). Advogada do escritório Arnold & Porter LLP em Washington D.C., especializada em arbitragem internacional. Presidente da D.C. Bar's International Dispute Resolution Committee.

### **José Carlos Vaz e Dias**

Professor Adjunto em Direito da Propriedade Intelectual pela Faculdade de Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro — UERJ. Sócio do escritório Di Blasi, Parente, Vaz e Dias & Associados.

### **José Gabriel Assis de Almeida**

Professor Adjunto da Faculdade de Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro — UERJ e da Escola de Ciências Jurídicas da UNIRIO — Universidade Federal do Estado do Rio de Janeiro. Doutor em Direito pela Université Panthéon Assas — Paris II.

### **Maurício Jorge Pereira da Mota**

Professor da Faculdade de Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro — UERJ. Professor do Mestrado e Doutorado da Faculdade de Direito da UERJ. Doutor em Direito Civil pela UERJ e Procurador do Estado do Rio de Janeiro.

### **Maurício Moreira Mendonça de Menezes**

Professor de Direito Comercial da Universidade do Estado do Rio de Janeiro — UERJ. Mestre e Doutorando em Direito pela Universidade do Estado do Rio de Janeiro — UERJ. Advogado.

### **Paulo Borba Casella**

Professor Titular de Direito Internacional Público na Universidade de São Paulo. Sócio de Casella Advogados.

### **Peter-Christian Müller-Graff**

Professor da Faculdade de Direito da Universidade de Heidelberg e Diretor do Instituto de Direito Societário e Econômico Alemão e Europeu da Universidade de Heidelberg.

### **Sérgio Campinho**

Professor de Direito Comercial da Faculdade de Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro — UERJ e da Faculdade de Direito — Centro da Universidade Candido Mendes — UCAM. Advogado.

## **Sumário**

### **DIREITO SOCIETÁRIO**

A UTILIZAÇÃO DO INSTITUTO DA INCORPORAÇÃO DE AÇÕES COMO FORMA DE BURLAR A EXIGÊNCIA LEGAL DE OPA PARA FECHAMENTO DE CAPITAL

- Francisco da Costa e Silva e Carlos Martins Neto ..... 3

### **RECUPERAÇÃO DE EMPRESAS E FALÊNCIAS**

FUNÇÃO SÓCIO-ECONÔMICA DA EMPRESA EM RECUPERAÇÃO JUDICIAL

- Mauricio Moreira Mendonça de Menezes ..... 49

### **NEGÓCIOS EMPRESARIAIS**

A TEORIA DA APARÊNCIA JURÍDICA

- Mauricio Jorge Pereira da Mota ..... 89

### **PROPRIEDADE INTELECTUAL**

CONTROVÉRSIAS E DIRECIONAMENTOS JURÍDICOS SOBRE A AQUISIÇÃO DE SOFTWARE ESTRANGEIRO: A LEI DE SOFTWARE E OS REGULAMENTOS CAMBIAIS EM PERSPECTIVA

- José Carlos Vaz e Dias ..... 123

O BRASIL E O PROTOCOLO DE MADRI SOBRE REGISTRO INTERNACIONAL DE MARCAS

- Paulo Borba Casella ..... 159

### **RELAÇÕES INTERNACIONAIS PRIVADAS**

O IMPACTO DA CONVENÇÃO DE MONTREAL DE 1999 SOBRE AS NORMAS APLICÁVEIS AO TRANSPORTE AÉREO INTERNACIONAL NO BRASIL

- José Gabriel Assis de Almeida ..... 203

SECURITY FOR COSTS IN INTERNATIONAL ARBITRATION

- Jean E. Kalicki ..... 219

### **DIREITO ECONÔMICO**

A ANÁLISE ECONÔMICA NA RECENTE JURISPRUDÊNCIA DO SUPREMO TRIBUNAL FEDERAL

- Arnaldo Wald ..... 225

EUROPEAN REGULATORY MEASURES AND ECONOMIC GROWTH  
- Peter-Christian Müller-Graff .....233

**PARECERES E ATUALIDADES JURISPRUDENCIAIS**

PARECER — DA AÇÃO AO PORTADOR: NOÇÃO, TRANSFERÊNCIA E  
TITULARIDADE. DA OBRIGAÇÃO DE CONVERSÃO EM AÇÕES  
NOMINATIVAS  
- Sérgio Campinho .....255

PARECER — PATENTE DE REVALIDAÇÃO (PIPELINE). EXTENSÃO DO  
PRAZO DE PROTEÇÃO DA PATENTE ORIGINÁRIA NO EXTERIOR.  
EFEITOS SOBRE A PATENTE PIPELINE NACIONAL  
- Carmen Tiburcio .....267

JURISPRUDÊNCIA ADMINISTRATIVA  
COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - CASO TRAFÓ .....309

**DIREITO  
SOCIETÁRIO**

**A UTILIZAÇÃO DO INSTITUTO DA  
INCORPORAÇÃO DE AÇÕES COMO FORMA DE  
BURLAR A EXIGÊNCIA LEGAL DE OPA PARA  
FECHAMENTO DE CAPITAL**

**THE USING OF THE INSTITUTE OF MERGER OF SHARES AS A  
WAY OF AVOIDING MAKING A PUBLIC OFFER TO TAKE A  
PUBLIC COMPANY PRIVATE**

*Francisco da Costa e Silva  
Carlos Martins Neto*

*Sumário: 1. Introdução. 2. A Reforma da Lei das S.A.: Companhia Aberta e Fechada. Fechamento de Capital. 3. Incorporação de Ações. Incorporação de Ações de companhia controlada. 4. Realização de incorporação de ações para posteriormente se cancelar o registro de companhia aberta: Negócio Jurídico Indireto. Fraude à Lei. 5. O posicionamento da CVM a respeito das operações de incorporação de ações de companhia controlada. 6. O registro de companhia aberta: limites e possibilidades. Proposta de revisão. 7. Conclusões. 8. Referências Bibliográficas.*

*Resumo: O presente artigo traz uma análise da legalidade da realização de incorporação de ações de companhia aberta controlada como forma de se evitar a realização de oferta pública para o cancelamento de registro de companhia aberta. Nesse contexto, os autores expõem a evolução legislativa ocorrida em torno do registro de companhia aberta e seu respectivo cancelamento, bem como as práticas*

adotadas por acionistas controladores para realizarem o "fechamento de capital" de companhias abertas controladas. Por fim, os autores apresentam o entendimento da CVM sobre o tema, bem como sugerem uma forma de se extinguir a prática do "fechamento branco de capital" do mercado brasileiro.

*Palavras-chave:* Direito societário. Mercado de capitais. Incorporação de ações. Cancelamento de registro de companhia aberta.

*Abstract:* This article examines the legality of carrying out a merger of shares of a listed company as a way of avoiding making a public offer to take a public company private. In this context, the authors explain the evolution of the legislation on listing and delisting companies and the practices followed by controlling shareholders to delist their controlled companies. Finally, the authors present the interpretation of the Brazilian Securities Commission (CVM) on the matter, and suggest a way to end the practice of "stealth delisting" ("fechamento branco de capital") in the Brazilian market.

*Keywords:* Corporate law. Capital market. Merger of shares. Delisting.

## 1. Introdução

Pretende-se abordar neste trabalho a legalidade da prática atualmente utilizada por diversas companhias, consistente na realização de incorporação de ações de companhia aberta controlada como forma de se evitar a realização de oferta pública de aquisição de ações ("OPA") para cancelamento de registro de companhia aberta, vulgarmente conhecida como operação de fechamento de capital.

Antes, porém, cumpre tecer breve histórico a respeito da regulação do fechamento de capital na legislação brasileira, bem como das práticas utilizadas por acionistas controladores para obter o cancelamento do registro de companhia aberta.

A Lei nº 6.404/76, em sua redação original, não disciplinava a operação de fechamento de capital, cabendo à Comissão de Valores Mobiliários ("CVM"), por meio de atos normativos regulamentares, editados com base no art. 21, § 6º, da Lei nº 6.385/76, estabelecer as regras para o cancelamento de registro de companhia aberta.

Observe-se que não se está aqui tratando do cancelamento do registro determinado de ofício pela CVM, que se encontra regulado pela Instrução nº 287, de 07 de agosto de 1998, porém daquele pretendido pela própria companhia e seus acionistas controladores em função de circunstâncias comerciais, estratégicas ou de mercado.

A regulamentação editada pela CVM relativa a esse cancelamento voluntário de registro estabeleceu, como condição para a sua efetivação, que o acionista controlador ou a própria companhia promovesse oferta pública para a aquisição das ações em circulação no mercado, e, ainda, que tal oferta pública fosse aceita por percentual relevante dos acionistas minoritários<sup>1</sup>.

Na prática do mercado, todavia, o esforço da CVM no sentido de promover um procedimento transparente e participativo não logrou êxito porque não havia, então, norma legal ou regulamentar que disciplinasse a limitação da concentração acionária detida pelo acionista controlador. Não poucas vezes, o acionista controlador decidido a fechar o capital da companhia adquiria paulatinamente ações no mercado até atingir uma significativa concentração acionária, promovendo a redução da liquidez das ações de forma substancial. Ato con-

<sup>1</sup> A esse respeito, a Instrução CVM nº 229/95, atualmente revogada, assim dispunha:  
"Art. 1º — O cancelamento do registro de que trata o artigo 21 da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, somente será efetuado pela Comissão de Valores Mobiliários se:  
(...)

II — Acionistas minoritários, titulares de, no mínimo, 67% (sessenta e sete por cento) das ações em circulação no mercado, vierem a aceitar oferta pública de aquisição a ser feita pelo acionista controlador, ou concordarem expressamente com o cancelamento do registro, não sendo computadas as ações em circulação, cujos titulares não se manifestarem, concordando ou discordando do cancelamento do registro, nos termos do artigo 11 desta Instrução".

tínuo, lançava uma oferta pública para aquisição das ações remanescentes com a finalidade explícita de promover o cancelamento do registro de companhia aberta.

Como se sabe, o fator liquidez é um dos principais aspectos levados em conta para a precificação de ações pelo mercado. Ações com grande liquidez são consideradas mais atrativas para os investidores, que podem adquiri-las ou vendê-las com mais facilidade. Por essa razão, tendem a ser melhor precificadas do que as ações que são pouco negociadas (ações com baixa liquidez). Assim, o lançamento de uma oferta pública para cancelamento de registro, após um processo de aquisição que tivesse “enxugado” a liquidez de uma determinada ação, acabava por acarretar severos prejuízos aos acionistas minoritários.

Pode-se dizer que essas operações também consubstanciavam a prática de ato abusivo pelo acionista controlador na medida em que somente ele detinha a informação da sua real intenção, ou seja, a de que as aquisições dos pequenos lotes de ações visavam, ao final, o fechamento de capital da companhia.

Não foi sem motivo, portanto, que tal procedimento passou a ser conhecido como “fechamento branco de capital” e objeto de críticas generalizadas dos investidores e dos demais participantes do mercado.

As regras da CVM aplicáveis às ofertas públicas para cancelamento de registro, em vigor até o início do ano de 1999, não enfrentavam a questão do fechamento branco. Além de não considerarem as aquisições parciais feitas pelo acionista controlador no período anterior ao lançamento da oferta para cancelamento de registro, preocupavam-se apenas em assegurar que fossem disponibilizadas, por ocasião da efetivação da oferta, as informações necessárias para que os acionistas minoritários tivessem condições de decidir vender ou não as ações de sua titularidade.

Por outro lado, a CVM não exercia qualquer ingerência sobre o preço da oferta pública para aquisição de ações visando o fechamento de capital de companhia aberta por entender que deveria ser livre, ou seja, fixado de acordo com as condições do mercado<sup>2</sup>.

O entendimento predominante era o de que os investidores, devidamente informados, teriam condições de decidir sobre a conveniência ou não de aceitar a oferta. Segundo essa lógica, caso os minoritários considerassem insatisfatório o preço ofertado, não aceitariam a oferta e a companhia ficaria impossibilitada de fechar seu capital.

Ocorre que, na prática, fosse pelo receio de permanecerem como acionistas minoritários de uma companhia cujo controlador expressamente não os desejava como sócios, fosse pelo receio de manterem um investimento de pouca liquidez no mercado, os acionistas minoritários acabavam por aceitar a oferta formulada pelo controlador, que, na maioria das vezes, era para este extremamente vantajosa.

A partir da constatação desse cenário fático e seus efeitos negativos para o mercado, o órgão regulador baixou, em 9 de fevereiro de 1999, a Instrução CVM nº 299, hoje já revogada, estabelecendo a obrigatoriedade da divulgação do aumento das participações acionárias dos acionistas controladores, administradores e membros do conselho fiscal, assim como das razões e dos objetivos dessas aquisições.

A Instrução CVM nº 299 também determinou que a aquisição de ações pelo controlador, quando a participação deste já houvesse sido elevada em 10% das ações da mesma espécie ou classe daquelas que constituíam o objeto da aquisição, só poderia ser realizada me-

2 Nesse sentido, veja-se o seguinte trecho da Nota Explicativa CVM nº 8/78: “O fato da CVM registrar a oferta pública não implica em que ela esteja aprovando o valor de compra oferecido por ação. O registro significa que o ofertante prestou as informações necessárias, para que o investidor decida sobre a oportunidade de aceitar ou não a oferta. Cabe ao investidor, portanto, examinar as informações prestadas e fazer o seu próprio juízo da oferta”. Disponível em <http://www.cvm.gov.br>. Acesso em 02.10.2007.

diante a realização de oferta pública para aquisição das ações de propriedade dos demais acionistas, também conhecida como OPA. E mais: caso a oferta fosse aceita por acionistas titulares de ações que representassem mais de um terço das ações em circulação, o ofertante teria que optar por adquirir até o limite de um terço das ações em circulação, promovendo o rateio entre os aceitantes da oferta, ou então iniciar novo procedimento de OPA, nos termos da Instrução CVM nº 229/95, o qual poderia culminar com o cancelamento de registro de companhia aberta.

Apesar dessa iniciativa da CVM no sentido de coibir o "fechamento branco" de capital, mostrou-se necessária a revisão da Lei das Sociedades Anônimas a fim de que fossem estabelecidos critérios para determinação do valor da OPA para cancelamento de registro de companhia aberta, de modo a libertar os acionistas minoritários da situação acima descrita, na qual o acionista controlador, imotivada e livremente, arbitrava o preço a ser pago pelas ações que se encontravam dispersas no mercado, o denominado *free-float*.

Assim, iniciou-se uma série de debates a respeito da reforma da legislação societária, a qual foi muito bem retratada por Modesto Carvalhosa e Nelson Eizirik. Veja-se:

*Nesse sentido, já o Projeto de Lei n. 3.519/97, de autoria do Deputado Luiz Carlos Hauly, previu a introdução, no art. 4º da Lei n. 6.404/76, da exigência de que o preço a ser oferecido nas ofertas públicas de cancelamento de registro de companhia aberta deveria ser, no mínimo, igual ao valor de reembolso previsto no art. 45 da mesma lei, qual seja, o valor de patrimônio líquido constante do último balanço aprovado em assembléia geral, salvo se o estatuto social previsse a adoção do valor econômico para tal finalidade.*

*Posteriormente, o substitutivo ao referido Projeto Hauly, apresentado pelo Deputado Emerson Kapaz, estabeleceu que a oferta pública de cancelamento de registro deveria ser formulada por preço ao menos igual ao valor econômico da companhia, determinado com observância do disposto nos novos §§ 3º e 4º do art. 45 do seu substitutivo.*

*Essas duas propostas legislativas, apesar de seus objetivos altamente meritórios, pecavam pelo excesso de rigor ao estabelecerem um único parâmetro que deveria ser aplicável, indistintamente, a todas as empresas que pretendessem fechar seu capital<sup>3</sup>.*

Ao fim de um intenso processo de construção legislativa, que envolveu debates sobre essa e outras questões, foi editada a Lei nº 10.303, de 31 de dezembro de 2001, que promoveu alterações nas Leis nºs 6.385 e 6.404, ambas de 1976, com a finalidade alinhá-las à nova realidade do mercado de capitais brasileiro, bem como adaptá-las a conceitos mais modernos de governança corporativa e de proteção aos acionistas minoritários.

## **2. A Reforma da Lei das S.A.: Companhia Aberta e Fechada. Fechamento de Capital**

*Lei 6.404/76:*

*Art. 4º Para os efeitos desta Lei, a companhia é aberta ou fechada conforme os valores mobiliários de sua emissão estejam ou não admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários. (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001).*

Quanto à conceituação de companhia aberta e fechada, a Lei nº 10.303/2001 não inovou. Apenas substituiu a expressão "bolsa ou mercado de balcão", constante da parte final do *caput* do art. 4º da Lei nº 6.404/76 por "mercado de valores mobiliários", efetuando, portanto, mera mudança de redação, sem alteração de sentido.

Com efeito, a companhia aberta difere da fechada na medida em que os valores mobiliários de sua emissão podem ser negociados no mercado, publicamente, enquanto os da companhia fechada apenas podem ser negociados de forma privada, diretamente entre as partes interessadas.

<sup>3</sup> Carvalhosa, Modesto e Eizirik, Nelson. *A nova lei das S/A*. São Paulo: Saraiva, 2002, p. 49-50.

Conforme estabelece o § 1º do art. 4º em tela, para que os valores mobiliários emitidos por sociedade anônima possam ser negociados no mercado de valores mobiliários, a companhia emissora deve estar devidamente registrada na CVM. É daí que surge o conceito de registro de companhia aberta. São companhias abertas, portanto, aquelas que possuem registro na Comissão de Valores Mobiliários.

No mesmo sentido, o § 2º desse dispositivo dispõe que toda e qualquer oferta pública de valores mobiliários será previamente registrada na CVM. Tal comando legal visa prestigiar o princípio do *full disclosure*, ou seja, a divulgação geral e irrestrita de informações a respeito da companhia e seus respectivos valores mobiliários publicamente distribuídos.

Logo, toda companhia que obtém registro na CVM e distribui publicamente os valores mobiliários de sua emissão é obrigada a fornecer informações periódicas e eventuais, a fim de instruir a decisão dos investidores de comprar, vender ou manter em carteira tais valores mobiliários.

Fixados os conceitos de companhia aberta e fechada, passa-se à análise das alterações realizadas pela Lei nº 10.303/2001 a respeito dos problemas apresentados na introdução deste estudo.

A fim de solucionar tais problemas, a alteração da Lei das S.A. trouxe as seguintes inovações: (i) obrigatoriedade de realização de OPA para fechamento de capital por **preço justo**, fixado com base em critérios objetivos previstos na Lei ou por qualquer outro critério admitido pela CVM; (ii) garantia aos minoritários da possibilidade de contestar o valor da oferta e (iii) restrição à concentração de ações pelo acionista controlador que impeça a liquidez das ações no mercado. Veja-se:

Lei 6.404/76:

Art. 4º — (...)

§ 4º O registro de companhia aberta para negociação de ações no mercado somente poderá ser cancelado se a companhia emissora de ações, o acionista controlador ou a sociedade que a controle, direta

ou indiretamente, formular oferta pública para adquirir a totalidade das ações em circulação no mercado, **por preço justo**, ao menos igual ao valor de avaliação da companhia, apurado com base nos critérios, adotados de forma isolada ou combinada, de patrimônio líquido contábil, de patrimônio líquido avaliado a preço de mercado, de fluxo de caixa descontado, de comparação por múltiplos, de cotação das ações no mercado de valores mobiliários, ou com base em outro critério aceito pela Comissão de Valores Mobiliários, **assegurada a revisão do valor da oferta**, em conformidade com o disposto no art. 4º-A. (Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001).

(...)

§ 6º O acionista controlador ou a sociedade controladora que adquirir ações da companhia aberta sob seu controle *que elevem sua participação, direta ou indireta, em determinada espécie e classe de ações à porcentagem que, segundo normas gerais expedidas pela Comissão de Valores Mobiliários, impeça a liquidez de mercado das ações remanescentes, será obrigado a fazer oferta pública, por preço determinado nos termos do § 4º, para aquisição da totalidade das ações remanescentes no mercado.* (Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001). (Grifos acrescentados).

Com relação ao “preço justo”, a lei indicou, de forma exemplificativa, os critérios de avaliação que podem ser utilizados (de forma isolada ou cumulativa) para se chegar ao valor de avaliação da companhia. Sem prejuízo de tais critérios, outros poderão ser utilizados, desde que aceitos pela CVM.

Conforme muito bem observam Modesto Carvalhosa e Nelson Eizirik, *os critérios adotados devem ser compatíveis com a situação da companhia e das ações de sua emissão. Assim, por exemplo, o critério “cotação das ações no mercado” somente poderá ser utilizado se as ações forem dotadas de efetiva liquidez no mercado secundário; o critério de “fluxo de caixa descontado” não é adequado para empresas cíclicas, ou que estejam envolvidas em processo de reestruturação*<sup>4</sup>.

4 Carvalhosa, Modesto e Eizirik, Nelson. *A nova lei das S/A*. São Paulo: Saraiva, 2002, p. 51.

Em apertada síntese, buscou a lei criar um mecanismo para evitar que o controlador fixasse o preço que bem entendesse para a aquisição das ações dos minoritários no âmbito da OPA para fechamento de capital, estabelecendo, então, a noção de “preço justo”, cujo fundamento é o laudo de avaliação da companhia realizado com base nos critérios indicados pela lei ou noutros aceitos pela CVM.

Nada obstante, é o ofertante quem decide o critério a ser adotado na avaliação e à CVM cabe tão-somente fiscalizar se o laudo que fundamentou o preço ofertado pelas ações dos minoritários baseou-se nos critérios estabelecidos pela lei ou por outro aceito pela própria Autarquia. Isto é, a CVM deve verificar se os critérios utilizados são aptos a aferirem o “preço justo”.

Nos termos do art. 4º-A<sup>5</sup>, da Lei nº 6.404/76, introduzido pela Lei nº 10.303/2001, aos acionistas minoritários é ainda atribuída a capacidade de revisar o valor da oferta formulada pelo controlador.

Para tanto, no mínimo 10% dos acionistas titulares das ações em circulação devem requerer aos administradores da companhia a convocação de uma assembleia especial de acionistas do *free-float*, cuja ordem do dia será deliberar sobre a realização de nova avaliação da companhia.

Vale dizer que para produzir seus efeitos, o requerimento dos minoritários deve ser devidamente fundamentado, apontando as pos-

5 Lei 6.404/76: Art. 4º-A. Na companhia aberta, os titulares de, no mínimo, 10% (dez por cento) das ações em circulação no mercado poderão requerer aos administradores da companhia que convoquem assembleia especial dos acionistas titulares de ações em circulação no mercado, para deliberar sobre a realização de nova avaliação pelo mesmo ou por outro critério, para efeito de determinação do valor de avaliação da companhia, referido no § 4º do art. 4º. (Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001).

§ 1º O requerimento deverá ser apresentado no prazo de 15 (quinze) dias da divulgação do valor da oferta pública, devidamente fundamentado e acompanhado de elementos de convicção que demonstrem a falha ou imprecisão no emprego da metodologia de cálculo ou no critério de avaliação adotado, podendo os acionistas referidos no caput convocar a assembleia quando os administradores não atenderem, no prazo de 8 (oito) dias, ao pedido de convocação. (Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001).

síveis falhas no laudo divulgado pelo controlador e suas razões, bem como ser apresentado à administração da companhia no prazo de 15 dias, a contar da divulgação do valor da OPA, nos termos do § 1º do art. 4º-A da Lei das S.A.. Caso contrário, a administração da companhia poderá, legitimamente, indeferi-lo.

Caso a administração da companhia não se manifeste com relação ao pedido de convocação da assembleia especial no prazo de oito dias, os acionistas minoritários poderão convocar a assembleia especial, nos termos do art. 4º-A, § 1º, da LSA.

Em se convocando a assembleia especial acima referida, a princípio, os acionistas titulares das ações em circulação no mercado poderão deliberar legitimamente, por maioria absoluta de votos dos presentes, apenas sobre a realização de nova avaliação. Caso o pedido de revisão seja aprovado, a assembleia deverá deliberar a respeito do critério a ser adotado na nova avaliação, bem como indicar a empresa especializada que a realizará. Uma vez deliberada pela assembleia a nova avaliação, é obrigação da administração da companhia providenciar a contratação da empresa escolhida e pagar o custo dessa contratação.

Como uma forma de se prevenirem abusos por parte da minoria, bem como de evitar onerar a companhia com gastos desnecessários, o § 3º do art. 4º-A da LSA determina que os acionistas que requererem a nova avaliação e aqueles que votarem a seu favor deverão reembolsar à companhia as despesas realizadas com a nova avaliação, caso o resultado desta seja igual ou inferior ao da apresentada pelo controlador.

Por outro lado, a lei não estabelece expressamente que o acionista controlador deverá reembolsar a companhia quando o novo laudo apresentar avaliação superior àquela divulgada pelo controlador. Todavia, seguindo a lógica empregada para a situação em que a nova avaliação apresenta valor inferior ao da avaliação promovida pelo controlador, este deve reembolsar a companhia dos custos com a nova avaliação caso o valor apurado seja superior ao constante da

avaliação por ele apresentada, pelos mesmos fundamentos acima consignados. Esse entendimento é compartilhado por Modesto Carvalho e Nelson Eizirik, conforme demonstra a passagem abaixo:

*O § 3º do novo art. 4º-A silencia quanto à hipótese de o preço obtido na nova avaliação ser superior ao originalmente oferecido pelo acionista controlador. A companhia, nesta hipótese, tem direito a ser ressarcida pelo controlador, pois não seria razoável que arca-se com o ônus de um ato por ele praticado. O controlador inadimplente também pode ter os seus direitos suspensos, na forma dos art. 120 e 122, V, da Lei das S/A, estando impedido de votar na assembléia que deliberar a respeito (art. 115, §1º<sup>6</sup>). (Grifos acrescentados).*

Quando a nova avaliação, decorrente da deliberação dos minoritários, apontar um valor para a companhia maior do que o estimado pela avaliação realizada pelo controlador, esse novo valor superior vinculará a oferta, a menos que o controlador tenha previsto o contrário.

Nesse mesmo sentido é o entendimento de Luiz Leonardo Cantidiano, para quem o acionista controlador pode, no caso de a nova avaliação ser superior àquela por ele apresentada, desistir da operação, desde que tenha estabelecido uma condição para a efetivação da proposta, a qual pode ser, por exemplo, a manutenção do preço por ele ofertado. Veja-se:

*Se resultar, da nova avaliação, preço superior àquele que o ofertante estaria disposto a pagar, o ofertante estará desobrigado de apresentar a oferta se, tendo sido estabelecida por ele uma condição para a validade da proposta, a mesma não se implementar.  
Se o ofertante não tiver estabelecido qualquer condição para a validade da oferta, ou verificada a condição que ele tiver fixado, estará ele*

6 Carvalho, Modesto e Eizirik, Nelson. *A nova lei das S/A*. São Paulo: Saraiva, 2002, p. 58.

*obrigado a adotar, na sua oferta, o preço determinado na avaliação requerida pelos investidores<sup>7</sup>.*

Visando restringir a concentração substancial de ações por parte do controlador, prática que, conforme acima referido, prejudica a liquidez das ações, o § 6º do art. 4º da LSA estabelece que o controlador deverá realizar OPA nos moldes do § 4º do mesmo artigo para que possa adquirir quantidade significativa de ações.

A Lei, contudo, não se preocupou em estabelecer o percentual de concentração acionária que caracteriza situação de iliquidez para as ações remanescentes no mercado. Delegou essa tarefa à CVM, que cuidou da matéria na Instrução nº 361/2002.

Referida Instrução prevê três situações nas quais a liquidez das ações em circulação pode ser ameaçada e estabelece mecanismos de proteção aos minoritários.

O art. 26 regulamenta o § 6º do art. 4º da LSA, estabelecendo o limite de concentração acionária que, se ultrapassado, enseja a realização de OPA por aumento de participação. Nesse sentido, o acionista controlador que, de forma isolada ou em conjunto com pessoas a ele vinculadas, adquira ações que representem mais de 33,33% do total das ações em circulação de determinada classe ou espécie, fora do âmbito de uma OPA, deverá realizar a OPA por aumento de participação. Veja-se a íntegra do dispositivo mencionado:

**Art. 26. A OPA por aumento de participação, conforme prevista no § 6º do art. 4º da Lei 6.404/76, deverá realizar-se sempre que o acionista controlador, pessoa a ele vinculada, e outras pessoas que atuem em conjunto com o acionista controlador ou pessoa a ele vinculada, adquiram, por outro meio que não uma OPA, ações que representem mais de 1/3 (um terço) do total das ações de cada espécie ou classe em circulação na**

7 Cantidiano, Luiz Leonardo. *Reforma da Lei das S.A. comentada*. Rio de Janeiro: Renovar, 2002, p.46-7.

*data da entrada em vigor desta Instrução, observado o disposto nos §§ 1º e 2º do art. 37. (Grifos acrescentados).*

O § 2º do art. 10 da referida Instrução, por sua vez, estabelece que, se o acionista controlador realizar OPA visando adquirir mais de 1/3 das ações em circulação e da oferta resultar a adesão de mais de 2/3 dos titulares das ações em circulação, ficará obrigado a adquirir, pelo preço final da OPA e pelo prazo de três meses após a data de realização do respectivo leilão, as ações em circulação remanescentes, caso seus titulares assim o desejem:

Art. 10 (...)

§2º Ressalvada a hipótese de OPA por alienação de controle, do instrumento de qualquer OPA formulada pelo acionista controlador, pessoa a ele vinculada ou a própria companhia, que vise à aquisição de mais de 1/3 (um terço) das ações de uma mesma espécie ou classe em circulação, constará declaração do ofertante de que, **caso venha a adquirir mais de 2/3 (dois terços) das ações de uma mesma espécie e classe em circulação, ficará obrigado a adquirir as ações em circulação remanescentes, pelo prazo de 3 (três) meses, contados da data da realização do leilão, pelo preço final do leilão de OPA**, atualizado até a data do efetivo pagamento, nos termos do instrumento de OPA e da legislação em vigor, com pagamento em no máximo 15 (quinze) dias do exercício da faculdade pelo acionista, tudo sem prejuízo do disposto no art. 15. (Grifos acrescentados).

A terceira situação de potencial concentração acionária combatida pela Instrução CVM nº 361/2002 é a que ocorre quando uma OPA tem adesão de acionistas titulares de mais de 1/3 e menos de 2/3 das ações em circulação no mercado. Quando isso ocorrer, o ofertante deve optar por adquirir até 1/3 das ações em circulação, promovendo o rateio entre os aceitantes da oferta, ou então desistir da OPA. Vale ressaltar que, para que o ofertante possa desistir da OPA, o edital da oferta deve prever expressamente essa possibilidade, condicionada à não aceitação da oferta por no mínimo 2/3 dos titulares das ações em circulação. Veja-se:

Art. 15. Em qualquer OPA formulada pela companhia objeto, pelo acionista controlador ou por pessoas a ele vinculadas, desde que não se trate de OPA por alienação de controle, **caso ocorra a aceitação por titulares de mais de 1/3 (um terço) e menos de 2/3 (dois terços) das ações em circulação, o ofertante somente poderá: I — adquirir até 1/3 (um terço) das ações em circulação da mesma espécie e classe, procedendo-se ao rateio entre os aceitantes**, observado, se for o caso, o disposto nos §§ 1º e 2º do art. 37; ou II — **desistir da OPA, desde que tal desistência tenha sido expressamente manifestada no instrumento de OPA**, ficando sujeita apenas à condição de a oferta não ser aceita por acionistas titulares de pelo menos 2/3 (dois terços) das ações em circulação. (...).(Grifos acrescentados).

Nota-se, portanto, que a nova lei, combinada com a regulação baixada pela CVM, instituiu instrumentos para bloquear os abusos outrora perpetrados pelos controladores, especialmente no que diz respeito ao procedimento para fechamento de capital. Foi assegurado aos minoritários a oportunidade de impedir o fechamento de capital da companhia aberta de que são acionistas ou, ao menos, de receber um preço "justo" por suas ações. Finalmente, foi criado mecanismo para a manutenção da liquidez das ações em circulação no mercado, delegando à CVM a regulamentação da matéria.

### **3. Incorporação de Ações. Incorporação de Ações de companhia controlada**

A incorporação de ações é a operação societária por meio da qual a totalidade das ações de emissão de uma sociedade anônima é incorporada ao patrimônio de outra companhia, convertendo aquela em subsidiária integral desta, nos termos do art. 252, da LSA<sup>8</sup>.

<sup>8</sup> Lei 6.404/76: Art. 252. *A incorporação de todas as ações do capital social ao patrimônio de outra companhia brasileira, para convertê-la em subsidiária integral, será submetida à deliberação da assembléia-geral das duas companhias mediante protocolo e justificação, nos termos dos artigos 224 e 225.*

Diferentemente da operação de incorporação de sociedade, quando a incorporadora absorve ativo e passivo da incorporada, que deixa de existir, a incorporação de ações opera exclusivamente sobre as ações da companhia-alvo, que são integralmente absorvidas pela incorporadora. Os acionistas da companhia incorporada transferem a totalidade das suas ações para a incorporadora, que se torna a acionista única da primeira. A companhia cujas ações forem transferidas ao capital da outra sociedade — a incorporada — não se extingue, permanece como pessoa jurídica independente, com plena autonomia patrimonial, sem que ocorra sucessão de direitos e obrigações entre as companhias envolvidas.

Tanto na incorporação de ações como na incorporação de sociedades, resulta da operação um aumento de capital da incorporadora, mediante a conferência da totalidade das ações da subsidiária integral — no caso de incorporação de ações — ou do patrimônio líquido da incorporada — no caso de incorporação de sociedades<sup>9</sup>.

Necessário se faz distinguir a incorporação de ações que se processa entre duas companhias sob controles distintos daquela que

---

§ 1º A assembleia-geral da companhia incorporadora, se aprovar a operação, deverá autorizar o aumento do capital, a ser realizado com as ações a serem incorporadas e nomear os peritos que as avaliarão; os acionistas não terão direito de preferência para subscrever o aumento de capital, mas os dissidentes poderão retirar-se da companhia, observado o disposto no art. 137, II, mediante o reembolso do valor de suas ações, nos termos do art. 230. (Redação dada pela Lei nº 9.457, de 1997).

§ 2º A assembleia-geral da companhia cujas ações houverem de ser incorporadas somente poderá aprovar a operação pelo voto de metade, no mínimo, das ações com direito a voto, e se a aprovar, autorizará a diretoria a subscrever o aumento do capital da incorporadora, por conta dos seus acionistas; os dissidentes da deliberação terão direito de retirar-se da companhia, observado o disposto no art. 137, II, mediante o reembolso do valor de suas ações, nos termos do art. 230. (Redação dada pela Lei nº 9.457, de 1997).

§ 3º Aprovado o laudo de avaliação pela assembleia-geral da incorporadora, efetivar-se-á a incorporação e os titulares das ações incorporadas receberão diretamente da incorporadora as ações que lhes couberem.

9 Eventualmente, a incorporação, tanto de companhia como de ações, pode não acarretar um aumento de capital da incorporadora. Embora incomum, isto pode acontecer quando o valor da sociedade incorporada, apurado de acordo com os critérios do art. 170, §1º da Lei nº 6.404, seja zero ou negativo.

envolve a sociedade controladora e sua controlada. No primeiro caso, há a versão no patrimônio da incorporadora da totalidade das ações de emissão da sociedade cujas ações foram incorporadas, com a emissão de novas ações pela incorporadora em substituição àquelas, sendo certo que os acionistas da companhia cujas ações foram incorporadas recebem as ações emitidas pela incorporadora. No segundo caso, de incorporação de ações de companhia que já é controlada pela incorporadora, o aumento do capital desta última corresponderá somente ao valor das ações que são de propriedade dos acionistas minoritários da sociedade cujas ações estão sendo incorporadas.

Ainda no que diz respeito à primeira hipótese, é importante ressaltar que a Lei Societária reconhece, nesses casos, a existência de duas maiorias acionárias distintas que deliberem sobre as condições da operação. Com efeito, quando uma das companhias já controla a outra, não há a duplicidade de interesses, vez que a própria incorporadora votará na Assembleia Geral da incorporada, determinando a aprovação da operação.

Sendo assim, o art. 264<sup>10</sup> da LSA prevê uma regulação especial

---

10 Lei 6.404/76: Art. 264. Na incorporação, pela controladora, de companhia controlada, a justificação, apresentada à assembleia-geral da controlada, deverá conter, além das informações previstas nos arts. 224 e 225, o cálculo das relações de substituição das ações dos acionistas não controladores da controlada com base no valor do patrimônio líquido das ações da controladora e da controlada, avaliados os dois patrimônios segundo os mesmos critérios e na mesma data, a preços de mercado, ou com base em outro critério aceito pela Comissão de Valores Mobiliários, no caso de companhias abertas. (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001).

§ 1º A avaliação dos dois patrimônios será feita por 3 (três) peritos ou empresa especializada e, no caso de companhias abertas, por empresa especializada. (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001).

§ 2º Para efeito da comparação referida neste artigo, as ações do capital da controlada de propriedade da controladora serão avaliadas, no patrimônio desta, em conformidade com o disposto no caput. (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001).

§ 3º Se as relações de substituição das ações dos acionistas não controladores, previstas no protocolo da incorporação, forem menos vantajosas que as resultantes da comparação prevista neste artigo, os acionistas dissidentes da deliberação da assembleia-geral da controlada que

para as hipóteses de incorporação de companhia controlada por controladora, com a finalidade de proteger os acionistas minoritários, regulação que foi estendida aos casos de incorporação de ações entre controladoras e controladas, bem como entre sociedades sob controle comum pela Lei nº 10.303/2001, com a inserção de novo parágrafo — o § 4º — a esse mesmo artigo.

Segundo o ensinamento do professor Luiz Gastão Paes de Barros Leães,<sup>11</sup> “o propósito dessas normas, como declarado na própria exposição de motivos, é propiciar uma proteção adicional aos acionistas minoritários, concentrando a sua atenção na relação de troca das ações da controlada, de propriedade dos não controladores”.

Com efeito, as normas especiais contidas no art. 264 da LSA não prescrevem critérios para determinar a relação de substituição das ações; não excluem, portanto, a aplicação, nessa hipótese, da norma geral do artigo 224, segundo a qual o critério é escolhido por acordo das partes no protocolo de incorporação. Todavia, exige o art. 264 que a justificação com que o protocolo é submetido à assembléia de acionistas da controlada contenha cálculo da relação de substituição das ações dos acionistas não controladores da controlada com base no valor de patrimônio líquido da controladora e da controlada, avaliados os dois patrimônios líquidos, segundo os mesmos critérios, a preços de mercado.

---

*aprovar a operação, observado o disposto nos arts. 137, II, e 230, poderão optar entre o valor de reembolso fixado nos termos do art. 45 e o valor do patrimônio líquido a preços de mercado. (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001).*

**§ 4º Aplicam-se as normas previstas neste artigo à incorporação de controladora por sua controlada, à fusão de companhia controladora com a controlada, à incorporação de ações de companhia controlada ou controladora, à incorporação, fusão e incorporação de ações de sociedades sob controle comum. (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001. Grifos acrescentados).**

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

11 Leães, Luiz Gastão Paes de Barros. *Pareceres*, Vol. II. São Paulo: Editora Singular, 2004, p. 1.415.

Caso a relação de substituição ajustada no protocolo seja menos vantajosa do que a apurada com base no valor de patrimônio líquido a preços de mercado, os acionistas da controlada que discordarem dessa deliberação e exercerem o direito de retirada poderão escolher entre o preço de reembolso fixado nos termos do artigo 45 (valor de patrimônio líquido contábil) ou o valor de patrimônio líquido a preços de mercado.

A esse respeito, veja-se o seguinte comentário de Modesto Carvalhosa:

*A incorporação de companhia controlada por sua controladora rege-se pelos mesmos princípios, acima mencionados. Porém, como, no caso, é o mesmo controlador final que decide sobre a conveniência da operação, a Lei das S/A exige que seja apresentada aos acionistas uma avaliação do patrimônio líquido a preços de mercado, tanto da incorporadora como da incorporada, o que não significa que a relação de troca das ações dos acionistas não controladores seja efetuada por esse valor. Tal avaliação do patrimônio líquido a preços de mercado serve para demonstrar a equidade da relação de troca, constituindo, ademais, uma alternativa para a determinação do valor do reembolso dos acionistas dissidentes: a lei permite que os acionistas exerçam seu direito de recesso, fixando o valor de reembolso com base no patrimônio líquido avaliado a preços de mercado, e não com base em qualquer outro critério, se forem eles prejudicados na relação de substituição de suas ações em face do critério escolhido pela companhia<sup>12</sup>.*

Apesar do mecanismo de proteção acima descrito, deve-se registrar que a incorporação de ações consiste numa das poucas hipóteses em que se admite a “expropriação” privada de bens, na medida em que fica o minoritário obrigado a entregar suas ações, embora outras receba em substituição, contra sua vontade. Deve, portanto, ser tal instituto interpretado de forma restritiva, a uma, por limitar ou

---

12 Carvalhosa, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*, 4º Volume, Tomo II. São Paulo: Saraiva, 2003, p. 277.

excepcionar o constitucionalmente tutelado direito de propriedade e, a duas, por contrariar os principais objetivos da reforma da Lei das S.A. no que diz respeito aos procedimentos a serem observados em matéria de fechamento de capital: proteção efetiva dos interesses dos acionistas minoritários e justa compensação patrimonial.

#### 4. Realização de incorporação de ações para posteriormente se cancelar o registro de companhia aberta: Negócio Jurídico Indireto. Fraude à Lei

Em 5 de março de 2002, o Colegiado da CVM baixou a Instrução nº 361, que dispõe sobre os procedimentos aplicáveis às ofertas públicas para aquisição de ações de companhia aberta, inclusive, à OPA para cancelamento de registro, de que trata o art. 4º, § 4º, da LSA.

O normativo em questão, na seção que dedica à OPA para cancelamento de registro de companhia aberta, apresenta dois requisitos indispensáveis para que a OPA efetivamente resulte no fechamento de capital da companhia, quais sejam, (i) a oferta de preço justo pelas ações dos minoritários e (ii) a aceitação da oferta ou concordância expressa de pelo menos 2/3 dos titulares das ações em circulação<sup>13</sup>.

Além disso, se houver em circulação no mercado debêntures que porventura tenham sido distribuídas publicamente pela companhia, a Instrução CVM nº 361/02 impõe a comprovação de que a sociedade cujo registro de companhia aberta se pretende cancelar tenha resgatado ou adquirido tais títulos (ou assegurado o resgate dos mesmos) ou, alternativamente, a comprovação de que os titulares desses papéis tenham concordado expressamente com o cancelamento de registro de companhia aberta<sup>14</sup>. No caso da companhia ter

<sup>13</sup> Instrução CVM nº 361/02, art. 16.

<sup>14</sup> Instrução CVM nº 361/02, art. 17 e incisos.

distribuído outros valores mobiliários diversos de ações e debêntures, deve comprovar que adquiriu a totalidade dos respectivos valores mobiliários em circulação, ou então obter a concordância expressa de seus titulares para o cancelamento de registro de companhia aberta<sup>15</sup>.

Conforme se pode verificar nas linhas acima, as exigências legais e regulamentares para se cancelar o registro de companhia aberta, quando comparadas àquelas para se promover a incorporação de ações de companhia controlada, resultam num processo muito mais complexo e oneroso para os acionistas controladores. O resultado dessa situação é assim descrito por Marília Camacho e Barbara Makant:

*As obrigações legais e regulamentares acima assinaladas representam ônus operacionais para acionistas controladores e empresas controladoras que, para se desonerarem, buscam, por vezes, soluções alternativas não convencionais e não condizentes com a natureza jurídica e os objetivos específicos dos instrumentos utilizados. A criatividade e a inventividade dos interessados em promover o cancelamento do registro de companhia aberta, isto é, o fechamento do seu capital, sem os ônus que lhe incumbem, encontram na utilização da incorporação de ações um sucedâneo indireto para alcançar este objetivo<sup>16</sup>.*

Em termos objetivos, verifica-se: de um lado, uma operação que depende da anuência de mais de 2/3 dos titulares das ações do *free-float*, bem como da fixação de preço justo para as ações dos minoritários, com base nos critérios de avaliação estabelecidos pela lei (OPA para fechamento de capital); e, de outro lado, uma operação na

<sup>15</sup> Instrução CVM nº 361/02, art. 18.

<sup>16</sup> Camacho, Marília e Makant, Barbara. Da utilização do instituto da incorporação de ações como meio de efetuar o fechamento de capital de uma companhia aberta sem a realização de oferta pública. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais* nº 28, abril-junho/2005. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, p. 53.

qual o controlador, sem possibilidade de resistência por parte de minoritários, pode deliberar a transformação da companhia aberta controlada em subsidiária integral da incorporadora, sendo que esta última pode ser aberta ou fechada<sup>17</sup> (incorporação de ações).

Logo, conforme salientado por Marília Camacho e Barbara Makant no trecho acima transcrito, muitos controladores têm-se utilizado do mecanismo da incorporação de ações para atingirem outra finalidade que não a transformação da controlada em subsidiária integral, qual seja, o “fechamento branco” de seu capital.

Dessa forma, como maneira de se evitar a determinação de um preço justo pelas ações da companhia e a submissão da oferta à apreciação dos minoritários, os controladores decidem compulsoriamente a realização da incorporação de ações, de forma a expelir os minoritários da companhia, transferindo-os para outra sociedade ou pagando o valor do reembolso de suas ações.

Ainda na década de 40 do século passado, Tullio Ascarelli identificou, dentre vários outros problemas do direito comercial, os chamados negócios indiretos, e assim os caracterizou:

*É muito freqüente encontrar, nos vários sistemas jurídicos, negócios indiretos, as partes recorrem a um determinado negócio jurídico, mas o escopo prático visado não é, afinal, o normalmente realizado através do negócio adotado, mas um escopo diverso, muitas vezes análogo àquele de outro negócio ou sem forma típica própria no sistema jurídico.*

*Há, pois, um negócio indireto, quando as partes recorrem, no caso concreto, a um negócio determinado para alcançar, consciente e consensualmente, por seu intermédio, finalidades diversas das que, em princípio, lhe são típicas.*

*Mas, a adoção de determinado negócio, para escopos indiretos, não é*

17 Cumpre ressaltar que, se a companhia incorporadora das ações for fechada, deverá a mesma obter o registro de companhia aberta perante a CVM no prazo máximo de 120 dias, contados da data da AGE que aprovou a operação, conforme determina o art. 223, § 3º, da Lei nº 6.404/76.

*feita por acaso: tem explicação no intuito de se sujeitarem as partes não somente à forma, mas também à disciplina do negócio adotado. Esta se estende, assim, a hipóteses para as quais não fora estabelecida, a princípio. O velho negócio, através desse uso indireto, preenche novas funções, responde a novos objetivos<sup>18</sup>. (Grifos acrescentados).*

Esclareça-se que os negócios jurídicos indiretos não se confundem com a simulação: no negócio jurídico simulado, as partes aparentam submeter-se à disciplina do instituto jurídico utilizado, mas, em seu interior, perseguem finalidade diversa. Desse modo, o negócio realizado não guarda relação com a vontade real das partes. No negócio indireto, por outro lado, a finalidade perseguida pelas partes é alcançada justamente por meio do negócio adotado e declarado.

Sendo assim, na operação de incorporação de ações em que o controlador não busca, justificadamente, atingir os efeitos típicos do instituto então utilizado (formação de uma subsidiária integral), restará caracterizado o negócio indireto, com o fito de se promover o chamado “fechamento branco de capital”.

Tal entendimento é também defendido por Calixto Salomão Filho, *verbis*:

*Não há dúvida de que as incorporações de ações de que trata essa consulta são negócios jurídicos indiretos. Ao incorporar uma companhia aberta, a sociedade controladora busca no fundo retirar do mercado as ações que se encontram em circulação. Atinge-se, assim, uma finalidade atípica — o fechamento branco de capital, sem cancelamento do registro de companhia aberta — através de um instituto disciplinado em lei — a incorporação de ações<sup>19</sup>. (Grifos acrescentados).*

18 Ascarelli, Tullio. *Problemas das sociedades anônimas e direito comparado*. São Paulo: Saraiva, 1969, p. 94.

19 Filho, Calixto Salomão. Parecer juntado aos autos do Processo nº 000.05.107254-8, que tramitou perante a 19ª Vara Cível do Foro Central da Comarca da Capital do Estado de São Paulo.

Nada obstante, os negócios jurídicos indiretos são, via de regra, plenamente válidos e eficazes. Cumpre, todavia, ressaltar a seguinte ponderação de Tullio Ascarelli:

*A distinção entre o negócio indireto e o negócio simulado, considerada nas páginas anteriores, não deve, é óbvio, levar à conclusão de que o primeiro seja sempre válido.*

**Os fins visados pelas partes podem ser ilícitos; o negócio indireto será, então, ilícito e, portanto, nulo; o negócio fraudulento constitui, afinal, uma subespécie do negócio indireto.**

**A ilegitimidade não recai, nesta hipótese, sobre a causa típica do negócio adotado pelas partes; recai sobre o objetivo último por estas concretamente visado;** é, portanto, relevante juridicamente, enquanto podem ser anulados os negócios cujos motivos (comuns a todas as partes) sejam ilícitos<sup>20</sup>. (Grifos acrescentados).

Considerando-se que a fraude à lei, por não se tratar de um vício de consentimento, não exige a prova da intenção para sua caracterização<sup>21</sup>, quando os objetivos alcançados por meio de um determinado negócio jurídico ofenderem o que estabelece a lei cogente, tal negócio estará viciado por ter sido realizado em fraude à lei.

Nesse sentido, veja-se a lição de Pontes de Miranda:

*Na simulação, quer-se o que não aparece e não se quer o que aparece. Na fraude à lei, quer-se, sinceramente, o que aparece, porque o resultado é aquele que a lei fraudada tenta impedir, ou por que se afasta o resultado que a lei fraudada determina que se produza. No ato só aparente, não se quer o que aparece, nem o resultado dele, nem outro resultado.*

*Quando o intérprete ou juiz aponta o caso de fraude à lei, procede ele à corrigenda da inadaptação das pessoas, que burlam a lei, à vida*

*social. Se fosse permitido que escapassem a incidência da lei os suportes fácticos em que, por artifício, se eliminassem ou se juntassem outros elementos, estaria profundamente comprometida a função do direito. Indiretamente, seria possível fugir às leis cogentes. O interesse público, que eleva à categoria de regras jurídicas cogentes (proibitivas, impositivas) algumas delas, fletir-se-ia ante o interesse privado, que tomasse caminhos dévios: "Por aqui não posso ir; vou por ali", ou "Por aqui devia ir até lá, vou por aqui porém tomarei o atalho". No ato só aparente, não se toma qualquer caminho: parte-se por trilha ínvia. Na simulação, digo que vou por aqui, mas em verdade vou por ali<sup>22</sup>. (Grifos acrescentados).*

Assim, não fica difícil perceber que, muitas das vezes, a incorporação de ações de uma companhia aberta por outra companhia consiste em fraude à lei, na medida em que os resultados indiretos do negócio jurídico em questão logram violar a lei cogente, tendo em vista a não realização dos procedimentos estabelecidos pela Lei das S/A para o fechamento de capital de companhia aberta. Mais uma vez, merece citação a lição de Calixto Salomão Filho:

**Não resta dúvida, portanto, de que o artigo 4º, § 4º da lei societária é uma norma de aplicação teleológica. Ele não deve ser aplicado somente às operações que impliquem, formalmente, cancelamento de registro da companhia aberta na CVM. Pelo contrário, ele deve disciplinar todas as operações que tenham na prática os mesmo efeitos do cancelamento de registro. Não é diferente o que busca o parágrafo seguinte do mesmo artigo, que segue o caminho indicado pela CVM mesmo antes da alteração do artigo 4º. De acordo com o § 5º, o controlador que aumentar sua participação com prejuízo para a liquidez das demais ações é obrigado a formular oferta pública como se tivesse havido o cancelamento de registro. O legislador teve em mente um resultado prático, não uma forma jurídica. Daí decorre a conclusão inescapável de que a incorporação**

20 Ascarelli, Tullio. *Problemas das sociedades anônimas e direito comparado*. São Paulo: Saraiva, 1969, p. 112.

21 Nesse sentido, veja-se, por todos, Miranda, Pontes de. *Tratado de direito privado*, Tomo I. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 1983, p. 43.

22 Miranda, Pontes de. *Tratado de direito privado*, Tomo I. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 1983, p. 53.

de ações de companhia aberta por sua controladora, sem o cumprimento do previsto no artigo 4º, parágrafo 4º da lei societária, é sim um negócio em fraude à lei. Embora não implique fechamento de capital em sentido formal, ela tem os mesmos efeitos práticos e, por conseguinte, deve sujeitar-se ao mesmo regime. Do contrário, os propósitos do art. 4º da lei não serão alcançados. Ou se adota essa conclusão, ou se abandona os propósitos do art. 4º e da reforma<sup>23</sup>. (Grifos acrescentados).

Ademais, a incorporação de ações geralmente é apenas um passo para o fechamento de capital: primeiro, o controlador transforma a companhia aberta controlada em subsidiária integral; num segundo momento, após a “poeira abaixar”, ele cancela o registro de companhia aberta da subsidiária integral sem realizar oferta pública, pelo simples fato de não haver destinatário para a oferta. Ressalte-se que tal procedimento é totalmente contrário ao sistema de proteção aos acionistas minoritários no que diz respeito às operações de fechamento de capital instituído pela Lei das S/A reformada.

A Lei de Introdução ao Código Civil dispõe, dentre outros assuntos, sobre os paradigmas interpretativos a serem utilizados pelos aplicadores do direito. Nesse sentido, deve-se ressaltar que, conforme determina o referido diploma jurídico em seu art. 5º, o aplicador do direito deverá interpretar a lei em consonância com os fins sociais a que ela se dirige e às exigências do bem comum. A mesma norma estabelece, em seu art. 2º, § 1º, que, em caso de conflito normativo, a lei posterior deverá prevalecer sobre a anterior<sup>24</sup>.

23 Filho, Calixto Salomão. Parecer juntado aos autos do Processo nº 000.05.107254-8, que tramitou perante a 19ª Vara Cível do Foro Central da Comarca da Capital do Estado de São Paulo.

24 Decreto-Lei nº 4.657/42: Art.2º Não se destinando à vigência temporária, a lei terá vigor até que outra a modifique ou revogue.

§ 1º A lei posterior revoga a anterior quando expressamente o declare, quando seja com ela incompatível ou quando regule inteiramente a matéria de que tratava a lei anterior.

(...)

Art. 5º Na aplicação da lei, o juiz atenderá aos fins sociais a que ela se dirige e às exigências do bem comum.

Dessa forma, deve o aplicador do direito interpretar o instituto da incorporação de ações de companhia aberta controlada de forma estrita, no intuito de compatibilizar tal operação com as inovações trazidas à lei societária pela Lei nº 10.303/2001.

Importante ressaltar que, nos termos do art. 166, VI, do Código Civil, é nulo o negócio jurídico que tiver por objetivo fraudar a lei imperativa. Portanto, caracterizando-se uma operação de incorporação de ações de companhia aberta controlada como sendo em fraude à lei (ou seja, efetuada com o objetivo de se evitar a realização de OPA para fechamento de capital), tal operação é nula.

## **5. O posicionamento da CVM a respeito das operações de incorporação de ações de companhia controlada**

Nos últimos anos, a incorporação de ações tem sido amplamente utilizada em operações de reestruturação societária, em grande parte por supostamente não estar sujeita às diversas condições impostas às operações de fechamento de capital, conforme acima exposto. Essas operações têm sido sistematicamente questionadas pelos acionistas minoritários das companhias envolvidas, que reclamam que a incorporação de ações deveria ser considerada como um verdadeiro fechamento de capital e, portanto, ser sujeita à oferta pública de ações nos moldes do apregoado no § 4º do artigo 4º da Lei nº 6.404/76.

A percepção da CVM sobre o tema tem variado bastante ao longo do tempo. Num primeiro momento, o órgão entendia que as ações de companhia aberta podiam ser incorporadas independentemente da necessidade de realização de OPA para cancelamento de registro.

Posteriormente, mas em época anterior à edição da Lei nº 10.303/2001, passou a entender que as regras específicas para fechamento de capital seriam aplicáveis às operações de incorporação de

ações. O primeiro caso de relevo foi o Processo CVM RJ 2000/05389, por meio do qual o Colegiado da CVM apreciou a tentativa da Petrobras de incorporar ações da BR Distribuidora, sua controlada.

Naquela ocasião, a Superintendência de Relações com Empresas ("SEP") do órgão determinou que a Petrobras realizasse oferta pública para fechamento de capital da BR Distribuidora previamente à incorporação de suas ações, além de definir os procedimentos a serem adotados na incorporação de ações.

A Petrobras, inconformada, interpôs recurso ao Colegiado, na tentativa de diferenciar a operação em questão de uma incorporação de sociedade controlada, bem como de caracterizar que tal operação não causaria qualquer prejuízo efetivo aos minoritários da BR Distribuidora.

O julgamento do recurso em questão foi realizado na Reunião do Colegiado de 23.01.2001, sendo sua decisão assim resumida por Marília Camacho e Barbara Makant:

*A CVM se opôs à operação com base no Parecer da Superintendência de Relações com Empresas — SEP, que não acolheu a alegação da Petrobras de que a incorporação resultaria na detenção, pelos minoritários, de ações de companhia em situação patrimonial mais vantajosa, visto que o valor das ações, tanto da Petrobras, quanto da BR Distribuidora, eram estabelecidos pela mesma maioria, uma vez que inexistiam duas maiorias acionárias distintas que deliberassem separadamente sobre a operação defendendo os interesses de cada companhia.*

*A Procuradoria Jurídica também opinou sobre a matéria, entendendo pela possibilidade da incorporação de ações, ressalvada, quanto à determinação da SEP de que se realizasse uma oferta pública de aquisição de ações para fechamento de capital da BR Distribuidora, a comprovação pela CVM de que a operação, em sua essência, objetivava verdadeiramente um fechamento de capital da referida companhia.*

*Admitiu também a possibilidade de realização de Assembléia Geral no âmbito da BR distribuidora para aprovação da avaliação das ações*

*que seriam incorporadas, onde somente os minoritários teriam direito de voto, desde que se entendesse que o risco de exercício abusivo do direito de voto pela minoria seria suplantado pelo risco de que tal abuso, por parte do controlador, causasse prejuízo maior ao corpo social<sup>25</sup>.*

Essa orientação foi reformada em 15.01.2002, quando a CVM examinou se a incorporação das ações da Bunge Fertilizantes S.A. e da Bunge Alimentos S.A. pela Serrana S.A. deveria ser feita através de uma oferta pública, tendo o Colegiado decidido que:

*(...) com o advento da Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001, que introduziu alterações na Lei nº 6.404/76, as operações de incorporação de ações que envolvam sociedades controladora e controlada estão expressamente inseridas no artigo 264 da Lei nº 6.404/76.*

*(...)*

*Quer isto dizer que o legislador, após inclusive ter sido proferida a decisão no Processo Administrativo nº RJ2000/6117 e dela tendo conhecimento, inseriu novos dispositivos ao artigo 264 da Lei nº 6.404/76, indicando o caminho que entendia conveniente para a proteção de todos os interesses envolvidos nas operações ali tratadas, notadamente dos minoritários, do controlador e das próprias companhias em si.*

*Afastadas as dúvidas que anteriormente existiam, passa agora a se aplicar às inteiras o artigo 264 da Lei nº 6.404/76, com as alterações da Lei nº 10.303/2001, às operações de incorporação de ações com sociedade controlada.*

*(...)*

*Exigir-se, então, a realização de uma oferta pública como condição à realização de uma operação de incorporação, seja a clássica ou de ações, significa: (i) afastar o direito de voto do acionista controlador, o que claramente a Lei nº 6.404/76 não pretendeu, ao revés, enten-*

<sup>25</sup> Camacho, Marília e Makant, Barbara. Da utilização do instituto da incorporação de ações como meio de efetuar o fechamento de capital de uma companhia aberta sem a realização de oferta pública. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais* nº 28, abril-junho/2005. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, p. 61.

*deu ser conveniente, conforme se verifica do artigo 264, da exposição de motivos e da opinião do Prof. Lamy (ob.cit., pág. 327); (ii) atribuir aos acionistas minoritários, titulares de ações ordinárias ou preferenciais, o direito de vetar estas operações; (iii) afastar da discussão e destas manifestações a proteção do interesse social*<sup>26</sup>.

Desde então, a Autarquia tem se manifestado por uma interpretação restritiva do artigo 252, considerando que a incorporação de ações e o fechamento de capital possuem naturezas jurídicas de todo distintas, o que tem dado margem a certos abusos, pois não se tem feito distinção entre casos nos quais exista um verdadeiro e justificado interesse de manter-se uma companhia como subsidiária integral e aqueles em que essa operação seja utilizada como forma de contornar os requisitos legais e regulamentares impostos ao cancelamento de registro.

Nessa linha, é importante citar o caso da incorporação de ações do Banco Sudameris Brasil S/A pelo Banco ABN Amro Real S/A, realizada após uma OPA para fechamento de capital fracassada.

Na época, a aprovação da operação causou perplexidade ao mercado, conforme se pode depreender do seguinte trecho da matéria jornalística assinada por Daniele Camba:

*Para alguns advogados, a operação ABN/Sudameris é um caso emblemático de fechamento de capital por vias tortuosas. Em março (de 2004), o ABN Amro tentou fechar o capital do Sudameris fazendo uma oferta pública. Mas a operação fracassou pois não houve adesão do número suficiente de minoritários. Em seguida, o banco holandês decidiu fazer a incorporação de ações do Sudameris, trocando os papéis do banco, negociados em bolsa, pelas ações do ABN, que é de capital fechado no Brasil. A incorporação só não aconteceu porque uma ação dos minoritários fez a Justiça suspender a operação enquanto o*

<sup>26</sup> Processo Administrativo CVM nº. RJ 2001/11663. Trecho extraído do voto do relator, Diretor Luiz Antonio Sampaio Campos. Disponível em <http://www.cvm.gov.br>. Acesso em 02.10.2007.

*Sudameris não resolver outras questões judiciais que possui com os demais acionistas do banco*<sup>27</sup>.

Nada obstante, o Colegiado, em reunião realizada em 20.04.2004, manteve o entendimento firmado no caso da incorporação de ações da Bunge S.A. e Bunge Alimentos S.A. pela Serrana S.A., qual seja, o de que a operação não violava dispositivos legais ou regulamentares, vez que as regras aplicáveis à incorporação de ações não se confundem com aquelas que regulam o fechamento de capital de companhia aberta.

Em recentíssima decisão, proferida na Reunião do Colegiado de 18.04.2007, por ocasião da apreciação do pedido de interrupção do prazo de convocação da assembléia de acionistas de Fosfértil — Fertilizantes Fosfatados S.A., os membros do órgão máximo da CVM concordaram com o voto do então Diretor Pedro Oliva Marcilio de Sousa, cujo conteúdo afirma a legalidade das operações de incorporação de ações de companhia aberta sem prévia oferta pública para fechamento de capital, bem como rechaça as manifestações da doutrina no sentido de tal operação configurar negócio jurídico indireto com fraude à lei. Veja-se:

*20. Apesar dessa tipicidade e da semelhança (em termos de disciplina e conseqüências normativas), alguns doutrinadores preferem ignorar o óbvio parentesco entre os tipos legais e rejeitar a necessidade de tratamento semelhante ou assemelhado (exceto quando houver disciplina legal distinta específica). Eles preferem, algumas vezes, aplicar à incorporação de ações requisitos não previstos em lei a aplicar o mesmo regime jurídico, mesmo reconhecendo expressamente que isso não seria exigível no caso de incorporação de sociedades, (a submissão da incorporação à prévia oferta pública para cancelamento de registro é um desses requisitos extraordinários). Segundo os que defendem essa situação, o tratamento jurídico distinto seria devido, tão somente, à sobrevivência da pessoa jurídica unipessoal.*

<sup>27</sup> Camba, Daniele. Cadê a empresa que estava aqui? Eu & Investimentos. *Jornal Valor Econômico*. São Paulo, 5, nº 1055, p. D1, 19.08.2004.

21. Não vejo como sustentar essa distinção, pois além da similitude dos dispositivos legais aplicáveis à incorporação de sociedades e à incorporação de ações, em ambos os casos os efeitos econômicos são os mesmos: a minoria acionária "migra" da incorporada para a incorporadora e a incorporadora tem acesso a 100% da empresa exercida na sociedade incorporada.

22. Embora não seja entendimento majoritário na doutrina, existem doutrinadores, ainda, que vêem a utilização da incorporação de ações como uma atuação em fraude a lei, mesmo quando a finalidade legal e o procedimento para a sua aplicação são seguidos (o que me parece uma contradição insuperável)<sup>(3)</sup>.

(...)

33. Pode-se não gostar da solução legal, mas se deve reconhecer que não há espaço, no sistema legal vigente, para construções doutrinárias que queiram conferir direitos adicionais (ou diferenciados) aos acionistas, mesmo quando baseados em uma suposta equidade. A própria lei criou o seu padrão de equidade (relação de substituição ou recesso baseado no valor do patrimônio líquido a preços de mercado) e não cabe à doutrina ou à CVM criar um regime alternativo.

34. Essa conclusão se faz mais necessária, quando as hipóteses de incidência desse direito alternativo (oferta pública de aquisição de ações) estão previstas na própria Lei 6.404/76 e, dentre essas hipóteses, não se encontra a realização prévia à incorporação de ações de sociedade controlada.

35. Deve-se ressaltar, ainda, que a lei que estabeleceu o direito de venda das ações pelos acionistas não controladores, em oferta pública para cancelamento de registro, foi a mesma lei que alterou o regime especial de reestruturações societárias para incluir, explicitamente, as incorporações de ações. Nessa oportunidade, mais uma vez, não se criou a obrigação de, previamente à incorporação de ações, se fazer uma oferta pública para cancelamento de registro. Não se pode, portanto, falar em omissão legal. A Lei 10.303/01 regulou as duas situações de forma diferente e essa regulação deve ser respeitada.

36. O argumento contrário ao sustentado até aqui é que a não sujeição das incorporações de ações de sociedade controlada à prévia oferta

pública de cancelamento de registro não estaria alinhada com as diretrizes da nova legislação. Ou seja, o "espírito" da Lei 10.303/01 seria pela submissão da incorporação de ações de sociedade controlada à prévia oferta pública de cancelamento de registro. Esse é um argumento difícil de aceitar, porque, como dito acima, a própria Lei 10.303/01 alterou o regime especial das incorporações de ações por sociedade controladora e não fez tal exigência. Não há, portanto, razão para se falar em "diretriz" ou "espírito", já que o "corpo" vai em direção contrária. A Lei 10.303/01 tratou da matéria e não pretendeu fazer tal exigência. Exigir oferta pública prévia depende de nova lei<sup>28</sup>.

A propósito dessa manifestação de voto, deve ser contraposto que o regime de proteção aos acionistas minoritários instituído pela reforma da lei societária de 2001, pelo qual aos mesmos é assegurado o pagamento do preço justo por intermédio de uma OPA, não se aplica somente à hipótese de incorporação de ações. Caso a operação levada a efeito pelo controlador seja uma incorporação de companhia, porém, cujo objetivo maior seja o puro e simples fechamento de capital a um custo menor, vis-a-vis àquele que será despendido com o pagamento do direito de recesso, também nesta hipótese estarão legitimados os acionistas minoritários a se manifestar sobre a relação de troca em busca da "relação de troca justa".

O foco das discussões tem se centrado na incorporação de ações única e exclusivamente porque este é o mecanismo que vem sendo utilizado para a prática abusiva contra o acionista minoritário aqui comentada. E o motivo para tanto é muito simples: é que a incorporação de companhia é uma operação muito mais complexa sob o ponto de vista fiscal e trabalhista, uma vez que a companhia incorporada deixa de existir. Em outras palavras: a operação de incorporação de sociedades não está sendo utilizada para se fraudar o direito

28 Processo Administrativo CVM nº. RJ 2007/3453. Trecho extraído da declaração de voto do Diretor Pedro Oliva Marcilio de Sousa. Disponível em <http://www.cvm.gov.br>. Acesso em 02.10.2007.

dos acionistas minoritários ao preço justo exclusivamente porque os acionistas controladores têm a sua disposição uma operação bem mais simples e barata que é a operação de incorporação de ações.

Portanto, constata-se que o atual entendimento da CVM, na contramão da melhor doutrina e dos reais objetivos da Lei das S/A reformada, é no sentido de autorizar o "fechamento branco" de capital, na medida em que a Autarquia não toma qualquer medida para impedir as operações de incorporação de ações de companhia aberta controlada nas quais o objetivo maior do controlador é promover o cancelamento de registro de companhia aberta sem realizar oferta pública para tal finalidade<sup>29</sup>, portanto, em evidente fraude à lei.

Dessa situação também resulta um paradoxo: a CVM concorda que uma companhia que tenha suas ações incorporadas e, por conseguinte, tenha se transformado em uma subsidiária integral, continue com o registro de companhia aberta ainda que não tenha mais qualquer valor mobiliário em circulação no mercado.

A propósito, não cabe o argumento, constantemente utilizado pelas companhias incorporadoras para justificarem a manutenção do registro de companhia aberta de suas subsidiárias integrais, da intenção de futuramente recolocar no mercado as ações que foram objeto de incorporação. Com efeito, trata-se de hipótese meramente teórica e de difícil implementação, tendo em vista que, nos termos do art. 253 da LSA, aos acionistas da controladora é assegurado o direito de

29 Deve-se ressaltar, contudo, a edição do Parecer de Orientação nº 34 pela CVM, o qual, no que diz respeito às operações de incorporação de ações, aplica-se aos casos em que a relação de troca atribui valor diferenciado às ações de titularidade da companhia incorporadora das demais ações de emissão da companhia cujas ações estão sendo incorporadas. Verificando-se essa situação, o posicionamento da Autarquia é no sentido de impedir o voto da sociedade incorporadora na AGE, da sociedade cujas ações se pretendem incorporar, que deliberará sobre a operação, com base no art. 115, § 1º, da Lei das S/A. Embora essa orientação do órgão regulador não tenha por escopo combater o fechamento branco de capital, deve-se reconhecer que ela acaba dificultando determinadas operações de incorporação de ações que tenham essa finalidade, notadamente, aquelas que atribuem às ações de titularidade da sociedade controladora valor superior às demais ações incorporadas.

preferência para a aquisição das ações da subsidiária integral caso a mesma deixe de ostentar essa qualidade.

## 6. O registro de companhia aberta: limites e possibilidades. Proposta de revisão

Conforme já mencionado acima, a companhia aberta difere da fechada na medida em que os valores mobiliários de sua emissão estão admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários e, para que seus valores mobiliários possam ser negociados no mercado, a companhia emissora deve possuir registro na CVM, além do fato de que cada distribuição de valores mobiliários deve ser previamente registrada na Autarquia.

Nota-se, portanto, que o registro de companhia aberta não é um fim em si, mas tão-somente um dos requisitos para que os valores mobiliários de emissão uma companhia possam ser negociados no mercado, não fazendo sentido que subsista o registro de companhia aberta de uma sociedade anônima que não possui valores mobiliários distribuídos, ou seja, em circulação no mercado.

Inicialmente, a CVM exigia que o pedido de registro de companhia aberta fosse realizado juntamente com o pedido de distribuição pública de valores mobiliários, sendo certo que, no caso de deferimento, o mesmo abrangia os dois pedidos. Excepcional e discricionariamente, a CVM poderia dispensar o pedido de registro de distribuição pública simultaneamente ao pedido de registro de companhia aberta<sup>30</sup>.

30 Instrução CVM nº 202/1993: "Art. 4º O pedido de registro de companhia deverá ser submetido à CVM juntamente com o pedido de distribuição pública de valores mobiliários a que se refere o artigo 19 da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, devendo o deferimento, se houver, abranger os dois pedidos.

§1º A CVM poderá, a seu critério, dispensar a apresentação concomitante de registro de distribuição pública de valores mobiliários prevista no "caput" deste artigo" (Redação Original, grifos acrescentados).

No entanto, posteriormente, a Instrução CVM nº 373/2002 alterou a redação do art. 4º da Instrução nº 202/93, passando a Autarquia a admitir, como regra, o pedido de registro de companhia aberta independentemente do simultâneo pedido de registro de distribuição de valores mobiliários de sua emissão<sup>31</sup>.

Carlos Eduardo Bulhões expôs irrepreensível crítica ao registro de companhia aberta puro e simples, ou seja, quando deferido sem correspondente registro de distribuição de valor mobiliário ou registro para negociação em Bolsa ou Mercado de Balcão. Veja-se:

*O fato é que nos primeiros anos de seu funcionamento a CVM se baseou na legislação anterior, especialmente na Resolução CMN 88/1968, e, conseqüentemente, instituiu no seu âmbito o registro de companhia aberta. A nosso ver, esse registro não existe, independentemente do (a) registro de emissão pública de valores mobiliários no mercado ou (b) registro para negociação em Bolsa ou Mercado de Balcão, organizado ou não. Se determinada sociedade anônima requer e obtém o registro do art. 21, I, da Lei 6.385/1976, ela passa a integrar a categoria de "companhias abertas"; esse status não resulta da obtenção (anterior ou simultânea) de registro de companhia aberta em atendimento a ato regulamentar da CVM, pois não é esse o registro (mas um daqueles outros) que a insere na categoria de companhias abertas.*

*A Instrução CVM 202/1993 estabelece no art. 4.º duas regras: (a) o pedido de registro de companhia aberta deve ser acompanhado de pedido de distribuição de valores mobiliários no mercado (Lei 6.385, art. 19), e os dois pedidos de registro devem ser deferidos em conjunto; mas (b) a CVM pode dispensar o concomitante registro de distribuição pública. A conclusão que se pode extrair da conjugação das duas regras é que para a CVM o registro de companhia aberta, instituído ad-*

31 Instrução CVM nº 202/1993: "Art. 4º O pedido de registro de companhia **poderá** ser submetido à CVM juntamente com o pedido de distribuição pública de valores mobiliários a que se refere o artigo 19 da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, devendo o deferimento, se houver, abranger os dois pedidos" (Redação dada pela Instrução CVM nº 373, de 28 de junho de 2002, grifos acrescentados).

*ministrativamente, pode existir independentemente da concessão de um dos registros instituídos pela Lei 6.385/1976. Assim não pensamos, pois tal entendimento implica modificação do conceito legal de companhia aberta — que apenas abrange sociedades anônimas cujos valores mobiliários estejam admitidos à negociação no mercado*<sup>32</sup>. (Grifos acrescentados).

Com efeito, a finalidade maior do registro de companhia aberta é viabilizar a distribuição e negociação de valores mobiliários emitidos por sociedade anônima no mercado de valores mobiliários, servindo, portanto, como ponte de acesso da companhia ao mercado.

Uma vez identificada a natureza instrumental do registro de companhia aberta, deve-se concluir que a manutenção do mesmo não faz o menor sentido quando a companhia deixa de ter valores mobiliários em circulação no mercado.

O registro de companhia aberta, via de regra, somente poderá ser cancelado mediante oferta pública para aquisição das ações em circulação no mercado, conforme estabelece o art. 4º, § 4º, da LSA, regulamentado pela Instrução CVM nº 361/2002. Todavia, existem casos em que a CVM pode cancelar de ofício o registro de companhia aberta, conforme dispõe a já mencionada Instrução CVM nº 287/1998<sup>33</sup>. Dentre eles, destacam-se as situações em que não ocorre

32 Bulhões, Carlos Eduardo. Comentários aos arts. 4º e 4º-A da Lei das Sociedades Anônimas. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais* nº 23, janeiro-março/2004. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, p. 116-117.

33 Instrução CVM nº 287/1998: "Art. 2º O cancelamento de ofício será efetuado pela CVM nas hipóteses de:

I — Extinção da companhia, verificada pela baixa no registro de comércio.

II — Cancelamento do registro comercial, em virtude de haver sido a companhia considerada inativa pela Junta Comercial competente.

III — Baixa, pela Secretaria da Receita Federal, da inscrição no Cadastro Geral de Contribuintes — CGC.

IV — Não colocação efetiva junto ao público da totalidade dos valores mobiliários cujo registro de emissão for causa da concessão do registro de companhia aberta.

V — Comprovação da paralisação das atividades da companhia por um prazo superior a três

efetiva colocação junto ao público da totalidade dos valores mobiliários cujo registro de emissão tenha sido a causa da concessão do registro de companhia aberta, bem como a comprovação da paralisação das atividades da companhia por mais de três anos, quando seu registro já esteja suspenso há mais de um exercício social.

Tendo em vista que a concessão e o cancelamento de registro de companhia aberta consistem em atos administrativos de competência da CVM, não se pode chegar a outra conclusão senão a de que está na esfera de competência da Autarquia definir as condições que uma companhia aberta deve atender para manter o registro e as situações em que o mesmo deve ser cancelado.

Inquestionavelmente, a retirada da totalidade das ações do mercado, do que resulta a incorporação de ações, deveria ser uma dessas hipóteses.

Utilizando-se da competência que lhe confere o art. 21, § 6º, I, da Lei nº 6.385/76, deveria a CVM estabelecer, como critério objetivo para a manutenção, por sociedade anônima, do registro de companhia aberta, a existência de ações em circulação no mercado.

Nesse sentido, quando as ações de uma companhia aberta fossem integralmente retiradas de circulação no mercado, esse fato deveria trazer como consequência jurídica o cancelamento do registro de companhia aberta da emissora dessas ações, na forma do § 4º do art. 4º da LSA.

Certamente, tal procedimento acabaria de uma vez por todas com o chamado "fechamento branco" de capital, fazendo-se cumprir integralmente os princípios que informaram a reforma da Lei das S.A., quais sejam, governança corporativa e proteção aos acionistas minoritários.

---

anos, estando o seu registro de companhia aberta suspenso há mais de um exercício social".  
(Grifos acrescentados).

Alguns poderão alegar que a companhia aberta pode possuir outros valores mobiliários em circulação que não ações como fator impeditivo à efetivação da revisão normativa que ora se propõe. Todavia, há que se ressaltar que o § 3º do art. 4º da LSA dispõe que "*a Comissão de Valores Mobiliários poderá classificar as companhias abertas em categorias, segundo as espécies e classes dos valores mobiliários por ela emitidos negociados no mercado, e especificará as normas sobre companhias abertas aplicáveis a cada categoria*".

Logo, a Lei concedeu à Autarquia competência para diferenciar o registro de companhia aberta da sociedade anônima que terá ações de sua emissão admitidas à negociação no mercado do registro de companhia aberta da sociedade anônima que terá outros valores mobiliários que não ações admitidos à negociação no mercado.

Assim, não fica difícil de se enxergar que a CVM possui base legal para regulamentar, inclusive de forma diferenciada, as regras referentes à concessão de registro de companhia aberta, sua suspensão e/ou cancelamento, sendo, portanto, completamente possível, conveniente e oportuno, nesse particular, uma revisão normativa, por parte da Autarquia, dos critérios objetivos para a concessão e o cancelamento do registro de companhia aberta, pautados na existência ou não de ações em circulação no mercado, de forma extinguir do cenário brasileiro a figura do "fechamento branco" de capital instrumentalizado pela figura jurídica da incorporação de ações.

## 7. Conclusões

De todo o exposto, pode-se concluir que:

(1) Anteriormente à reforma da Lei das S/A, eram comuns as operações de fechamento de capital que resultavam em ganhos para os controladores e prejuízos para os minoritários, por falta de instrumentos protetivos da minoria acionária.

(ii) A CVM, constatando tal situação e seus efeitos negativos para o mercado, editou a Instrução nº 299/99, visando impedir que o controlador concentrasse parcela substancial das ações de uma companhia, evitando, assim, a perda da liquidez dos papéis no mercado.

(iii) A alteração da Lei das S.A., em linha com as reivindicações do mercado por melhores práticas de governança corporativa e por maior proteção aos acionistas minoritários em face dos abusos praticados por controladores, apresentou as seguintes inovações: (i) obrigatoriedade de realização de OPA para fechamento de capital por preço justo, fixado com base em critérios objetivos previstos na Lei ou por qualquer outro critério admitido pela CVM; (ii) garantia aos minoritários da possibilidade de contestar o valor da oferta e (iii) restrição à concentração de ações pelo acionista controlador que impeça a liquidez das ações no mercado.

(iv) Na incorporação de ações de companhia controlada, o controlador, sem possibilidade de resistência por parte de minoritários, pode deliberar a transformação da companhia aberta controlada em subsidiária integral da incorporadora, sendo que esta última pode ser aberta ou fechada.

(v) A incorporação de ações, por consistir numa das poucas hipóteses em que se admite a "expropriação privada de bens", deve ser interpretada de forma restritiva.

(vi) As operações de incorporação de ações de companhia controlada que visam, como finalidade maior, promover o "fechamento branco de capital", são caracterizadas como negócio jurídico indireto com o objetivo de fraudar a lei, motivo pelo qual são nulas, nos termos do art. 166, VI, do Código Civil.

(vii) Inicialmente, a CVM permitia indistintamente as operações de incorporação de ações de companhia aberta controlada pela sociedade detentora do seu controle acionário. Posteriormente, mas ainda antes da Lei das S/A ser reformada, a CVM passou a entender que as regras específicas para fechamento de capital eram aplicáveis

às operações de incorporação de ações de companhia controlada. Porém, novamente a opinião da CVM foi reformada, sendo que a partir da Reunião do Colegiado de 15.01.2002, a Autarquia vem entendendo que a incorporação de ações e o fechamento de capital possuem naturezas jurídicas distintas, não sendo cabível a aplicação das regras deste instituto nas operações de incorporação de ações<sup>34</sup>.

(viii) O atual entendimento da CVM sobre o tema abordado neste trabalho caminha em sentido contrário ao das manifestações doutrinárias e do próprio espírito da Lei das S/A, cuja reforma buscou implantar um verdadeiro sistema de proteção aos acionistas minoritários contra os abusos praticados pelos controladores.

(ix) Companhia sem valor mobiliário em circulação no mercado não pode ostentar o título de companhia aberta para o único efeito de impedir que seus acionistas minoritários exerçam o direito a obter o preço justo por suas ações. Trata-se de mau uso do registro que é regulado pela CVM;

(x) Em que pese o posicionamento contrário da CVM, a incorporação de ações de uma companhia aberta para transformá-la em subsidiária integral da incorporadora **não exclui** a aplicação do disposto no § 4º do art. 4º da Lei nº 6.404/76, ou seja, somente pode ser efetivada desde que atendida a exigência da realização de oferta pú-

34 A bem da verdade, deve-se esclarecer que, na reunião de 23.12.2003, o Colegiado da CVM manifestou-se contrariamente à operação de incorporação de ações da Tele Centro Oeste Celular Participações S.A. (TCOC) pela Telesp Celular Participações S.A. (TCP) da qual, em última análise, resultaria um "fechamento branco" de capital. Todavia, a referida incorporação de ações, que era a última etapa de uma complexa e bem maior operação societária, foi repudiada pela CVM não porque promoveria o "fechamento branco" de capital da TCOC, mas sim pelo fato de a TCP não ter assegurado tratamento equitativo a todos os acionistas daquela companhia no âmbito da incorporação de ações, considerando as demais etapas da mencionada operação societária (e seus respectivos objetivos) como um todo. Registre-se que o voto da então diretora Norma Jonssen Parente, que, conforme consignado em seu primeiro parágrafo, consistia em "considerações de caráter mais filosófico e de princípios", apenas tangenciou a questão do fechamento de capital, com o intuito de reforçar o argumento da necessidade de tratamento equitativo para os minoritários no âmbito de uma operação de incorporação de ações.

blica aos acionistas minoritários com o pagamento do preço justo, observando-se o procedimento estabelecido no art. 4º-A, daquele diploma legal.

Por fim, sustenta-se que é necessário, conveniente e oportuno que a CVM edite norma em que explicita que companhia aberta com ações em circulação no mercado, que tenha se transformado em subsidiária integral de outra, tenha seu registro de companhia aberta cancelado. Dessa forma, o órgão regulador estará eliminando de uma vez por todas do mercado de capitais brasileiro a modalidade remanescente de "fechamento branco de capital", e coibindo uma inquestionável forma de abuso do poder de controle contra os acionistas minoritários.

## 8. Referências Bibliográficas

ASCARELLI, Tullio. *Problemas das sociedades anônimas e direito comparado*. São Paulo: Saraiva, 1969.

BULHÕES, Carlos Eduardo. Comentários aos arts. 4º e 4º-A da Lei das Sociedades Anônimas. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais* nº 23, janeiro-março/2004. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, p. 106-129.

CAMACHO, Marília e Makant, Barbara. Da utilização do instituto da incorporação de ações como meio de efetuar o fechamento de capital de uma companhia aberta sem a realização de oferta pública. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais* nº 28, abril-junho/2005. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, p. 46-69.

CAMBA, Daniele. Cadê a empresa que estava aqui? Eu & Investimentos. *Jornal Valor Econômico*. São Paulo, 5, nº 1055, p. D1, 19.08.2004.

CANTIDIANO, Luiz Leonardo. *Reforma da Lei das S.A. comentada*. Rio de Janeiro: Renovar, 2002.

CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. 4º Vol. Tomo II. São Paulo: Saraiva, 2003.

FILHO, Calixto Salomão. Parecer juntado aos autos do Processo nº 000.05.107254-8, que tramitou perante a 19ª Vara Cível do Foro Central da Comarca da Capital do Estado de São Paulo.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Pareceres*, Vol. II. São Paulo: Editora Singular, 2004.

MIRANDA, Pontes de. *Tratado de direito privado*, Tomo I. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 1983.