FACULDADE DE DIREITO DA UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

DANIEL KALANSKY PONCZEK

O INSTITUTO DA INCORPORAÇÃO DE AÇÕES

SÃO PAULO

2011

DANIEL KALANSKY PONCZEK

O INSTITUTO DA INCORPORAÇÃO DE AÇÕES

Dissertação apresentada à Banca Examinadora da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, como exigência parcial para obtenção do título de Mestre em Direito Comercial, sob a orientação do Prof. Doutor Haroldo Malheiros Duclerc Verçosa.

SÃO PAULO

2011

Banca Examinadora

_____

_____

_____

“À minha amada Tamara, pela compreensão e paciência.
À nova geração da família que se forma.
Aos meus Pais, Jaime e Doris, pelo incentivo e estímulo à educação.
Ao meu irmão, Michel, pelo exemplo de estudo.”

Não nasce a planta perfeita,
Não nasce o fruto maduro;
E, para ter a colheita,
É preciso semear... (Olavo Bilac)

AGRADECIMENTOS

Ao meu orientador, Prof. Doutor Haroldo Malheiros Duclerc Verçosa, pela orientação, aprendizado e permanente confiança. Agradeço profundamente pela oportunidade.

A todos aqueles, que de alguma forma, contribuíram para a elaboração deste trabalho. A paciência nos debates acadêmicos e os pertinentes comentários foram fundamentais para a elaboração deste trabalho.

Em especial, manifesto minha gratidão ao inspirador do tema, Dr. Luiz Leonardo Cantidiano, pelo estímulo e disponibilização de seleto material. Tenho certeza que sem os seus ensinamentos, a realização deste trabalho não teria sido possível.

"O funcionamento das sociedades por ações não prescinde do princípio majoritário: exigir-se o consenso unânime dos acionistas seria a imobilização da sociedade. Em verdade – observa D'ORTHÉ (1962, v. 1, p. 363) – toda organização coletiva baseada sobre uma comunidade de interesses recíprocos está obrigada à adoção do regime majoritário para a tomada de decisões." (Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira, A Lei das S.A., p. 457)

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO **13**

PRIMEIRO CAPÍTULO - A INCORPORAÇÃO DE AÇÕES E SUA NATUREZA JURÍDICA **16**

1. SOCIEDADE UNIPESSOAL – A SUBSIDIÁRIA INTEGRAL 16
2. DIFERENÇA ENTRE INCORPORAÇÃO DE SOCIEDADE E INCORPORAÇÃO DE AÇÕES 21
3. NATUREZA JURÍDICA 29
4. RELAÇÃO DE SUBSTITUIÇÃO DE AÇÕES 37
5. CONTRASTE COM O DIREITO NORTE-AMERICANO 41
   - 5.1 Statutory Merger e Stock-for-Stock Exchange 41
   - 5.2 Direito de Recesso nos Estados Unidos (*Appraisal Right*) 42
   - 5.3 Incorporação de controlada (*parent-subsidiary merger*) 44
   - 5.4 Intrinsic Fairness Test 46
     - (a) *Business Judgment Rule* 49
     - (b) Ônus da Prova 51
   - 5.5 *The "business purpose" test* 52

SEGUNDO CAPÍTULO - INCORPORAÇÃO DE AÇÕES DE COMPANHIA CONTROLADA **53**

1. NORMAS ESPECIAIS 53
2. CONCEITO DE ACIONISTA CONTROLADOR 54
3. RELAÇÕES DE TROCA 59
   - 3.1 Princípio da Liberdade Convencional 59
   - 3.2 Avaliação com base no patrimônio líquido a preço de mercado 60
4. ESTRATÉGIAS LEGAIS *(LEGAL STRATEGIES)* 66
5. *TWO-STEP ACQUISTION* E A CESSÃO DA EMPRESA 69
6. IMPEDIMENTO DE VOTO 73
7. PARECER DE ORIENTAÇÃO CVM 34/06 75
   - 7.1 Considerações Iniciais 75

7.2 Hipóteses de Impedimento 76
7.3 Conceito de Benefício Particular 78
7.4 Atribuição de prêmio as ações de controle 83
7.5 Legalidade do Parecer 85
8. PARECER DE ORIENTAÇÃO CVM 35/08 87
8.1 Considerações Iniciais 87
8.2 Princípio da Legalidade 89
8.3 Incidência dos Deveres Fiduciários 92
8.4 Procedimentos 93
8.5 Recomendações 94
(a) Comitê Especial 95
(b) Aprovação pela maioria dos não controladores 96
8.6 Aplicação e Efeitos do Parecer 97
8.7 Revogação do Parecer de Orientação 34/06 98
8.8 Conclusão 99

TERCEIRO CAPÍTULO - INCORPORAÇÃO DE AÇÕES E A NECESSIDADE DE OFERTA PÚBLICA PARA AQUISIÇÃO DE AÇÕES (OPA) 100

1. INCORPORAÇÃO DE AÇÕES E O INSTITUTO DO *TAG ALONG* 100
1.1 Breve Histórico 100
1.2 Críticas à Operação 101
1.3 Legalidade da Operação; Negócio Jurídico Típico 102
1.4 Abuso de Direito 105
1.5 Simulação 106
1.6 Negócio Indireto 107
1.7 Fraude à Lei 109
1.8 Posição da CVM 110
2. INCORPORAÇÃO DE AÇÕES E O FECHAMENTO DE CAPITAL 110
2.1 Incorporação de ações de companhia aberta por companhia aberta 110
2.2 Incorporações de ações de companhia aberta por uma fechada 112
(a) Necessidade de prévia realização de Oferta Pública 112
(b) Aplicação do artigo 223 da Lei das S.A. 117

QUARTO CAPÍTULO - PRINCIPAIS PRECEDENTES DE OPERAÇÕES DE INCORPORAÇÃO DE AÇÕES – ANÁLISE PRÁTICA DA INCORPORAÇÃO DE AÇÕES NO CONTEXTO DO DIREITO BRASILEIRO 119

1. CASO BR/PETROBRAS 121
   1.1 Da Operação 121
   1.2 Retirada do Direito de Voto e Necessidade de Oferta Pública 122
2. CASO SERRANA/BUNGE 126
   2.1 Da Operação 126
   2.2 Aplicabilidade do artigo 264 e Necessidade de Oferta Pública 128
3. CASO TCOC/TCP 131
   3.1 Da Operação 131
   3.2 Apropriação da empresa pela incorporação de ações e Tratamento Equitativo 133
   3.3 Abuso de Poder de Controle 137
4. CASO ABN/ SUDAMERIS 139
   4.1 Da Operação 139
   4.2 Inexistência de Negócio Jurídico Indireto e Realização de Oferta Pública de Fechamento de Capital 141
   4.3 Impacto de eventuais contingências judiciais na relação de troca 143
5. CASO RIPASA/SUZANO/VOTORANTIM 144
   5.1 Da Operação 144
   5.2 Fechamento indireto do capital – Negócio Jurídico indireto e Fraude à Lei .. 148
6. CASO PETROBRAS/PETROQUISA 150
   6.1 Da Operação 150
   6.2 Impacto de eventuais contingências judiciais na relação de troca 152
   6.3 Critério alternativo para fins do artigo 264 da Lei das S.A. 153
7. REESTRUTURAÇÃO DO GRUPO TELEMAR 156
   7.1 Da Operação 156
   7.2 a migração dos acionistas ordinários de Tmar para TmarPart. 156
   7.3 Aplicabilidade do Parecer de Orientação CVM 34/06 158
   7.4 Impedimento de voto dos acionistas ordinaristas detentores de ações preferenciais 160

8. CASO BUNGE/FOSFÉRTIL 162
8.1 Da Operação 162
8.2 Necessidade de prévia realização de oferta pública 163
8.3 Benefício Particular e Impedimento de Voto 164
8.4 Decisão 165
9. CASO ULTRA/IPIRANGA 167
9.1 Da Operação 167
9.2 Da Relação de Troca 171
9.3 Manipulação de Mercado e Prática não Equitativa 172
9.4 Necessidade de Realização de Oferta Pública 174
10. CASO PETROBRAS/UNIPAR 175
10.1 Da Operação 175
10.2 Oferta pública de aquisição de ações por alienação de controle 177
11. CASO DATASUL/TOTVS; TENDA/ GAFISA; COMPANY/BRASCAN 181
11.1 Da Operação 181
11.2 Da Decisão 184
12. CASO DURATEX/SATIPEL 185
12.1 Da Operação 185
12.2 Impedimento de Voto e Aplicação do Parecer de Orientação 34/06 188
13. CASO BRF/SADIA 192
13.1 Da Operação 192
13.2 Manifestação de Entendimento sobre Aplicação do Parecer de Orientação 35/08 196
13.3 Benefício particular na incorporação das ações de Sadia/HFF (impedimento de voto do eventual beneficiado) 198
13.4 Ilegalidade da Operação 199
13.5 Decisão do Colegiado 199
14. CASO VCP/ARACRUZ 200
14.1 Da Operação 200
14.2 Divulgação simultânea da relação de troca 203
14.3 Nova relação de troca e “fator de ajuste” de 0,91 205

CONCLUSÃO 208
BIBLIOGRAFIA 211

RESUMO

O presente trabalho tem por objeto o estudo do instituto da incorporação de ações. Para tanto, será analisado, (i) no primeiro capítulo, o regime legal vigente e sua natureza jurídica, apresentando-se as diferenças em relação à operação de incorporação de sociedade, fazendo inclusive um contraste com o direito norte-americano; (ii) no segundo capítulo, a proteção dos acionistas minoritários em operações de incorporação de controlada e eventual impedimento de voto do acionista controlador, analisando-se os recentes pareceres de orientação emitidos pela CVM; (iii) no terceiro capítulo, o estudo do instituto do *tag along* e do fechamento de capital e necessidade de realização de oferta pública em operações de incorporação de ações que impliquem transferência de controle ou cancelamento de registro de companhia aberta, à luz das últimas operações realizadas no mercado; (iv) no quarto capítulo, a discussão dos principais precedentes nos quais a CVM decidiu impor restrições ou impedir a realização de operações de incorporação de ações por entender ter havido um tratamento não equitativo entre os acionistas minoritários e controladores, com o objetivo de demonstrar a alteração do comportamento do órgão regulador no decorrer dos anos.

Palavras-Chave

Parecer de Orientação CVM 34 e 35 – CVM – Incorporação – Ações – Conflito de Interesses – Impedimento de Voto – *Tag Along* – Incorporação de Controlada – Reorganização Societária – Subsidiária Integral – Recesso – Minoritários – Relações de Troca – Sociedade Unipessoal – Natureza Jurídica – *Statutory Merger – Stock for Stock Exchange – Intrinsic Fairness Test – Business Judgment Rule – Business Purpose Test –* Acionista Controlador – *Two-Step Acquisition* – Cessão de Empresa – Benefício Particular – Comitê Especial – Fechamento de Capital – Abuso de Direito – Simulação – Negócio Indireto – Fraude à Lei – Oferta Pública

ABSTRACT

The present work aims the study of the stock-for-stock exchange transactions (*incorporação de ações*). For this purpose, it will be examined (i) in the first part, the current legal regime and legal nature, contemplating differences with the statutory merger (*incorporação de sociedade*), including a comparison with the US law, (ii) in the second part, the protection of minority shareholders in the context of parent-subsidiary mergers and possible exclusion from voting of the controlling shareholder, taking into account the recent opinions issued by the Brazilian Securities and Exchange Commission (CVM), (iii) in the third part, the study of the tag along rights and the regulation for delisting companies and the need to conduct a tender offer in stock-for-stock exchange transactions involving transfer of control or delisting of a publicly-held company in light of recent transactions, and (iv) in the fourth part, the discussion of the key precedents on which CVM has decided to impose restrictions or prevent the conduct of stock-for-stock transaction under the understanding that there was inequitable treatment of minority shareholders and controlling shareholders, in order to demonstrate the change of the CVM's understanding over the years.

Key-words

CVM Opinions 34 and 35 – CVM – Merger – Shares – Interest Conflict – Vote Impediment – Tag Along – Parent-Subsidiary Merger – Corporate Restructure – Wholly Owned Subsidiary – Appraisal – Minority Shareholders – Exchange Ratio – Subsidiary – Legal Nature – Statutory Merger – Stock for Stock Exchange – Intrinsic Fairness Test – Business Judgment Rule – Business Purpose Test – Controlling Shareholder – Two-Step Acquisition – Company's Acquisition – Particular Benefit – Special Committee – Delisting – Abuse of Law – Simulation – Indirect Business – Fraud to Law – Tender Offer

INTRODUÇÃO

Considerando que a empresa não é uma realidade estática, a incorporação de ações, prevista e regulada na legislação vigente, se presta, fundamentalmente, a permitir a concentração empresarial, servindo para possibilitar a reorganização de empresas e preservar aquelas que atravessam dificuldades patrimoniais.

A operação, entre outros objetivos, visa a tornar a empresa mais capitalizada, com tecnologia mais moderna, agregando novos negócios às linhas de produção e alcançando uma escala que lhes proporcione melhores condições de atuar em um mundo cada vez mais competitivo.

A incorporação de ações visa assim a capturar sinergias relevantes entre diferentes companhias, de forma que lhes possibilite manter condição de liderança no mercado e disputar, em bases equivalentes com seus principais concorrentes internacionais, tornando, inclusive, acesso mais fácil a financiamentos de grande vulto.

É comprovado que este tipo de operação pode permitir expressivos ganhos de escala e de competitividade, com a redução de custos, captura de sinergias administrativas, econômicas, fiscais e operacionais, integração das etapas de cadeia de produção e estrutura acionária compatível com as melhores práticas de governança corporativa das companhias envolvidas.

No entanto, a operação de incorporação de ações tem uma tradição de ser vista como mau negócio para os minoritários, ocasionando sempre reclamações à Comissão de Valores Mobiliários ("CVM"). No passado, raramente os minoritários conseguiam modificar o seu desfecho, mas agora a situação tem se invertido.

Nos últimos anos, os minoritários ganharam mais direitos ou esses direitos foram mais claramente regulados pela CVM. As operações de incorporações, uma das mais polêmicas estruturas de negócios, foram cercadas pelos entendimentos sobre as condições oferecidas aos minoritários, deixando, por vezes, a decisão nas mãos desse grupo – em prejuízo da decisão dos controladores. Atualmente, as incorporações de controladas são as

operações que mais preocupam os investidores e que vêm mais gerando disputas. Na CVM, em particular, diversas decisões foram tomadas chamando a atenção para a necessidade de se garantir um regime equitativo a essas reestruturações societárias.

Quando se trata de operações de incorporação de ações de controlada, tem sido questionada na doutrina de vários países a maneira pela qual deve ser apurada e comprovada a manifestação de vontade do controlador, uma vez que este poderia tender a fazer prevalecer os seus interesses em prejuízo do interesse social da empresa objeto da incorporação. Dentro desse contexto, e para efeitos do estudo do direito comparado, mostraremos a solução adotada pela nossa legislação em comparação com o direito norte-americano.

A questão de conflito de interesses, benefício particular, abuso de direito e impedimento de voto do acionista controlador passa a ter fundamental importância neste tipo de operação. É imperiosa a digressão do problema da relação de troca diferenciada e de proteção minoritários no contexto da operação de incorporação de ações à luz da doutrina e decisões mais recentes no direito brasileiro e comparado.

Ainda, têm surgido críticas às legítimas operações de incorporação de ações de companhias abertas, especialmente quando elas implicam alterações de controle acionário de sociedades que participam da reorganização. Segundo alegam os críticos, essas operações, porque objetivam permitir a transferência do controle de uma sociedade que é reestruturada, violam a lei – na medida em que não obrigam a apresentação de oferta pública de aquisição de ações ordinárias em circulação no mercado de propriedade dos acionistas não controladores – e deveriam ser vedadas pela CVM, enquanto órgão regulador do mercado de valores mobiliários.

Ademais, teremos a oportunidade de examinar se efetivamente a incorporação de uma companhia aberta por uma fechada não deve prescindir de uma oferta pública para cancelamento de registro por caracterizar-se, como alegam alguns, como uma forma de burlar a exigência legal da oferta pública para fechamento de capital, adentrando, dessa forma, em conceito relevantes relacionados à simulação, negócio jurídico indireto, abuso de poder e fraude à lei.

Por fim, no último capítulo são analisados os principais precedentes envolvendo as operações de incorporação de ações mais recentes. A análise dos precedentes comprovará a mudança do entendimento da CVM no decorrer dos anos, bem como a insegurança jurídica hoje existente na formulação deste tipo de operação.

Esses dados demonstram a extraordinária importância do estudo do instituto da incorporação de ações e sua enorme capacidade de possibilitar a reorganização de empresas e preservar aquelas que atravessam dificuldades patrimoniais. O tema é, pois, de suma relevância.

O acolhimento, no Brasil, de uma maior segurança jurídica e definição dos reais direitos dos acionistas minoritários nas operações de incorporação de ações poderia gerar incentivos à concentração empresarial e impulsionar a nossa economia nacional, como se pretende demonstrar neste trabalho.

Assim sendo, tal trabalho consiste em um estudo de cunho bibliográfico e jurisprudencial, compreendendo a legislação e doutrina, tendo, assim, a finalidade de categorizar e proceder às explicações relevantes ao tema estudado.

PRIMEIRO CAPÍTULO
A INCORPORAÇÃO DE AÇÕES E SUA NATUREZA JURÍDICA

1. SOCIEDADE UNIPESSOAL – A SUBSIDIÁRIA INTEGRAL

A sociedade unipessoal, como o seu próprio nome indica, é uma sociedade que tem por sócio uma só pessoa física ou jurídica, cujo fim é exercer uma determinada atividade empresarial. As sociedades unipessoais, na sua forma típica, compreendem tipo jurídico inexistente formalmente no ordenamento jurídico brasileiro, mas presente em legislações comerciais de outros países, como a França, Espanha, Itália, Dinamarca, Chile e Portugal, entre outros, cada qual com sua denominação própria[1].

Tradicionalmente a lei não permite a constituição de sociedade de qualquer tipo sem que do ato constitutivo participem, pelo menos, duas pessoas. Daí não ser possível o registro de atos constitutivos de sociedade em que apareça um único sócio. Argumenta-se que a sociedade com um só sócio atentaria contra a teoria da indivisibilidade do patrimônio, por estarem os patrimônios individual e social sob a administração de um único titular, o que poderia ensejar manipulações fraudulentas. Como corolário desse entendimento, observamos a resistência em se admitir a personalização do empresário individual, cujo titular, na esmagadora maioria dos sistemas jurídicos, ainda ostenta responsabilidade ilimitada.

Entretanto, uma das exceções que permite a sociedade com apenas um sócio é a da sociedade que fica reduzida a um único sócio no curso de sua existência. Nesses casos de **unipessoalidade superveniente ou provisória**[2], diversos sistemas legislativos que não admitem, ou não admitem irrestritamente a unipessoalidade originária, permitem que a

---

[1] Trajando de Miranda Valverde, por exemplo, entende que a expressão sociedade unipessoal é uma contradição, pois o contrato de sociedade pressupõe ao menos dois sócios: "Lógica e juridicamente não pode conhecer sociedade com um único sócio, nem é possível o funcionamento normal, ainda que por pouco tempo, de uma sociedade anônima com um único acionista" (*Sociedade por Ações*, v. III, n. 718, p. 20).

[2] Alguns países responsabilizam ilimitadamente o sócio único durante o período da unipessoalidade. José Waldecy Lucena defende a configuração da responsabilidade ilimitada do sócio remanescente pelas obrigações sociais no período em que o único sócio teve concentradas em suas mãos todas as suas quotas. Referido autor defende sua tese afirmando que tal entendimento evita que o sócio faça dívidas em nome da sociedade e em seu proveito próprio, já com o propósito de não honrá-las. Menciona, ainda, o art. 2.362 do Código Civil italiano para defender tal entendimento no direito comparado, *verbis*: "In caso d´insolvenza della società, per le obbligazioni sociali sorte nel período in cui le azioni risultano essere appartenute ad una sola persona, questa risponde illimitatamente" (José Waldecy Lucena, *Das Sociedades Limitadas*, p. 832).

existência da sociedade seja preservada, durante certo período de tempo, na expectativa de que venha a ser refeita a pluralidade de sócios.

Entre esses países inclui-se o Brasil, cuja Lei 6.404/76, conforme alterada ("Lei das S.A."), em seu art. 206, I, d, fixa como prazo para a reconstituição da pluralidade de sócios o período entre a verificação, em Assembleia Geral Ordinária, da unipessoalidade, e a Assembleia Geral Ordinária seguinte, sob pena de dissolução de pleno direito[3]. De uma maneira geral, em quase todos os países vêm sendo reconhecida, pela legislação ou pela jurisprudência, a subsistência da personalidade jurídica durante um certo tempo, evitando-se assim a dissolução imediata e automática.

A outra exceção prevista no nosso ordenamento que permite a existência de uma companhia com apenas um acionista, desde que sociedade brasileira, refere-se à hipótese de **subsidiária integral**. De acordo com a exposição justificativa dos autores do Anteprojeto da Lei n. 6.404, visou-se a dar "juridicidade ao fato diário, a que se vêem constrangidas as companhias, de usar homens de palha para subscrever algumas ações em cumprimento a ritual vazio da lei". A subsidiária integral, assim, é uma das grandes inovações da Lei das S.A., eliminando-se, no dizer de Fábio Konder Comparato[4], "a necessidade do recurso a piedosas simulações para encobrir a unipessoalidade social".

A constituição de subsidiária integral pode ser *originária* ou *superveniente*. A constituição **originária** ocorre por deliberação da companhia mediante escritura pública que destaca parcela do seu patrimônio para subscrição do capital de uma nova sociedade. Como menciona Alberto Xavier[5], "outra coisa não é que personificação daquela parcela patrimonial".

A constituição **superveniente ou derivada** pode ocorrer mediante aquisição, por sociedade brasileira, da totalidade das ações de uma sociedade pré-existente (art. 251, § 2º, da Lei das S.A.) **ou** por meio de incorporação de todas as ações do capital social de sociedade pré-existente ao patrimônio de outra companhia brasileira (art. 252).

---

[3] Tratando sobre a sociedade limitada, o artigo 1.087 do Código Civil remete ao artigo 1.044, que, por sua vez, refere-se ao artigo 1.033, incluindo em seu inciso IV como causa para dissolução da sociedade a falta de pluralidade dos sócios não reconstituída no prazo de cento e oitenta dias.
[4] Ensaios e Pareceres de Direito Empresarial, p. 210.
[5] Incorporação de ações: natureza jurídica e regime tributário, p. 120.

Conforme exposto por José Luiz Bulhões Pedreira[6]: *"A subsidiária integral é instrumento para (a) descentralização administrativa da grande empresa, mediante criação de um segmento de organização personificado, com patrimônio próprio, que passa a exercer a atividade que constitui seu objeto, com administração autônoma, mas sob controle do acionista único, ou (b) a constituição de patrimônio separado, que em virtude da responsabilidade limitada do acionista único constitui unidade de risco econômico e financeiro distinto do restante da empresa"*.

O **instituto da subsidiária integral**, introduzido pela nossa atual legislação societária, demonstra a evolução das teorias **institucionalistas** e **contratualista** então vigentes à teoria do **contrato-organização**, que vê nos contratos associativos a função de criar uma organização, independentemente do número de pessoas envolvidas. Em vista dos objetivos específicos deste trabalho, não nos aprofundaremos no estudo das diversas teorias de concepção da sociedade, bastando fazer apenas breves considerações de teoria geral do direito societário que objetivem verificar a viabilidade do instituto da incorporação de ações para transformar determinada sociedade em subsidiária integral.

A concepção da sociedade como **instituição** teve maior desenvolvimento na Alemanha após a primeira guerra mundial. Seu teórico, Walter Rathenau, frente à depressão econômica que enfrentava a Alemanha no primeiro pós-guerra, identificava, na sociedade, um potencial instrumento de desenvolvimento do país. Segundo essa teoria o interesse da sociedade (ou da empresa) – não se confundia com os interesses dos sócios, e ademais, tinha substancial função pública, na medida em que contribuía de forma relevante para o desenvolvimento do país, gerando emprego e renda e fomentando o progresso.

Essa distinção entre interesses da empresa, ou sociedade – dos interesses dos sócios - passou a ficar mais clara após o término da 2ª Guerra Mundial. O cenário desse período contribuiu substancialmente para a criação de leis que regulamentavam a participação dos trabalhadores nos órgãos diretivos das empresas. Esta mudança representou o reconhecimento de que o interesse social não se reduz ao interesse dos sócios, mas no interesse de preservação da empresa. Como bem coloca Calixto Salomão Filho[7] "uma vez

---

[6] Direito das Companhias, Vol 2, p. 1986/1987
[7] A Sociedade Unipessoal, p. 50.

definido o interesse social, pouco importa se é um ou se são vários sócios a persegui-lo." Todavia, importa mencionar que o institucionalismo não traz uma definição da real amplitude do interesse social e seus titulares.

Diferentemente da teoria institucionalista, na Itália, onde a teoria contratualista teve seu maior desenvolvimento, o interesse social coincide com o interesse dos sócios – isto é, a obtenção de lucro. Na teoria contratualista, o interesse social seria depurado de elementos externos, sendo sempre equivalente ao interesse dos sócios atuais.

Na doutrina constitucionalista, a sociedade é vista como um contrato, e, portanto, constituída por pelos menos duas partes. Desta forma, a teoria do contrato mostrava-se insuficiente para explicar a existência de uma sociedade com um único sócio, como ocorre na subsidiária integral. Ainda, a concepção da sociedade como contrato plurilateral, como concebido por Ascarelli, implicava a pluripessoalidade, tornando-se incompatível com a existência da sociedade unipessoal.

Já a teoria do contrato-organização, desenvolvida por Ferro-Luzi, é baseada na diferença entre os contratos associativos e os contratos de escambo. Enquanto nos contratos de escambo o ponto fundamental é a atribuição às partes de direitos subjetivos e obrigações, a função dos contratos associativos é criar uma organização sobre o patrimônio de forma a dotá-lo de individualidade e perpetuidade – ligando-o ao fim previamente estabelecido.

Desvinculando-se da idéia de atribuição de direitos subjetivos, a teoria do contrato-organização abre espaço para o reconhecimento da sociedade unipessoal como contrato associativo. Assim, a personalidade jurídica se desloca da idéia de pluralidade de partes em torno de um fim comum e se funda, essencialmente, sobre a idéia de estrutura corporativa.

Portanto, embora inexista o requisito de pluralidade de sócios, a existência da subsidiária integral[8] tem por objetivo uma separação patrimonial para fins de atribuição de

[8] Conforme esclarece Rachel Sztajn: "A subsidiária integral aparece como a primeira manifestação no sentido de se admitirem sociedades de um só sócio, ou seja, de admitir a separação patrimonial para o exercício de atividade econômica". (Contrato de Sociedade e Formas Societárias, p. 86)

responsabilidades. Como explica Haroldo Malheiros Duclerc Verçosa[9], *"Nas sociedades unipessoais, no fundo o que se forma é um patrimônio separado afetado à finalidade da exploração de uma atividade econômica lucrativa, no qual se dá a responsabilidade limitada do titular do patrimônio geral, justamente quanto ao montante daquele patrimônio separado"*.

Feitas essas colocações básicas, o objeto de estudo deste trabalho será a segunda modalidade de constituição superveniente de subsidiária integral regulada pelo artigo 252 da Lei das S.A. sob a denominação de *incorporação de ações*, instituto muito utilizado no processo crescente de **concentração e integração empresarial**.

[9] Curso de Direito Comercial, Vol. 2, p. 55.

2. DIFERENÇA ENTRE INCORPORAÇÃO DE SOCIEDADE E INCORPORAÇÃO DE AÇÕES

A operação de incorporação de ações, prevista no artigo 252 da Lei das S.A., não se confunde com a operação de incorporação de sociedades, conceituada no artigo 227 da referida lei.

Talvez a utilização da expressão "incorporação de ações" não tenha sido das mais felizes, principalmente por trazer essa confusão com a operação de incorporação de sociedade, mas é difícil, colocando-se no lugar do legislador, pensar em outra expressão para traduzir esse tipo de operação[10]. Por exemplo, a utilização da expressão "troca de ações" certamente também causaria confusão com outras operações. No entanto, o legislador certamente não foi feliz ao referir-se na exposição de motivos a que a incorporação de ações equivale à "incorporação de sociedade sem extinção da personalidade jurídica da incorporada"[11], conforme outras diferenças que serão apontadas abaixo.

Deve-se, dessa forma, inicialmente entender as características essenciais da incorporação de sociedade para que possamos diferenciá-la da operação de incorporação de ações.

---

[10] Veja-se comentário de Romano Cristiano: "A crítica nos parece justa. Realmente, não deveriam existir palavras equívocas, pois as línguas existem para transmitir idéias, não para confundi-las; de forma que, a cada idéia, deveria corresponder, sempre, apenas uma palavra, diferente de todas as demais. Apesar disso, somos levados a fazer algumas considerações. Nem sempre é fácil, ou até mesmo possível, encontrar palavras diferentes para idéias novas. Mesmo porque, a rigor, existe também o problema inverso, que consiste na necessidade de tornar as idéias novas compreensíveis. E uma vez que toda idéia nova está normalmente presa a algo já conhecido, melhor dizendo, tem elementos em comum com algo já existente, é corriqueiro ser ela identificada pela adoção de palavras de uso corrente" (*A subsidiária integral no Brasil*, p. 54). No mesmo sentido, Fran Martins entende que: "Tendo as palavras, em direito, um sentido próprio, é de boa técnica o seu emprego no significado adequado; a utilização, neste artigo, da palavra incorporação torna o dispositivo de difícil compreensão para os menos avisados, o que seria evitado, com a vantagem de tornar clara a intenção do legislador, se um outro termo fosse empregado" (*Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*, p. 1040).

[11] Exposição de motivos da Lei das S.A.: "A incorporação de ações, regulada no artigo 253 é meio de tornar a companhia subsidiária integral, e equivale à **incorporação de sociedade sem extinção da personalidade jurídica da incorporada**. A disciplina legal da operação é necessária porque ela implica – tal como na incorporação de uma companhia por outra – em excepcionar o direito de preferência dos acionistas da incorporada de subscrever o aumento de capital necessário para efetivar a incorporação Em compensação, para evitar que a subsidiária integral possa servir de instrumento para prejudicar acionistas minoritários da companhia controladora, o artigo 254 assegura direito de preferência para aquisição ou subscrição de ações do capital da subsidiária integral." (grifos nossos)

Nos termos do art. 227 da Lei das S.A., na incorporação de sociedade, uma ou mais sociedades são **absorvidas** por outra, que lhes **sucede** em todos os direitos e obrigações. Nesse tipo de operação, ocorre, portanto a **transmissão total do patrimônio** de uma ou mais sociedades ao patrimônio de outra, da qual resulta a **extinção da personalidade jurídica** das sociedades incorporadas[12].

Assim, em virtude da incorporação de uma sociedade por outra, é aumentado o capital social da sociedade incorporadora, aumento esse que é pago pela absorção do patrimônio líquido da sociedade incorporada. Também como decorrência da incorporação, a sociedade incorporada é extinta, passando os seus acionistas a ser sócios da sociedade incorporadora. Como consequência da extinção da sociedade incorporada, os ativos que compunham seu patrimônio passam à titularidade da sociedade incorporadora, que também passa a responder, por sucessão, pela solução das obrigações que até então estavam contabilizadas na sociedade incorporada[13].

A operação de incorporação de ações, por outro lado, conforme estabelecido no artigo 252 da Lei das S.A[14], é aquela em que, por decisão adotada **pela maioria de votos dos acionistas**[15] de ambas as companhias nela envolvidas, todas as ações de emissão de

---

[12] José Luiz Bulhões Pedreira, com poder de síntese, explica que: "A incorporação consiste, portanto, na absorção de uma sociedade por outra, com os seguintes efeitos: (a) a unificação dos corpos sociais das duas sociedades: os sócios da incorporada passam a ser sócios da incorporadora; (b) a unificação de patrimônios: o patrimônio da incorporada é consolidado no da incorporadora, que a sucede universalmente, e (c) a extinção da incorporada, sem liquidação: apenas a pessoa jurídica incorporadora continua a existir após a operação" (*A Lei das SA*, p. 666).

[13] Como bem observou Luis Gastão Paes de Barros Leães: "Cumpre ainda acentuar que a lei não inclui a incorporação como causa de dissolução, mas, sim, de extinção da incorporada (art. 219, II), não havendo, portanto, na operação, a partilha do ativo líquido da sociedade transmitente entre os sócios" (Incorporação de Companhia Controlada, p. 89).

[14] "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. § 1º. A assembléia-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. § 2º. A assembléia-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. § 3º. Aprovado o laudo de avaliação pela assembléia-geral da incorporadora, efetivar-se-á a incorporação e os titulares das ações incorporadas receberão diretamente da incorporadora as ações que lhes couberem. § 4º. A Comissão de Valores Mobiliários estabelecerá normas especiais de avaliação e contabilização aplicáveis às operações de incorporação de ações que envolvam companhia aberta."

[15] A deliberação é sempre tomada por maioria de votos, só que tal maioria não pode ser inferior à metade dos

uma delas **são compulsoriamente transferidas** em aumento de capital da outra, **sem que ocorra a extinção** de qualquer das respectivas sociedades e sem que venha a ser cancelada uma só ação de emissão da companhia que, em virtude da operação, é transformada em **subsidiária integral** da outra.

Como não decorre, da incorporação de ações, a extinção da sociedade que se transforma em subsidiária integral da outra, ela mantém na sua **integridade o patrimônio** de que era titular antes da realização da operação, razão pela qual seus ativos permanecem sendo seus, do mesmo modo que ela continua **responsável** pela solução de suas obrigações[16].

Dessa forma, a sucessão não ocorre na incorporação de ações, uma vez que a sociedade cujas ações são incorporadas continua existindo, cada qual com personalidades jurídicas distintas[17].

Portanto, na incorporação de ações todas as ações de emissão de uma companhia são transferidas compulsoriamente para outra sociedade, em aumento de seu capital, de forma a transformar a primeira sociedade em subsidiária integral da segunda, com a particularidade de que permanece existindo como pessoa jurídica independente a sociedade transformada em subsidiária integral, que continua titular de todos os seus ativos e

---

votos correspondentes a todas as ações votantes da companhia, qualquer que seja o quorum de instalação. No caso de estarem representadas, na assembleia geral, todas as ações votantes da companhia, sendo que metade vota a favor e metade contra, Cristiano Romano bem observou que não haverá deliberação, aplicando o artigo 129, parágrafo segundo, que dispõe que, no caso de empate, se o estatuto não estabelecer procedimento de arbitragem e não contiver norma diversa, a assembleia será convocada, com intervalo mínimo de dois meses, para votar a deliberação; se permanecer o empate e os acionistas não concordarem em cometer a decisão a um terceiro, caberá ao Poder Judiciário decidir, no interesse da Companhia (*A subsidiária integral no Brasil*, p. 57).

[16] Como ensina Luis Gastão Paes de Barros Leães "Nesta última operação, não há, portanto, transferência do patrimônio de uma companhia ao patrimônio da outra, mas da totalidade das ações de uma companhia para outra, que se torna a acionista única da primeira. Convertida em subsidiária integral, esta não se extingue, permanecendo como pessoa jurídica independente, com plena autonomia patrimonial, sem que ocorra sucessão de direitos e obrigações entre as sociedades envolvidas. De onde decorre que, ao contrário do que acontece na incorporação de sociedades, em que por força da extinção da sociedade incorporada, as suas ações são canceladas; na operação da incorporação de ações, elas subsistem, transferidas para a sociedade incorporadora" (*Incorporação de ações de companhia aberta controlada*. Pareceres, vol. II, p. 1.413).

[17] Neste sentido, importante observar precedente do Tribunal de Justiça de Minas Gerais relacionado à sucessão na operação de incorporação de ações do Banco Boavista Interatlântico S.A. pelo Banco Bradesco S.A.: "Ação de indenização. Sociedade que incorporou as ações de outra. Personalidade jurídica distinta. Condenação em primeira instância de sociedade incorporadora de ações, que não é parte no processo. Cassação da sentença. Há distinção entre a incorporação de sociedade e incorporação por ações, sendo, que, no último caso, não há extinção de nenhuma das sociedades, permanecendo as duas com personalidade jurídica distinta. (...) (2.0000.00.406339-8/0001-1, julgado em 25.11.2003)."

permanece obrigada a liquidar seus passivos, sem que haja sucessão de direitos e obrigações entre as sociedades envolvidas na operação.

De outro lado, ao contrário do que ocorre na incorporação de sociedade – *de que resulta, por força da extinção da sociedade incorporada, o* ***cancelamento*** *de todas as ações de sua emissão* –, continuam **íntegras**, na operação de incorporação de ações, todas as ações de emissão da companhia que é convertida em subsidiária integral, apenas com a peculiaridade de que todas elas passam a ser de propriedade da sociedade incorporadora, que, a partir de então, será sua única sócia.

Outra diferença entre os dois institutos resulta que na incorporação de ações os **dissidentes da incorporadora e da incorporada** poderão retirar-se da companhia mediante reembolso, enquanto na incorporação de sociedades, somente é assegurado **o direito de recesso aos acionistas da sociedade incorporada** (art. 137 combinado com o art. 136, IV)[18].

O direito de recesso dá ao acionista dissidente da deliberação o direito de escolher entre receber ações da incorporadora ou retirar-se da companhia. Se o direito de retirada não fosse assegurado por lei, o acionista seria obrigado a fazer parte de uma companhia diferente daquela cujas ações adquirira. Cabe apenas esclarecer que não terá direito de retirada o titular de ações de espécie ou classe que tenha liquidez e dispersão no mercado, atendidos conjuntamente[19].

---

[18] De acordo com Modesto Carvalhosa: "Diferentemente da incorporação efetiva (art. 227), na incorporação ficta para a criação de subsidiária integral prevê a lei o benefício do recesso também para os acionistas da incorporadora. A causa é a desistência compulsória do direito de preferência no aumento de capital respectivo, que será subscrita pela diretoria da incorporada em nome dos seus acionistas. Outro fundamento é o da possível modificação do quadro acionário da incorporadora, após o aumento, resultante do ingresso dos acionistas da incorporada. Essa mudança presumível de equilíbrio nas assembléias gerais e inclusive na composição do controle é, também, uma razão a mais para o direito de recesso, no caso. Cabem aqui as restrições previstas no art. 137, II" (*Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*, 4º volume, tomo II, p. 132).

[19] De acordo com a alínea "a" do inciso II do artigo 137 da Lei das S.A., presume-se a existência de liquidez quando a espécie ou classe de ação, ou certificado que a represente, integre índice geral representativo de carteira de valores mobiliários, no Brasil ou no exterior, definido pela CVM. Ainda, nos termos da alínea "b" do mesmo dispositivo, a existência de dispersão caracteriza-se quando o grupo controlador detiver menos da metade das ações da mesma espécie ou classe.

É pacífico que não há direito de recesso aos acionistas da **incorporadora** na operação de incorporação de sociedade. Na opinião de Nelson Eizirik[20] a lei não confere tal prerrogativa pelo fato de não ocasionar a operação qualquer alteração estrutural na sociedade incorporadora.

Trajano Valverde[21], explicando referida norma no regime do Decreto-lei 2.627/40, cuja atual Lei das S.A. repetiu, assim entendeu[22]: "Na aplicação da lei, não surgirá a questão que se agita no direito italiano, sobre se o acionista da sociedade incorporadora pode também retira-se desta, no caso de incorporação. A nossa lei é clara; só outorga o direito de recesso ao acionista da sociedade que se vai incorporar em outras. (1953, v. III, nº 796)".

No entanto, por que na incorporação de ações, deve ser dado também o **direito de recesso aos acionistas da incorporadora**?

Não faz sentido a lei societária exigir o direito de recesso na incorporação de ações e não exigir na operação de incorporação de sociedade. Tanto em uma como em outra, não há direito de preferência no aumento de capital dos acionistas da incorporadora e ocorre modificação do seu quadro acionário. Na opinião de Luiz Eduardo Bulhões Pedreira[23], o dispositivo resultaria de um **erro de revisão** durante a discussão do projeto da Lei das S.A., que não foi corrigido nem no texto da lei promulgada nem pela legislação posterior.

Pedro Oliva Marcilio de Souza, ao julgar o processo relativo à reestruturação societária da Fosfértil e Bunge (Processo RJ 2007/3453), manifestou a mesma opinião: "Essa diferenciação não está justificada na Exposição de Motivos e a remissão, no artigo original, ao art. 230, que regulava o direito de retirada em reestruturações societárias, indica a possibilidade de um engano na redação, seja do art. 230 original ou do art. 252, pois, parece, que a disciplina deveria ser a mesma. Isso guardaria coerência com a disciplina não só das reestruturações societárias, mas da aquisição de controle de sociedade

---

[20] Reforma das S.A. e do Mercado de Capitais, p. 64.

[21] No mesmo sentido, Alfredo Lamy Filho: "Não há, pois lugar para questionar o fato de que o acionista da companhia incorporadora (que não está sendo 'incorporada em outra') não goza do direito de retirada em decorrência do ato de incorporação" (*A Lei das S.A.*, 2º vol., p. 590).

[22] O artigo 105, aliena "e", do Decreto-lei 2.627/40 estipulava como causa de direito de retirada, a "incorporação da sociedade em outra". Essa mesma norma está repetida no item "vi" do artigo 136, da vigente Lei 6.404/76: "incorporação da companhia em outra".

[23] Direito das Companhias, vol. 1, p. 356.

(que, em muitos casos, produz o mesmo resultado da incorporação, embora mediante pagamento em dinheiro) (ver art. 256)".

Concordamos com a posição acima, pois dificilmente o legislador teria se equivocado quando regulou o recesso na incorporação de sociedade. O dispositivo foi mantido tanto no Decreto-lei 2.627/40 como na atual Lei 6.404/76, sendo que a operação de incorporação de ações somente foi incluída na atual lei. Considerando que a motivação recesso seria a mesma nas duas situações, não se poderia falar de recesso em apenas uma delas.

Entretanto, equívoco ou não, o direito de recesso na incorporadora em operações de incorporação de ações é lei, e enquanto não revogada há que ser cumprida, a despeito de eventuais críticas que possam surgir a respeito da adoção de uma interpretação sistemática da lei, no sentido de excluir referido direito de recesso para manter uma compatibilidade com as normas referentes à incorporação de sociedade.

Mesmo os estudiosos que queiram se valer de uma **interpretação sistemática** para excluir o direito de recesso nas operações de incorporações de ações poderão estar se contradizendo, pois o argumento poderia ser facilmente contestado por uma interpretação **teleológica** de forma a demonstrar que a motivação da lei foi de garantir ao acionista minoritário da incorporadora o direito de retirada quando da mudança do quadro acionário ou da exclusão do direito de preferência na entrada de novos acionistas, fazendo com que inclusive deva existir recesso na incorporadora na operação de incorporação de sociedade.

Por outro lado, a semelhança existente entre a incorporação de sociedade e a operação de incorporação de ações é o aumento de capital na companhia incorporadora necessário para atribuir novas ações aos acionistas da companhia incorporada ou da companhia cujas ações serão incorporadas. No caso de incorporação de sociedade, o aumento de capital é integralizado mediante a **conferência do patrimônio líquido** da incorporada e no caso de incorporação de ações mediante a **conferência da totalidade das ações**[24].

---

[24] Nesse sentido, Egberto Lacerda Teixeira e José Alexandre Tavares Guerreiro reconhecem que a incorporação de ações corresponde a um aumento de capital mediante a integralização com bens consistentes em ações de emissão da incorporada: "Apesar da semelhança da operação em tela com o instituto regulado

Ainda, tanto na incorporação de sociedade como na incorporação de ações, o acionista da empresa incorporadora não tem **direito de preferência** na hipótese do aumento de capital social acima referente decorrente da incorporação, vez que seria inviável e injurídico se se pretendesse assegurá-lo a qualquer acionista que não os destinatários necessários da sociedade incorporada.

Assim, apesar de revelarem características e efeitos distintos, a Lei das S.A. estendeu à incorporação de ações o **procedimento** adotado pela lei para incorporação de sociedades, inclusive protocolo e justificação, embora, para determinadas situações, a lei preveja regras especiais, visto que os princípios e as exigências nem sempre são semelhantes à incorporação de sociedades.

Da mesma forma que na incorporação de sociedade, o procedimento de incorporação de ações exige deliberação de assembleia geral das duas companhias, mediante protocolo e justificação (arts. 224 e 225), sendo que na assembleia da incorporadora, ao aprovar a operação, deverá autorizar o aumento de capital a ser realizado com as ações a serem conferidas, nomeando os peritos para as avaliarem. Dessa maneira, a incorporadora passará a ter como acionistas os próprios acionistas da sociedade em processo de conversão em subsidiária integral[25].

---

no art. 227, parece-nos que a expressão escolhida pelo legislador – incorporação de ações – é, de certo modo imprópria, por suscitar confusões com aquele instituto. Na verdade, **a incorporação de ações nada mais significa do que um aumento de capital social de determinada companhia brasileira**, mediante a conferência, pelos subscritores, de todas as ações do capital de outra sociedade, que se converte em subsidiária integral, recebendo seus ex-acionistas ações novas do capital da primeira. Em nosso entender, **a similitude da incorporação de ações (art. 252) com a incorporação de sociedades (art. 227) é mais de processo do que de substância, dado que, na incorporação de ações não se verifica extinção de sociedades, o que é da essência da incorporação a que se refere o art. 227**" (nossos grifos) (*Das Sociedades Anônimas no Direito Brasileiro*, v. 2, p. 727/728).

[25] O procedimento de incorporação de ações, regulado no artigo 252 é o mesmo da incorporação de sociedade de que trata o artigo 227: a) a operação começa pela celebração do Protocolo de Incorporação, nos termos do artigo 224 da lei, que contém todas as condições da operação; b) o Protocolo de Incorporação deve ser aprovado pelas Assembleias Gerais de ambas as sociedades, às quais é submetido acompanhado de justificação elaborada com observância do disposto no artigo 225; c) a Assembleia Geral da incorporadora, se aprovar a operação, deverá autorizar aumento de capital a ser realizado com as ações a serem incorporadas e nomear os peritos que as avaliarão; d) a Assembléia Geral da companhia cujas ações houverem de ser incorporadas, se aprovar o Protocolo, autorizará a diretoria a subscrever o aumento de capital da incorporadora, por conta dos seus acionistas; e) a Assembléia Geral da incorporadora deverá examinar e aprovar o laudo de avaliação das ações e declarar efetivada a incorporação; e os titulares das ações incorporadas receberão diretamente da incorporadora as ações que lhes couberem.

Assim, a escolha pela utilização do instituto da incorporação da sociedade ou da incorporação de ações dependerá da vontade dos acionistas de manterem ou não a **integridade de patrimônio** de cada sociedade, e, e em certos casos, da necessidade de não **disparar o direito de recesso** na sociedade incorporadora.

Quanto à necessidade de manter a integridade de patrimônio da incorporada, cabe observar que a escolha da incorporação de ações pode ocorrer muitas vezes por **razões tributárias, cíveis ou de segregação de risco.**

Do ponto de vista **tributário**, na incorporação de sociedade, perde-se o direito de compensar prejuízos e créditos tributários existentes na companhia incorporada, enquanto na incorporação de ações, a possibilidade de apropriação das vantagens fiscais pela operação lucrativa da companhia após a reestruturação pode motivar a utilização dessa operação. Além disso, existem casos em que a sociedade incorporada tem regime fiscal especial que não pode ser transferido por meio de sucessão, e para mantê-lo é preciso continuar com personalidade própria.

Quanto ao aspecto **regulatório**, existem autorizações essenciais ao exercício das atividades que são difíceis de ser transferidas ou emitidas, no caso de a operação resultar em extinção da incorporada. Muitas vezes, torna-se necessário emitir novas autorizações, aumentando o custo e o tempo necessário para assunção da integralidade da atividade empresarial, o que seria diferente se mantida a integridade patrimonial de cada sociedade. Por exemplo, se a atividade exercida é uma concessão pública, pode ser que ela não possa ser exercida em conjunto com outras sociedades ou atividades.

Por fim, em termos de segregação de risco, pode-se querer manter as atividades separadas em razões de certos passivos da incorporada que poderiam contaminar a solvabilidade da incorporadora ou para manter a segregação contábil e gerencial, para melhor entendimento dos investidores, dos diferentes negócios das companhias envolvidas.

3. NATUREZA JURÍDICA

Em um primeiro momento, poderia se pensar que a operação de incorporação de ações apresenta natureza jurídica de um aumento de capital social integralizado em bens, o qual apenas segue procedimento semelhante ao estabelecido pela Lei das S.A. para as operações de incorporação de sociedades.

A despeito de outras opiniões doutrinárias[26], são distintas a figura da **incorporação de ações** e a figura da **subscrição de capital em bens**, regulada nos artigos 7 a 10 da Lei das S.A. Se a incorporação de ações se fizesse pelo mecanismo da subscrição de capital em bens, a operação necessariamente exigiria a **unanimidade** dos sócios cujas ações deverão ser incorporadas, de tal modo que bastaria a discordância de um para que a operação se tornasse inviável (na subscrição, o subscritor manifesta sua vontade de se tornar sócio, enquanto na incorporação a operação é aprovada por maioria **independentemente da vontade** do acionista minoritário)[27].

Além disso, se fosse considerada como um aumento de capital mediante subscrição em bens, todos os acionistas da sociedade incorporadora deveriam ter **direito de preferência**[28], o que é excepcionado por lei em operações de incorporações. E, mais ainda, se aumento de capital fosse, restaria impossibilitada a existência do **direito de recesso** como ocorre na incorporação. Observe-se que a subscrição de capital em bens encerra um

---

[26] "Pois, na verdade, a conversão de uma sociedade anônima em subsidiária integral mediante a chamada incorporação das ações da primeira no patrimônio da segunda **nada mais é do que um aumento de capital da sociedade controladora**, ou, na expressão da lei, incorporadora, com a subscrição das ações desse aumento pelos acionistas da sociedade que vai tornar-se subsidiária integral, sendo o pagamento dessas ações feito não em dinheiro, mas com as ações dos acionistas da sociedade que vai ser incorporada" (grifos nossos) (Fran Martins, *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*, p. 1040). No mesmo sentido Egberto Lacerda Teixeira e José Alexandre Tavares Guerreiro (*Das Sociedades Anônimas no Direito Brasileiro*, v. 2, p. 727/728).

[27] De acordo com Fábio Konder Comparato: "O processo de incorporação de ações, para a formação da subsidiária integral, é uma das soluções mais interessantes da nova lei. Não se trata de mera subscrição de aumento de capital da sociedade única pelos acionistas da subsidiária, pois a deliberação é da Assembléia Geral desta. A lei impõe aí a maioria qualificada, mas não a unanimidade, assegurando aos dissidentes o direito de recesso" (*Ensaios e Pareceres de Direito Empresarial*, p. 210). No mesmo sentido, Alberto Xavier: "Precisamente porque a lei pretendeu viabilizar a formação superveniente de subsidiária integral, **prescindindo da regra de unanimidade**, ela foi forçada a abandonar a construção jurídica da figura da incorporação de ações baseada numa pluralidade de contratos de subscrição em bens, para optar pela configuração jurídica da operação como um **contrato não já entre sócio e sociedade, mas entre duas sociedades**, a companhia cujas ações houverem de ser incorporadas e a companhia incorporadora" (grifos nossos) (*Incorporação de ações: natureza jurídica e regime tributário,* p. 127).

[28] "Art. 171, § 2º, da Lei 6.404/76: No aumento mediante capitalização de créditos ou subscrição em bens, será sempre assegurado aos acionistas o direito de preferência e, se for o caso, as importâncias por eles pagas serão entregues ao titular do crédito a ser capitalizado ou do bem a ser incorporado".

contrato entre a sociedade e o novo acionista, enquanto na incorporação é estabelecida uma **relação entre as duas sociedades**. Embora possa ocorrer na incorporação aumento de capital pela incorporação das ações da incorporada, o aumento também poderia deixar de ocorrer, se a **incorporada detivesse um valor econômico negativo**[29].

Modesto Carvalhosa entende que a incorporação de ações seria ao mesmo tempo uma ***incorporação e alienação ficta*** (negócio *sui generis*), uma vez que não se incorpora uma sociedade em outra (a incorporada subsiste como pessoa jurídica) e porque o controlador da sociedade incorporada aliena não apenas suas ações à incorporadora, mas também as dos minoritários, lembrando a expropriação do direito administrativo[30]. Isto é, nessa operação prescinde-se da vontade do acionista minoritário, cabendo-lhe, apenas, no caso de dissidência, o exercício do direito de recesso.

É de se concordar que não se trata de uma incorporação efetivamente, pois não há dúvida de que a companhia cujas ações são incorporadas continua existindo, sendo que a incorporadora em nenhum momento torna-se sucessora daquela.

---

[29] Sacha Calmon Navarro Coêlho assim diferencia: "São, pois, muito diferentes a incorporação de ações e o aumento de capital, por conferência de bens, a saber: – como na incorporação de ações se dá uma reorganização societária, a manifestação de vontade é coletiva, da(s) pessoa(s) jurídica(s) envolvida(s), pela deliberação da maioria na assembléia geral, que aprovar os termos do protocolo e autorizar que as ações sejam incorporadas. A pessoa física não prática qualquer ato, na incorporação de ações. Apenas as pessoas societárias são partes na relação; – na subscrição de ações por conferência de bens, além da prévia chamada de capital, ocorre a manifestação de vontade unitária ao acionista (pessoa física), que se torna, assim, parte na relação – portanto, na incorporação de ações, os sócios, pessoas físicas, não praticam nenhum ato de alienação de suas ações, pois apenas as pessoas societárias envolvidas atuam; – ao contrário, na incorporação de ações, nem há alienação de suas ações por parte do sócio, nem há tampouco realização do ganho, por meio de dissolução da sociedade, pois a sociedade supérstite continua titular de direitos e obrigações, prevalecendo o princípio de continuidade do empreendimento; – no aumento de capital, a regra geral é a do direito de preferência dos acionistas atuais, mesmo no aumento de capital integralizado em bens por pessoa que anteriormente não era acionista, ao passo que na incorporação de ações esse direito inexiste, motivo pelo qual lhes é assegurado o direito de retirada com reembolso de suas ações; – no aumento de capital por conferência de bens, há prévia chamada de capital e o objetivo é exclusivamente o de aumento, enquanto que, na incorporação de ações, o objetivo é operacional/empresarial, espécie de técnica organizatória da sociedade, sendo o aumento conseqüência e não razão do processo; – à incorporação de ações aplicam-se os procedimentos formais da incorporação, fusão ou cisão, previstos nos arts. 224 e 225, por determinação da lei do anonimato. O inciso III do art. 224 impede qualquer equiparação entre incorporação de ações e conferência de bens na subscrição, pois na conferência, além do ritual próprio, os critérios de avaliação são determinados pelos peritos, podendo o subscritor aceitar ou não a avaliação" (Imposto sobre a renda e incorporação de ações da sociedade "Holding", *Revista Dialética de Direito Tributário*, nº 77, fevereiro de 2002, p. 178/179).

[30] "(...) Trata-se, com efeito, de negócio sui generis a que, por lei, está permanentemente sujeito o acionista minoritário da incorporada: ter suas ações vendidas à incorporadora independentemente de sua vontade. Entretanto, se o acionista for contrário a tal desapropriação, terá o direito de recesso. Por outro lado, essa expropriação não é confiscatória, uma vez que controlador, ao vender ações dos minoritários da incorporada, faz com que estes recebam o número de ações da incorporadora que correspondem ao valor avaliado pelos peritos" (*Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*, p. 130).

Também não se trata de uma **alienação ou permuta de ações**[31] entre a incorporada e a incorporadora. Se fosse uma operação de compra e venda de ações, os acionistas da incorporada também deveriam ser parte da relação jurídica, mas como se sabe as partes são as próprias pessoas jurídicas. Embora tratando especificamente de incorporação de sociedade, importante trazer os ensinamentos de Alfredo Lamy Filho[32]: "Pretender equiparar a incorporação, ou a fusão, ao aumento de capital mediante incorporação de bens seria tratá-las como simples alienação de ativo – contrato que é da competência dos administradores da sociedade, prossegue Santagata, para concluir que isto seria inadmissível, **porque na incorporação da empresa o titular do negócio é o sócio** (que recebe as ações da incorporadora) **e não a sociedade** (que se extingue) **e que seria a titular do sinalagma se se tratasse de compra e venda ou de permuta**: 'Tudo isto é evidentemente inadmissível. De fato, a atribuição da participação é feita a benefício dos sócios, e não da sociedade, que, entretanto, foi quem realizou a prestação do próprio patrimônio'". (grifos nossos)

Como se sabe, quem subscreve o aumento de capital na incorporadora é a incorporada por meio de sua diretoria e não seus acionistas, embora o produto dessa subscrição seja-lhes entregue. O § 2º do artigo 252 da Lei das S.A. autoriza a diretoria a agir por conta dos acionistas, **independentemente de sua vontade**, tratando-se, portanto, de uma **representação *ex-lege***. O pagamento da subscrição é feito pela incorporada, em benefício de seus acionistas, e não em benefício próprio. A doutrina entende por representação a circunstância de uma pessoa estar no lugar de outra projetando a sua vontade, podendo ser manifestada de duas formas: (i) por expressa disposição legal (**representação legal**); ou por expressa manifestação do interessado (**representação voluntária**)[33]. Neste caso, estamos diante de uma representação legal, pois a Lei das S.A. autoriza expressamente a diretoria a representar todos os acionistas da incorporada no

---

[31] Conforme Orlando Gomes: "Na permuta, um dos contratantes promete uma coisa em troca de outra. Na compra e venda, a contraprestação há de se consistir, necessariamente, em dinheiro. Na troca não há preço, como na compra e venda, mas é irrelevante que coisas permutadas tenham valores desiguais" (*Contratos*, p. 274). Ocorre que tanto na compra e venda como na permuta, o contrato é **consensual**, o que não ocorre na incorporação de ações, em que os minoritários receberão ações da incorporadora independentemente de sua vontade.

[32] A Lei das S.A., p. 587.

[33] De acordo com Mairan Gonçalves Maia Junior: "A atuação, a vontade expressa necessária à concretização do negócio jurídico, opera-se por outra pessoa, por 'interveniente ou cooperador', o qual 'faz as vezes de', 'apresenta-se no lugar de', agindo e fazendo com que os efeitos jurídicos e econômicos do negócio celebrado por seu intermédio recaiam diretamente na esfera jurídica do substituído, ou seja, do dominus negotii" (*A representação do negócio jurídico*, p. 22).

momento de subscrever o aumento de capital da incorporadora, fazendo com que os seus efeitos sejam suportados por eles. Ou seja, a sociedade incorporada dispõe de bens que não lhe pertencem, ocorrendo a **subscrição com bens alheios**[34].

Como bem alerta Alberto Xavier[35]:

> Conseqüentemente, na figura da incorporação de ações o acionista **não transfere bens ou direitos de qualquer natureza**, limitando-se, de modo estático e passivo (como numa 'quase desapropriação'), a ter no seu patrimônio **substituídas** as ações que previamente detinham pelas novas ações emitidas pela companhia incorporadora (...) Trata-se de um **fenômeno meramente substitutivo, que não decorre de uma transmissão**, seja ope voluntatis, seja ope legis (...) **O único fenômeno de transmissão em sentido técnico que existe não tem como transmitente o titular das ações a serem incorporadas, pois não existe manifestação de vontade deste, na sua qualidade de proprietário das ações, mas sim a sociedade incorporadora das ações**. (grifos nossos)

Dessa forma, Alberto Xavier, José Luiz Bulhões Pedreira e Nelson Eizirik consideram que na incorporação de ações ocorre uma **sub-rogação real**. José Luiz Bulhões Pedreira[36] explica que a incorporação de ações é uma modalidade de **sub-rogação legal**, isto é, as ações incorporadas são substituídas por ações da incorporadora como efeito legal do negócio jurídico societário de incorporação de ações.

No mesmo sentido Alberto Xavier[37]: "O titular das ações a serem objeto de incorporação nada faz, nada transmite, nada permuta: limita-se 'passivamente' a receber da sociedade incorporadora ações substitutivas das originariamente detidas e que ocupam, no seu patrimônio, lugar equivalente ao das ações substituídas por um fenômeno de sub-rogação real". Da mesma forma, Nelson Eizirik[38] afirma: "Verifica-se na operação de

---

[34] Alberto Xavier, Incorporação de ações: natureza jurídica e regime tributário, p. 129.
[35] Alberto Xavier, Incorporação de ações: natureza jurídica e regime tributário, p. 140/141.
[36] "Os acionistas da companhia cujas ações houverem de ser incorporadas participam da reunião da Assembléia Geral da companhia no exercício da função de membros desse órgão social. Não praticam ato de disposição das ações como elementos de seus patrimônios e a incorporadora não adquire as ações por efeito de alienação, quer da companhia cujas ações devam ser incorporadas, quer dos seus acionistas; **as ações incorporadas são substituídas por ações da incorporadora por subrogação real – como efeito legal do negócio jurídico de incorporação de ações**. (...) A palavra 'incorporação' tem diversos significados, e não se trata, na hipótese, de incorporação ficta de sociedade, e sim de incorporação de bens (as ações) a um patrimônio. Não há alienação ficta, **mas sub-rogação legal, como efeito do negócio jurídico de direito societário; a situação do minoritário da companhia cujas ações houverem de ser incorporadas é a mesma do minoritário da incorporada: não subscreve capital da incorporadora mas se subroga nas ações desta por efeito legal da operação, e torna-se, involuntariamente, acionista da incorporadora**" (grifos nossos) (*Direito das Companhias*, vol. II, p. 1994/1995).
[37] Incorporação de ações: natureza jurídica e regime tributário, p. 141.
[38] Incorporação de Ações: Aspectos Polêmicos, p. 89/90.

incorporação de ações uma substituição de ações. Os acionistas cujas ações foram incorporadas, **independentemente de sua vontade, recebem ações da companhia incorporadora existindo no caso uma modalidade de sub-rogação** (...) Assim, a constituição de subsidiária integral prevista no artigo 252 da Lei das S.A representa negócio jurídico, por meio do qual, independentemente de sua vontade, as ações de propriedade dos acionistas minoritários são trocadas por novas ações a serem emitidas pela companhia incorporadora, **ocorrendo uma sub-rogação real decorrente da Lei**." (grifos nossos)

Sub-rogar é substituir uma pessoa ou uma coisa por outra, sendo no primeiro caso uma sub-rogação pessoal e no segundo caso uma sub-rogação real[39]. Manuel A. Domingues de Andrade[40] assim explica a sub-rogação real: "Trata-se em suma, de uma coisa vir a ocupar o lugar de outra em dada relação jurídica, conservado esta no entanto a sua identidade própria, em lugar de sofrer uma espécie de novação, e havendo uma conexão causal (por procederem do mesmo acto ou facto jurídico) entre as duas facetas do fenômeno apontado – o deixar uma das coisas de ser o objecto daquela relação e o subentrar nela a outra coisa. Isto é, trata-se duma modalidade particular de modificação objectiva de relações jurídicas ou de sucessão de coisas".

Como bem exposto por Pontes de Miranda[41]: "Na sub-rogação, dá-se a substituição jurídica de um bem a outro, de modo que o adveniente – seja de crédito, seja indenização, seja imóvel ou móvel, que se substituiu a bem da mesma ou de outra natureza – se submeta ao mesmo regime. Para que ela se dê, é preciso: a) que o outro bem – o novo ou adveniente – entre no patrimônio, de onde um bem saiu; b) que exista patrimônio sujeito a regime próprio".

Entre os exemplos mais conhecidos de sub-rogação real, constata-se o (i) artigo 1.446 do Código Civil, que estabelece que os animais da mesma espécie, comprados para substituir os mortos, ficam sub-rogados no penhor; (ii) artigo 1.449 do Código Civil, que estabelece que o devedor que, anuindo o credor, alienar as coisas empenhadas, deverá

---

[39] Conforme De Plácido e Silva: "Na sub-rogação real, as coisas substitutas, ficando em lugar das coisas substituídas, tomam a natureza destas, suportando todos os encargos que lhes pesavam. Bem por isso que se afirma que 'subrogatum capit naturam subroganti'" (*Vocabulário Jurídico*, p. 1331).
[40] Teoria geral da relação jurídica, p. 224, nota 1.
[41] *Tratado de Direito Privado*, tomo II, p. 151 a 153.

repor outros bens da mesma natureza, que ficarão sub-rogados no penhor; e (iii) 1.848, § 2º, do Código Civil, que estabelece que, mediante autorização judicial e havendo justa causa, podem ser alienados os bens gravados com a cláusula de inalienabilidade, impenhorabilidade e de incomunicabilidade, convertendo-se o produto em outros bens, que ficarão sub-rogados no ônus dos primeiros.

Dos exemplos acima citados, percebe-se que na sub-rogação real substitui-se o bem, que fica sub-rogado **ao mesmo regime de atribuição do bem que lhe cedeu lugar**. Como bem conceituou Caio Mário da Silva Pereira[42], há a "sobrevivência do regime jurídico da coisa sub-rogada".

Na sub-rogação deve ser mantida **a relação anteriormente havida**. Embora exista **equivalência de valores**, pois os acionistas receberão novas ações de mesmo valor as que previamente detinham na incorporada, poderia argumentar-se que **a relação anterior é alterada**. Veja-se, antes da incorporação, a relação societária era entre os acionistas da incorporada e a própria incorporada. Após a incorporação, a relação será entre a incorporadora e os acionistas dela, com direitos eventualmente diferentes daqueles anteriormente existentes[43]. A continuidade, entretanto, do vínculo social poderia ser defendida na medida em que a incorporada não se extingue, recebendo os acionistas ações de outra sociedade por uma decisão assemblear prevista em lei.

Poderia discutir-se também se a incorporação de ações não se trataria de uma **estipulação em favor de terceiro** (art. 436 do Código Civil), ou seja, um contrato, por via do qual uma das partes (incorporada) se obriga a atribuir **vantagem patrimonial gratuita** a pessoa estranha à formação do vínculo contratual (acionista da incorporada). Um dos requisitos necessários neste tipo de contrato é a **aceitação do terceiro**, vez que o direito

---

[42] Instituições de direito civil, volume 1, p. 274.

[43] Importante observar a obra de Waldírio Bulgarelli sobre incorporação das sociedades anônimas, escrita antes da promulgação da Lei 6.404//76, e, portanto, em momento que ainda não existia o instituto da incorporação de ações. "Outros, como Sagunto F. Peres Fontana entendem que não há modificação do vínculo, pois este se extingue, extinguindo-se também o contrato. Assim, a consideração de que o vínculo social que unia os sócios como conseqüência do contrato ou estatuto social anterior, continua na sociedade absorvente ou em a nova, também é inexata, pois se os sócios continuam em outra sociedade, essa qualidade deriva do contrato ou do estatuto social da sociedade incorporante ou da nova, mas não daquele que os unia anteriormente, porque esse contrato ou estatuto desapareceu com todos os seus efeitos vinculatórios. Também Goldschmidt para quem não é correto falar-se em modificação do vínculo social, sob o aspecto jurídico, pois trata-se de substituição de um vínculo por outro distinto" (*A incorporação das sociedades anônimas*, p. 118/119).

que se lhe atribui não entra automaticamente em seu patrimônio. Se o terceiro não o quer, o efeito do contrato não se realiza[44].

Percebe-se claramente que não se trata de estipulação em favor de terceiro. Em primeiro lugar, as ações atribuídas aos acionistas da incorporada não são dadas de forma gratuita, mas sim a título de pagamento das ações subscritas, e em segundo lugar não é obrigatória a decisão dos acionistas minoritários da incorporada para a efetivação da operação, já que eles podem ser compulsoriamente obrigados a transferir a suas ações por meio de voto de metade, no mínimo, das ações com direito a voto. Além disso, como visto acima, a incorporada atua como representante legal dos acionistas, o que excluiria o caráter de terceiros dos acionistas.

Dessa forma, entendemos que a incorporação de ações constitui **instituto jurídico próprio do direito societário**, claramente estabelecido em lei, configurando-se como uma operação típica de integração empresarial, não se confundido com a operação típica de aumento de capital, embora possa trazer, com uma de suas consequências, o aumento de capital da incorporadora.

A conclusão acima não é somente importante para o direito societário, mas tem total impacto na área tributária. Por exemplo, em sessões realizadas em 12 de abril de 2010, a Câmara Superior de Recursos Fiscais do Conselho Administrativo de Recursos Fiscais (Acórdãos 9202-00.662 e 9202-00.663)[45] entendeu **equivocadamente** que a incorporação de ações constitui uma forma de **alienação em sentido amplo**, e, portanto, sujeita a apuração do ganho de capital sobre a diferença a maior (entre o valor de mercado

---

[44] De acordo com Orlando Gomes: "Para haver estipulação em favor de terceiro é necessário que do contrato resulte, para este, uma atribuição patrimonial gratuita. O benefício há de ser recebido sem contraprestação e representar vantagem suscetível de apreciação pecuniária. A gratuidade do proveito é essencial, não valendo a estipulação que imponha contraprestação. A estipulação não pode ser feita contra o terceiro. Há de ser em seu favor. Não obstante ser o terceiro pessoa estranha ao contrato, necessário se torna a aceitação do benefício. O direito que se lhe atribui não entra automaticamente em seu patrimônio. Se não o quer, o efeito do contrato não se realizada. Daí não se segue, porém, que a validade do contrato dependa de sua vontade. Mas, sem dúvida, a eficácia fica nessa dependência. Manifestada a anuência do beneficiário, o direito considera-se adquirido desde o momento em que o contrato se tornou perfeito e acabado" (*Contratos*, p. 197).

[45] Veja-se o acórdão: "Assunto: Imposto sobre a Renda de Pessoa Física – IRPF, Exercício: 2005. IRPF – Operação de Incorporação de Ações – Ganho de Capital. As operações que importem alienação a qualquer título, de bens e direitos, estão sujeitos a apuração do ganho de capital. A incorporação de ações constitui uma forma de alienação em sentido amplo. O sujeito passivo transferiu ações, por incorporação de ações, para outra empresa, a título de subscrição e integralização das ações que compõem seu capital, pelo valor de mercado. A diferença a maior (entre o valor de mercado e o valor constante na declaração de bens) deve ser tributada como ganho de capital. Recurso especial provido".

e valor constante da declaração de bens). Como se explicou acima, na incorporação de ações não ocorre qualquer tipo de alienação ou transferência, não ocorrendo qualquer tipo de fluxo financeiro ou circulação de valores, que sujeite o acionista a apuração de ganho de capital. A alienação é ato de disposição; de transferência de domínio. A alienação importa na renúncia de um direito e é, portanto, voluntária, sendo que na incorporação o acionista minoritário pode ser obrigado a receber ações da incorporadora, independentemente de sua vontade.

4. RELAÇÃO DE SUBSTITUIÇÃO DE AÇÕES

A lei societária exige que os critérios utilizados para determinar as relações de substituição das ações sejam divulgados no Protocolo de Incorporação, conforme o disposto no artigo 224, inciso I[46].

A exigência legal da indicação dos critérios de avaliação implica, obviamente, a possibilidade de utilização de mais de um, como meio de se alcançar a justa relação de substituição.[47]

De fato, não há qualquer exigência ou determinação especial quanto aos critérios a serem utilizados para a determinação das relações de troca, que serão **livremente escolhidos** pelos administradores e acionistas das companhias envolvidas.[48]

Assim, como conclui Nelson Eizirik[49]: "Prevalece, portanto, em nosso direito, a ampla liberdade na escolha convencional do critério utilizado para determinar as relações de substituição das ações em operações de incorporação". E mais adiante: "As regras acima referidas sobre a fixação da relação de substituição aplicam-se tanto às operações de incorporação entre sociedades que não possuem qualquer relação societária, como naquelas que se realizam entre a companhia controladora e sua controlada".

No caso de incorporação de ações de companhias sob controle comum ou de controlada, como será visto neste trabalho, a lei societária optou por oferecer uma proteção adicional aos acionistas minoritários da sociedade incorporada, sem que, entretanto, seja excluído o direito das partes de determinar o critério de avaliação do patrimônio a ser incorporado como o critério de fixação de relação de troca[50].

---

[46] "Art. 224. As condições da incorporação, fusão ou cisão com incorporação em sociedade existente constarão de protocolo firmado pelos órgãos de administração ou sócios das sociedades interessadas, que incluirá: I – o número, espécie e classe das ações que serão atribuídas em substituição dos direitos de sócios que se extinguirão e **os critérios utilizados para determinar as relações de substituição**; (...)" (grifos nossos).

[47] Modesto Carvalho e Nelson Eizirik, *A Nova Lei das S.A.*, p. 374.

[48] Alfredo Lamy Filho e José Bulhões Pedreira, *A Lei das S.A.*, vol. 2, p. 562/563

[49] *Temas de Direito Societário*. Incorporação de companhia por sua subsidiária integral. Extinção de acordo de acionistas. Inaplicabilidade do artigo 264 da Lei das S.A. Prevalência do interesse social e abuso de direito, p. 321.

[50] Waldírio Bulgarelli, *A incorporação das Sociedades Anônimas*, p. 35-36; Egberto Lacerda Teixeira e J.A. Tavares Guerreiro, *Das Sociedades Anônimas no direito brasileiro*, p. 662; Nilton Latorraca, *Direito*

Importante esclarecer que a Lei das S.A. não estabelece a necessidade de prévia avaliação das companhias, para que se determine a relação de troca em incorporação de ações, desde que o processo de negociação seja justo e desinteressado[51].

No que diz respeito ao critério para determinar a relação de troca, importante remeter-nos a exposição justificativa do anteprojeto convertido na lei das sociedades por ações que enfatiza que as novas ações devem ser emitidas por preço compatível com o valor econômico (de **troca**, de **patrimônio líquido** ou de **rentabilidade**)[52].

Assim, nos termos do art. 170, § 1º, os avaliadores poderão avaliar os patrimônios conforme os três critérios (valor patrimonial, perspectivas de rentabilidade e cotação no mercado) – isoladamente ou em conjunto[53].

A questão da possibilidade de aplicação cumulativa ou isolada desses fatores

---

Tributário, p. 353.

[51] Veja-se trecho da declaração de voto de Pedro Oliva Marcilio de Souza no Processo CVM RJ 2007/4933: "(...) Essa é uma decisão 'arbitrária', em sua acepção técnica, das administrações, que, no estabelecimento da relação de substituição, devem levar em conta o interesse das companhias que administram. 02. Assim, o incorporado pode negociar procurando o melhor 'preço', que pode ser, inclusive, menor que o preço pelo fluxo de caixa descontado ou o valor de mercado, desde que o processo de negociação tem sido justo e desinteressado. Isso se dá, inclusive, porque a incorporação será decidida pelos próprios acionistas e não pela administração. 03. A incorporadora, por seu turno, pode até 'pagar' mais que o valor justo ou a avaliação pelo fluxo de caixa descontado ou o valor de mercado, pois pode incluir em sua análise fatores extra-companhia analisada isoladamente (economia de custos, poder de mercado, patentes complementares, liderança, etc...). O que importa, aqui, também, é um processo de negociação justo e desinteressado".

[52] "Para proteção dos acionistas minoritários, o § 1º estabelece que as novas ações devem ser emitidas por preço compatível com o valor econômico da ação (de troca, de patrimônio liquido, ou de rentabilidade), e não pelo valor nominal. A emissão de ações pelo valor nominal, quando a companhia pode colocá-las por preço superior, conduz à diluição desnecessária e injustificada dos acionistas que não têm condições de acompanhar o aumento, ou simplesmente desatentos à publicação de atos societários. A existência do direito de preferência nem sempre oferece proteção adequada a todos os acionistas. A emissão de ações pelo valor econômico é a solução que melhor protege os interesses de todos os acionistas, inclusive daqueles que não subscrevem o aumento, e por isso deve ser a adotada pelos órgãos competentes para deliberar sobre o aumento de capital".

[53] Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira, em longo e minucioso parecer que elaboraram sobre "Abuso de poder de controle em aumento de capital de banco comercial", ensinam – que: "O valor econômico da ação nada tem a ver com o denominado 'valor nominal', o qual – como significa corretamente sua denominação – só existe 'em nome', ou seja, não é real: é a importância (arbitrariamente fixada pelos acionistas) da contribuição para o capital social efetuada no momento da criação da ação. O fundamento do valor econômico da ação não é o valor nominal (cuja restituição não pode ser exigida pelo acionista), mas três dos direitos de sócio que podem ser fonte de transferência, para o patrimônio do acionista, da quantidade de dinheiro ou de bens que têm valor em dinheiro: (a) o direito de participar nos lucros sociais, cujo objeto é um quinhão, ou fração, dos lucros que acrescem ao patrimônio da sociedade; (b) o direito de participar do acervo líquido em caso de liquidação, cujo objeto é uma quota-parte do patrimônio líquido da sociedade e (c) o direito de dispor da ação mediante troca no mercado. O valor econômico da ação pode ser determinado com base em qualquer desses direitos, o que explica três diferentes critérios de avaliação da ação: de rentabilidade, de patrimônio líquido e de mercado" (*A Lei das S.A.*, p. 500 e 501).

quando da justificação do preço de emissão foi solucionada pelo Parecer de Orientação CVM 1, de 27 de setembro de 1978, que estabeleceu que haverá a prevalência de um outro daqueles três parâmetros sobre os demais, quando da fixação do preço de uma nova emissão daquela ação, conforme o estágio de desenvolvimento do mercado de ações, bem como o tipo de comportamento de uma determinada ação em tal mercado (índice de negociabilidade)[54].

Posteriormente, no Parecer de Orientação CVM 5, de 3 de dezembro de 1979, a CVM, no mesmo sentido de Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira[55], fez questão de advertir quanto ao seu entendimento de que, em mercado organizado, o real valor econômico da ação que tem liquidez de negócios é determinado pela cotação de mercado[56].

Ainda, importante questão refere-se à possibilidade de utilização de diferentes critérios para avaliação da incorporadora e incorporada, isto é, adotar, por exemplo, para fins de relação de troca, o critério de cotação das ações no mercado para a incorporadora e o critério de fluxo de caixa descontado para a incorporada.

---

[54] "4. Em relação à consideração dos três parâmetros enunciados pelo comentado dispositivo legal, porém, deve-se entender que, embora de observância cumulativa, haverá a prevalência de um outro daqueles três parâmetros sobre os demais, quando da fixação do preço de uma nova emissão daquela ação, conforme o estágio de desenvolvimento do mercado de ações, bem como o tipo de comportamento de uma determinada ação em tal mercado (índice de negociabilidade). 5. Com efeito, num mercado de valores mobiliários desenvolvido e eficiente, ou seja, naquele presidido por um amplo e eficaz sistema de informações 'Companhia-público investidor', e no qual determinada ação possua um alto índice de negociabilidade, o parâmetro 'cotação da ação' realmente assumirá uma prevalência praticamente total sobre os demais parâmetros. Isto porque, neste caso, todas as informações sobre a companhia emitente, bem como sobre a ação por ele emitida, são de pleno conhecimento do público investidor, e se refletem na cotação da ação no mercado, **valor este realmente representativo do 'valor econômico da ação' de que fala a exposição de motivos da Lei**. 6. Por outro lado, já na medida em que o mercado para determinado título apresenta baixo índice de negociabilidade, deixa o parâmetro 'cotação' de apresentar grande significado, aflorando os dois demais parâmetros (Valor Patrimonial e Perspectivas de Rentabilidade) como merecedores de maior consideração na fixação do preço de emissão." (grifos nossos)

[55] "O valor de troca, ou cotação no mercado, baseia-se no direito de dispor da ação: é o preço pelo qual a ação pode ser vendida. Esse valor depende da oferta e da demanda, que são influenciadas por muitos fatores; mas, em condições normais, ele traduz o juízo que os investidores fazem sobre as perspectivas de rentabilidade e o valor de patrimônio líquido da companhia" (A Lei das S.A., p. 501).

[56] "Em favor da relevância do parâmetro 'cotação das ações no mercado', ainda milita a distinção entre patrimônio virtual e atual do acionista. Com efeito, a participação do acionista no patrimônio líquido da companhia, de que resulta o valor patrimonial de suas ações, consiste, na realidade, em uma participação virtual, que só se tornará atual no momento em que o acionista tiver a oportunidade de exercer alguns dos direitos excepcionais que lhe são conferidos pela titularidade das ações em face do patrimônio da companhia, tais como o direito de reembolso ou o direito de participar do acervo líquido da companhia na hipótese de sua liquidação. A cotação das ações no mercado, ao contrário, consiste em elemento fundamental para a exata aferição do patrimônio atual do acionista. **Representa o real 'valor econômico' (de troca) da ação a que se refere a Exposição e Motivos do anteprojeto que se transformou na Lei 6.404/76.**" (grifos nossos)

Embora tratando do instituto referente à incorporação de sociedade, em consulta relativa à decisão do Banco do Brasil (BB) e do Banco do Estado de Santa Catarina S.A. (BESC) em desenvolver estudos visando à incorporação do BESC e do BESC S.A. Crédito Imobiliário (BESCRI) pelo BB (Processo RJ 2007/4933), a SEP e o Colegiado da CVM entenderam ser possível a adoção de critérios diferentes, desde que os administradores das companhias envolvidas entendam e justifiquem que os critérios escolhidos são os que melhor avaliam as respectivas companhias. A análise da SEP levou em consideração que a Lei das S.A. não determina que o critério de avaliação para estabelecer a relação de substituição seja o mesmo na incorporada e na incorporadora[57].

Outra questão importante refere-se à possibilidade de estabelecer relações de troca diferenciadas entre ações ordinárias e preferenciais ou por aquelas detidas por acionista controlador, que serão tratadas no capítulo referente à incorporação de controlada, bem como nos precedentes que serão examinados.

Dessa forma, embora as partes tenham o **direito de livre escolha do critério** para apuração da relação de troca, podendo inclusive adotar diferente critérios para cada umas das sociedades, os três fatores acima mencionados (**patrimonial**, **perspectivas de rentabilidade** e **cotação de mercado**) deverão ser levados em consideração para justificação da relação de troca.

[57] A Procuradora Federal Especializada da CVM se manifestou em linha com esse entendimento, por meio do MEMO/PFE-GJU/186/04, de 03.08.2004, no sentido de que a adoção dos parâmetros, quer para avaliar o patrimônio da incorporada quer para estabelecer a relação de troca, é informada pelo princípio da liberdade contratual, sendo livremente pactuado pelas partes, sendo, ainda, possível o emprego de mais de um deles, como meio de alcançar o valor justo. No mesmo sentido, o Colegiado concordou com o entendimento da área técnica, em nova consulta do Banco do Brasil S.A. (BB), tendo em vista a decisão em desenvolver estudos visando à incorporação do Banco do Estado do Piauí S.A (BEP) pelo BB (Processo CVM RJ-2007/13175), manifestando-se pela possibilidade de utilização, no caso, de critérios de avaliação diferenciados.

5. CONTRASTE COM O DIREITO NORTE-AMERICANO

5.1 Statutory Merger e Stock-for-Stock Exchange

De forma similar ao Brasil, nos Estados Unidos podemos encontrar a ***"statutory merger"*** e a ***"stock-for-stock exchange"***.

Assim como na incorporação de sociedade, na ***statutory merger***, uma ou mais sociedades são absorvidas por outra, que lhes sucede em todos os direitos e obrigações, do que resulta a extinção da personalidade jurídica das sociedades incorporadas. Neste caso, o conselho de administração de cada uma das sociedades deve aprovar o "*plan of merger*", que especificará as condições da incorporação e a relação de troca de ações que cada um dos acionistas da incorporada receberá na incorporadora. Em seguida, os acionistas das companhias envolvidas por maioria (se maior quorum não for exigido) deverão aprovar a operação.

Na ***stock-for-stock exchange, share exchange*** ou ***stock swap***, a incorporadora negocia **separadamente** com cada acionista da incorporada, atribuindo ações de sua emissão em troca das ações de que é titular na incorporada. Dessa forma, cada acionista da incorporada decidirá, **independentemente**, a aceitação da relação de troca oferecida, permanecendo intacta cada uma das sociedades, sem qualquer necessidade de deliberação do conselho de administração ou da assembleia geral dos acionistas.

Em determinados estados dos Estados Unidos, de forma similar à incorporação de ações, em operações **stock swap** por decisão adotada pela **maioria de votos** dos acionistas de ambas as companhias, os titulares de ações da incorporada recebem diretamente da incorporadora ações conforme relação de troca aprovada no ***plan of merger***, **compulsoriamente** e **independentemente de sua vontade**, sem que ocorra a extinção de qualquer das respectivas sociedades e sem que venha a ser cancelada uma só ação de emissão da companhia que, em virtude da operação, é transformada em **subsidiária integral** da outra. Assim, se o plano for aprovado pelo conselho de administração e pela maioria dos acionistas da incorporada, todos os acionistas da incorporada são obrigados a trocar a suas ações por ações da incorporadora, independentemente de sua vontade.

Deve-se observar que também que há certos casos em que a aprovação dos acionistas não será necessária. Em alguns estados dos Estados Unidos, os acionistas da incorporada ou da incorporadora não precisam aprovar a operação. Nas chamadas ***"short form merger"***, em que uma sociedade possui participação acionária relevante na outra (90% ou mais), a incorporação pode ser realizada sem a aprovação dos acionistas da incorporada, conforme disciplinado no Model Business Corporation Act (MBCA), § 11.05.

No mesmo sentido, a aprovação dos acionistas de ambas as companhias não será necessária se o número de ações da incorporadora após a operação não resultar em um aumento de mais de uma determinada porcentagem. O MBCA, § 11.04 (g); § 6.21(f), dispõe basicamente, entre outros requisitos, que o voto dos acionistas da incorporadora não é necessário se os novos direitos de voto são menores que 20% do total. São as chamadas ***"small-scale (whale-minnow) mergers"***, em que o voto dos acionistas da incorporadora não é necessário se a operação não diminuir substancialmente o seu controle.

5.2 Direito de Recesso nos Estados Unidos (*Appraisal Right*)

Nos Estados Unidos, as cortes e a legislação também protegem os acionistas minoritários em operações de incorporação por meio do direito de recesso (*appraisal rights*). Ao invés de serem forçados a trocar a suas ações por ações de outra companhia ou terem que aceitar uma relação de troca não considerada justa, os acionistas minoritários que dissentirem da operação poderão exercer o direito de retirada com reembolso do valor da ação.

Deve-se ressaltar que, diferentemente da nossa legislação, nos Estados Unidos, somente podem exercer o direito de recesso aqueles acionistas que possuam o direito de voto na deliberação da operação de incorporação.

A regulação do direito de recesso varia de acordo com cada estado. Basicamente, podemos encontrar no MBCA as principais regras do recesso em operações de incorporação, conforme abaixo examinadas.

(a) Direito de Recesso na Incorporada. De acordo com o MBCA § 13.02 (a) (2), os acionistas da incorporada **com direito a voto** têm direito de recesso em operações de

stock-for-stock exchange.

(b) Direito de Recesso na Incorporadora. Os acionistas da incorporadora também terão direito de recesso, exceto no caso de (i) *whale-minnow merger*, em que os acionistas da incorporadora não terão direito de recesso (MBCA § 1.02 (a) (1) (i)), pelo fato de a operação ser considerada relativamente pequena para os seus padrões de negócios; mas os acionistas da incorporada poderão exercê-lo, mesmo que não tenham direito de voto na operação; e (ii) *short-form merger*, em que os acionistas da incorporada terão direito de recesso mesmo que não tenham direito de voto na operação (§ 13.02 (a) 1 (ii)), mas os da incorporadora não, uma vez que o impacto nesta sociedade não será relevante (já possui ao menos 90% de participação acionária na incorporada).

(c) Liquidez. Similarmente à nossa Lei das S.A., a maioria dos estados nos Estados Unidos não permite o direito de recesso em caso de ações listadas em bolsa . O MBCA (§ 13.02 (b)) estabelece que se a ação estiver listada, por exemplo, na New York Stock Exchange, American Stock Exchange ou NASDAQ, ou não esteja listada, mas tenha 2.000 acionistas e as ações emitidas tenham um valor de mercado de ao menos de USD 20 milhões, o acionista também não terá direito de recesso. Assim como no Brasil, operações realizadas por companhias cujas ações tenham liquidez não será dado o direito de recesso, por poderem ser vendidas no mercado.

(d) Valor do Recesso. Caso o acionista dissidente esteja insatisfeito com o valor do recesso, o valor justo *(fair value)* deverá ser determinado em juízo. Neste processo, o juízo deverá determinar o valor justo, valendo-se dos seguintes critérios:

(i) *exclusão da influência da operação*. O valor justo das ações deve ser determinado em momento anterior à operação, para excluir qualquer influência que esta possa ter tido no valor das ações.

(ii) "*non-marketablilty discount*". O valor justo das ações não pode considerar qualquer tipo de desconto em razão de a participação ser minoritária (MBCA § 13.01 (4) (iii)).

(iii) "*Delaware Block*". A maioria das cortes nos Estados Unidos tem aplicado o método de avaliação conhecido como "Delaware block", que considera, basicamente, três fatores, de aplicação isolada ou conjunta: (a) preço de mercado

(*market price*); (b) patrimônio líquido a preço de mercado (*net asset value*); e (c) rentabilidade futura *(ernining valuation).*

É importante observar que a avaliação não pode ficar restrita ao método conhecido como *Delaware Block*. No caso Weinberger v. UOP, Inc. 457 A. 2d 701 (1983), a Suprema Corte de Delaware decidiu que tal método de avaliação era demasiado rígido, permitindo que a prova do valor justo seja dada mediante qualquer técnica ou método geralmente aceito na comunidade financeira[58].

(e) Exclusividade do Direito de Recesso. O direto de recesso do acionista dissidente é o único remédio disponível ao acionista que não concorde com a operação, exceto se houver qualquer tipo de ilegalidade, irregularidade ou falsidade na deliberação. O MBCA § 13.02 (d) estabelece que o direito de recesso é o único remédio *"unless such corporate action [...] was procured as a result of fraud or material misrepresentration"*. Em operações *arm's-length* (incorporação sem qualquer tipo de relação societária entre as companhias), o direito de recesso não será exclusivo, porém somente poderá ser questionado pelo acionista se (i) arcar com o ônus da prova; (ii) demonstrar que o preço é totalmente inadequado. A outra exceção para que o direto de recesso não seja o único remédio disponível refere-se a operações de incorporação de controlada como será visto abaixo, isto é, nas chamadas *self dealing transactions*.

5.3 Incorporação de controlada (*parent-subsidiary merger*)

Operações de incorporação de controlada têm levantado discussões pelo fato de o acionista controlador poder utilizar o seu voto para aprovar uma operação em que lhe resulte um benefício ou vantagem particular em detrimento dos demais acionistas não controladores. Não obstante os riscos de favorecimento do acionista controlador, as chamadas *self dealing transactions*[59] são de forma geral aceitas nos Estados Unidos.

---

[58] "The standard 'Delaware block' or weighted average method of valuation, formerly employed in appraisal and other stock valuation cases, shall no longer exclusively control such proceedings. We believe that a more liberal approach must include proof of value by any techniques or methods that are generally considered acceptable in the financial community and otherwise admissible in court. … Fair price obviously requires consideration of all relevant factors. … This is not only in accord with the realities of present day affairs, but it is thoroughly consonant with the purpose and intent of our statutory law."

[59] "Ordinarily, a parent-subsidiary merger can be properly characterized as a self dealing transaction (...) This is true in the obvious institutional sense that the parent corporation controls both sides of the transaction and unilaterally sets the terms of the deal (...) Since parent-subsidiary mergers may often constitute self-dealing

Em operações de incorporação de controlada, entretanto, o direito de recesso não é o remédio exclusivo do acionista minoritário, já que tal direito pode não ser *"adequate in certain cases, particularly where fraud, misrepresentation,* ***self dealing****, deliberate waste of corporate assets, or gross and palpable overreaching are involved"* (Weinberger v. UOP, Inc. 457 A. 2d 701 (1983)).

Assim, em operações em que os acionistas minoritários da incorporada são **compulsoriamente eliminados** da companhia, recebendo **valor em dinheiro** por suas ações (***freezout merger***), determinados estados dos Estados Unidos têm insistido que a operação passe pelo escrutínio dos seguintes testes: (i) ***intrinsic fairness test****:* a operação deve ser **justa** para os acionistas minoritários; e (ii) ***business purpose test****:* a operação deve ter um finalidade e **propósito válido.**

Isso se explica porque, diferentemente do que ocorre no Brasil, em operações de incorporação nos Estados Unidos é possível oferecer dinheiro ou outro tipo de valores mobiliários aos acionistas minoritários da companhia incorporada. No Brasil, somente é aceitável a atribuição de ações da incorporadora aos acionistas da incorporada. Essa característica diferencia totalmente o nosso sistema do modelo dos Estados Unidos, fazendo com que sejam necessários outros mecanismos de proteção ao acionista minoritário em complemento ao direito de recesso.

Ronald J. Gilson e Bernard S. Black[60] explicam: *"Rather, it is the type of consideration that can be used in the merger that is central to the freezeout concept. In particular, the very notion of a freezeout requires that the minority shareholders be paid off in cash. Target shareholders who receives shares of the acquiring company are not truly gone and, what may be worse, the issuance of the shares carries with it the potential to dilute the earning of the acquiring company. Authorization of the use of cash as consideration in mergers is of comparatively recent origin. In 1925, Florida became the first state to authorize "the distribution of cash, notes on bonds, in whole or in part, in lieu of stock to stockholders of the constituent corporation of any of them".*

---

transactions, the courts tend to subject them to fairness scrutiny and to declare that the parent corporation and its management are fiduciaries with respect to the minority shareholders of the subsidiary" (Robert Clark, *Corporate Law,* p. 472).

[60] The Law and Finance of Corporation Acquisitions, p. 1253.

No voto do Processo CVM 2007/3453, Pedro Oliva Marcílio de Souza argumentou que a incorporação de ações seria um tipo *freezout merger*, mediante a entrega de ações: Para ele: *"Freeze-out mergers são operações societárias (isoladas ou mediante a combinação de operações distintas), com pagamento em dinheiro ou em ações, que resultam em exclusão compulsória dos acionistas de uma sociedade. Elas foram desenvolvidas ao longo do Século XX e, ainda hoje, são comumente discutidas pela jurisprudência. No Brasil, além da incorporação de ações, existe um outro tipo de freeze-out merger, que foi criado pela Lei 10.303/01. Falo do resgate de ações, aprovado pelo acionista controlador, após realizar oferta pública para cancelamento de registro por preço justo (conforme critério legal), caso ele seja titular de, no mínimo, 95% das ações emitidas. O preço, nesse caso, será o mesmo da oferta para cancelamento de registro, podendo ser em dinheiro ou em ações (ou combinação dos dois), a depender do que se tenha ofertado. Definiu-se, portanto, uma outra hipótese de freeze-out merger, com requisitos diferenciados. Em ambos os casos, a Lei 6.404/76 definiu um critério de preço justo (um critério apenas é admissível para a incorporação de ações – patrimônio líquido a preços de mercado – e diversos para o resgate, que inclui o critério aceito para a incorporação de ações). Deve-se ressaltar que não se exige a aprovação dos acionistas não controladores em qualquer dos casos. É bem verdade que, no resgate, acionistas representando 2/3 dos não controladores (critério estabelecido pela CVM e não na lei) deverá ter alienado as ações. A decisão sobre o resgate, no entanto, é individual do acionista controlador"*.

De forma contrária ao raciocínio acima, entendo que o *freezout merger* do direito norte-americano requer a eliminação do acionista minoritário mediante o pagamento em dinheiro, o que não ocorre na incorporação de ações, em que o acionista recebe ações diretamente da incorporadora, não podendo, portanto, comparar-se ao *freezout merger*, pois o acionista não será eliminado e sim fará parte do quadro acionário da incorporadora.

5.4 Intrinsic Fairness Test

As cortes nos Estados Unidos analisam o *instrinsic fairness test* sob três aspectos: (i) preço justo (**fair price**); (ii) procedimentos justos (**fair procedures**) na aprovação da operação; e (iii) informação adequada (**disclosure**) aos acionistas minoritários. Se qualquer

um desses componentes estiver faltando, a corte provavelmente considerará injusta a operação e poderá suspender ou responsabilizar por perdas em montante suficiente para buscar o preço justo.

A Suprema Corte de Delaware no caso Weinberger v. UOP, Inc explicitou bem o que vem a ser uma operação *entirely fair*, destacando que o *"entire fairness standard"* tem dois componentes básicos: (i) preço justo *(fair price)* e (ii) negociação justa ou imparcial (*fair dealing*)[61].

A imparcialidade do processo de negociação é, segundo a corte, a melhor garantia de que o preço negociado seja justo. Talvez a mais importante contribuição dessa decisão foi a identificação dos procedimentos de proteção que os acionistas minoritários devem receber nesse tipo de operação, como a constituição de um **comitê especial independente** para negociar a operação **ou** a sujeição da **aprovação pela maioria dos acionistas minoritários**, constituindo, dessa forma, um importante precedente para operações futuras[62].

Entretanto, a corte no referido caso deixou claro também que o uso de comitês independentes ou a sujeição da aprovação da operação à maioria dos acionistas minoritários não eram elementos suficientes para atrair a aplicação do "*business judgment rule*".

A corte neste caso destacou que o "*entire fairness"* é o padrão de conduta para analisar as operações de incorporação de controlada, concluindo que o uso de comitês

---

[61] "The concept of fairness has two basic aspects: fair dealing and fair price. The former embraces questions of when the transaction was timed, how it was initiated, structured, negotiated, disclosed to the directors, and how the approvals of the directors and stockholders were obtained. The latter aspect of fairness relates to the economic and financial considerations of the proposed merger, including all relevant factors: assets, market value, earnings, future prospects, and any other elements that affect the intrinsic or inherent value of a company's stock. However, the test for fairness is not a bifurcated one as between fair dealing and price. All aspects of this issue must be examined as a whole since the question is one of entire fairness. However, in a non-fraudulent transaction we recognize that price may be that preponderant consideration outweighing other features of the merger".

[62] "Although perfection is not possible, or expected, the result here could have been entirely different if UOP had appointed an independent negotiating committee of its outside directors to deal with Signal at arm's length (...). Since fairness in this context can be equated to conduct by a theoretical, wholly independent, board of directors acting upon the matter before them, it is unfortunate that this course apparently was neither considered nor pursued (...). Particularly in a parent-subsidiary context, a showing that the action taken was though each of the contending parties had in fact exerted its bargaining power against the other at arm's length is strong evidence that the transaction meets the test of fairness".

independentes ou a sujeição da aprovação da operação ao voto da maioria dos acionistas minoritários[63] seria apenas o mecanismo para que o **ônus de prova** relativo à equidade da operação ficasse transferido aos acionistas minoritários: "where corporation action has been approved by an informed vote of a majority of the minority shareholders, we conclude that the burden entirely shifts to the plaintiff to show that the transaction was unfair to the minority".

Assim, de acordo com referida decisão, independentemente de qual parte tenha o ônus de prova, a operação deve ser analisada sob o conceito de *entire fairness*, e não pelo *business judgment rule*. Ou seja, a utilização de um dos procedimentos acima indicados em operações sob controle comum não torna aplicável o conceito *business judgment rule*, mas sim transfere o ônus da prova.

No Brasil, a despeito dos Pareceres de Orientação da CVM que serão estudados no capítulo seguinte, a Lei das S.A. permite expressamente o voto do acionista controlador na assembleia que irá aprovar a operação de incorporação de controlada. Caso contrário, como já dissemos anteriormente, isso levaria, em regra, à inadmissível distorção de transferir para a minoria a decisão acerca da oportunidade e conveniência da incorporação, que, como se sabe, é prerrogativa legítima da maioria acionária[64].

Mas isso não quer dizer que nas operações de controladas os acionistas minoritários ficarão sem proteção ou sujeitos a abuso do acionista controlador. O artigo 264 da Lei das S.A., como será examinado a seguir, estabeleceu soluções para proteção dos acionistas não controladores garantindo a avaliação das duas companhias pelo patrimônio líquido a mercado. Portanto, a Suprema Corte de Delaware adotou uma estratégia de legitimação para esse tipo de operação e não uma estratégia de saída, como será estudado no capítulo a seguir.

---

[63] Como ponderou Marcos Barbosa Pinto no memorando de proposta do Parecer de Orientação CVM 35: "Como se vê, a Suprema Corte de Delaware optou por uma estratégia de legitimação ao invés de uma estratégia de saída, para utilizar a terminologia proposta pelo Diretor Pedro Marcilio em seu voto dissidente nos Proc. CVM RJ 2006/7204 e RJ 2006/7213, julgados em 17 de outubro de 2006. Os adeptos da análise econômica do direito verão nessa solução uma rara conjunção entre eficiência e justiça. De um lado, o resultado dessas negociações é eficiente por definição, pois uma transação consentida é normalmente benéfica para ambas as partes envolvidas. Na realidade, o procedimento proposto pela Suprema Corte de Delaware segue à risca o receituário dos proponentes do law and economics: ele imita o mercado. Por outro lado, e nisso reside seu maior atrativo, a negociação independente também leva à justiça, pois tende a resultar em uma relação de troca eqüitativa para os acionistas de ambas as empresas".

[64] Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira, A Lei das S.A., p. 576.

(a) *Business Judgment Rule*

Existem duas visões diferentes na Corte de Delaware em relação à aplicabilidade do conceito do *business judgment rule*.

Em um dos casos *(In re Trans World Airlines, Inc. Shareholders Litigation and Business Judgment)*, o Chancelor William T. Allen considerou que, em operações em que o comitê especial funciona de forma efetiva e independente, tal aprovação do comitê invocaria o *business judgment rule*[65].

No outro caso, *In Citron v. E. I. Dupont de Nemours & Co.*, o Vice Chancelor Jacobs, baseando-se em *Rosenblatt v. Getty Oil Co*, considerou que a aprovação do comitê especial somente transfere o ônus da prova do *entire fairness* do réu para o autor, porém a sua conduta não pode ser avaliada sob a aplicação do *business judgment rule*[66].

A diferença acima foi resolvida pela decisão da Suprema Corte de Delaware no caso *Kahn v. Lynch Communications Systems*, pelo qual eliminou qualquer possibilidade de sujeição ao *business judgment rule* na revisão de operação de incorporação de controlada.[67] A prevalência do conceito da *entire fairness* teve como justificativa o fato de

---

[65] "Both the device of the special negotiating committee of disinterested directors and the device of a merger provision requiring approval by a majority of disinterested shareholders, when properly employed, have the judicial effect of making the substantive Law aspects of business judgment rule applicable and, procedurally, of shifting back to plaintiff the burden of demonstrating that such transaction infringes upon rights of minority shareholders".

[66] "Parent subsidiary mergers, unlike stock options, are proposed by a party that controls, and will continue to control, the corporation, whether or not the minority stockholders vote to approve or reject the transactions. The controlling shareholder relationship has the potential to influence, however, subtly, the vote of [ratifying] minority stockholders in a manner that is not likely to occur in a transaction with non-controlling party. Even where no coercion is intended, shareholders voting on a parent subsidiary merger might perceive that their disapproval could risk retaliation of some kind by the controlling shareholder. For example, he controlling shareholder might decide to stop dividend payments or to effect a subsequent cash out merger at a less favorable price, for which the remedy would be time consuming and costly litigation. At the very least, the potential for that perception, and its possible impact upon a shareholder vote, could never be fully eliminated. Consequently, in a merger between the corporation and its controlling shareholder – even one negotiated by disinterested, independent directors – no court could be certain whether the transaction terms fully approximate what truly independent parties would have achieved in an arm's length negotiation. Given that uncertainty, a court might well conclude that even minority shareholders who have ratified a parent-subsidiary merger need procedural protections beyond those afforded by full disclosure of all material facts. One way to provide such protections would be to adhere to the more stringent entire fairness standard of review."

[67] "Once again, this Court holds that the exclusive standard of review in examining the propriety of an interested cash-out merger transaction by a controlling or dominating shareholder is entire fairness (...). The

que, regra geral, os acionistas controladores têm um poder coercitivo sobre os acionistas minoritários (*inherent coercion and retaliation theories*[68]). Assim, independentemente do procedimento adotado (*cleansing process*), o acionista controlador não ficaria isento de responsabilidade.

Tal justificativa foi fortemente criticada por William T. Allen, Jack B. Jacobs e Leo E. Strine, Jr.[69] por entenderem que nem sempre os acionistas minoritários estariam sujeitos ao poder coercitivo dos acionistas controladores: "in our opinion, experience has shown that that concern [that even an fully informed disinterested shareholder approving vote may be coerced] is too insubstantial to justify a review standard that required judges to second-guess a business transaction that rational investors have approved"

Além disso, com a referida decisão a corte, de forma não intencional, acabou por desestimular o mecanismo de aprovação pela maioria dos acionistas minoritários. Considerando que, de acordo com as decisões examinadas, a transferência do ônus da prova para o minoritário requer a adoção de apenas um só dos procedimentos, a utilização do comitê especial acabou tornando-se a regra geral nesse tipo de operação, já que a aprovação da operação pelos acionistas minoritários em nada isentaria a responsabilidade do controlador, apenas ocasionando o risco de a operação não ser aprovada.

Importante mencionar, entretanto, que recentemente, no caso Cox Communications, Inc. Shareholders Litigation, 879 A. ed 604 (Del. Ch 2005) parece haver uma indicação de mudança de entendimento na Corte de Delaware, no sentido de que, se a operação for aprovada tanto pela maioria dos acionistas minoritários como pelo comitê independente, o

---

initial burden of establishing rests upon the party who stands on both sides of the transaction. However, an approval of the transaction by an independent committee of directors shifts the burden of proof on the issue of fairness from the controlling or dominating shareholder to the challenging shareholder – plaintiff (...). Nevertheless, even when an interested cash-out merger transaction receives the informed approval of a majority of minority stockholders or an independent committee of disinterested directors, an entire fairness analysis is the only proper standard of judicial review."

[68] A *inherent coercion theory* foi descrita pelo Chanceler Leo E. Strine como: "premised on the notion that when an 800-pound gorilla wants the rest of the bananas, little chimpanzees, like independent directors and minority stockholders, cannot expect to stand in the way, even if the gorilla putatively gives them veto power" (Leo E. Strine, The Inescapably Empirical Foundation of the Common Law of Corporations: 27 Del. J. Corp. L. 499, 509). Na *retaliation theory,* devido ao poder de coerção do acionista controlador, os tomadores de decisão votam com medo de retaliação ao invés de votar considerando o mérito da operação (Peter V. Letsou; Steven M. Haas, The Dilemma that Should Never Have Been: Minority Freeze Outs in Delaware, 61 Bus. Law. 25, 73).

[69] Function Over Form: A Reassessment of Standards of Review in Delaware Corporate Law, 56 Bus. Law, 1308.

business judgment rule seria aplicável ao caso[70].

No Brasil, se o acionista controlador não votar, deixando a decisão para os acionistas minoritários, não há qualquer responsabilidade que possa ser atribuída a eles, se a operação for aprovada.

Isso significa que, mesmo que o acionista controlador tenha um interesse conflitante com o da companhia, a sua abstenção de votar o exime de qualquer tipo de responsabilidade. Tal fato se deve porque o artigo 115 da Lei das S.A., que trata sobre conflito de interesses, se aplica apenas aos acionistas que tenham votado, sendo que aqueles que não votaram não são sujeitos às responsabilidades pela aprovação da operação.

Dessa forma, percebemos claramente a diferença entre o nosso sistema e o dos Estados Unidos, nas soluções encontradas pela Corte de Delaware, que se opõe a utilização do *business judgment rule* mesmo em operações que tenham sido aprovadas por um comitê independente ou pelo voto da maioria dos acionistas minoritários.

(b) Ônus da Prova

Em incorporação de controlada, a regra geral nos Estados Unidos é de que o ônus da prova seja do acionista controlador, devendo este demonstrar que a operação foi justa aos minoritários.

O ônus da prova somente será transferido para o acionista minoritário se ficar demonstrado que: (i) a **maioria dos acionistas minoritários** aprovou a operação; (ii) a informação sobre a operação foi **divulgada adequadamente** aos acionistas; ou (iii) foram adotados procedimentos visando a negociar em condições **arms'-lenght process** entre os acionistas das companhias envolvidas por intermédio de um **comitê independente**.

---

[70] "These steps are in important ways complements and not substitutes. A good board is best positioned to extract a price at the highest possible level because it does not suffer from the collective action problem of disaggregated stockholders (...) Although stockholders are not well positioned to use the voting process to get the last nickel out of a purchaser, they are well positioned to police bad deals in which the board did not at least obtain something in the amorphous 'range' of financial fairness."

5.5 *The "business purpose" test*

Entre 1977 a 1983, as cortes nos Estados Unidos geralmente impunham um requisito adicional ao *entire fairness test*. Trata-se do "***valid business purpose***". De acordo com tal teste, mesmo que seja pago um preço justo, a operação não poderá ser realizada se a única finalidade for de excluir os acionistas minoritários, devendo existir uma finalidade e propósito válidos.

Com a decisão de Weinberger, a Suprema Corte de Delaware decidiu que o requisito acima dava pouca proteção aos acionistas minoritários e, portanto, poderia ser excluído[71]. Como bem explicado por Robert Clark[72]: "it was so easy for proponents of freezout to allege plausible-sounding business reasons for what they were doing, and so hard for courts to second-guess the reality and weight of these reasons".

Por outro lado, outras cortes decidiram não seguir a decisão do caso Weinberger, mantendo o requisito de *business purpose*, por entenderem que: "Because the danger of abuse of fiduciary duty is especially great in a freeze-out merger, the court must be satisfied that the freezout was for the advancement of a legitimate corporate purpose"[73].

---

[71] Tal decisão mudou o entendimento estabelecido nos precedentes Singer v. Magnavox Co.; Tanzer v. International General Industries, Inc., 379 A 2d 1121 (1977); e Roland International Corp. v. Najjar, 407 A. 2d 1032 (1979).
[72] *Corporate Law,* p. 114.
[73] Coggins v. New England Patriots Football Club, Inc., 492 N.E 2.d 1112 (Mass. 1986).

SEGUNDO CAPÍTULO
INCORPORAÇÃO DE AÇÕES DE COMPANHIA CONTROLADA

1. NORMAS ESPECIAIS

A redação original do artigo 264 da Lei das S.A., com a alteração que lhe foi dada pela Lei 9.457/97, tratava apenas da hipótese de incorporação de sociedade controlada por sua controladora, não a estendendo à operação de incorporação de ações de emissão de companhia controlada. Por tratar-se de uma exceção ao regime das incorporações de sociedades, a doutrina era no sentido de que o regime do artigo 264 deveria ser aplicado de forma **restritiva**, incidindo apenas nas operações de incorporação do patrimônio da sociedade controlada.

Com a nova redação dada ao § 4º do artigo 264[74] pela Lei 10.303/01, **estende-se** a aplicação das normas previstas no artigo em foco à **incorporação de ações de companhia controlada ou controladora**[75].

---

[74] "Art. 264. Na incorporação, pela controladora, de companhia controlada, a justificação, apresentada à assembléia-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. § 1º A avaliação dos dois patrimônios será feita por 3 (três) peritos ou empresa especializada e, no caso de companhias abertas, por empresa especializada. § 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. § 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 assembléia-geral da controlada que 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. § 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. § 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." (grifos nossos)

[75] Com efeito, a Emenda Aditiva 22 ao então Projeto de Lei que resultou na Lei 10.303/01 assim justifica as alterações do texto do referido art. 264: "O art. 264 tem por objetivo regular a incorporação de companhia controlada, que consiste em um negócio consigo mesmo, em que existe a possibilidade de o acionista controlador estabelecer uma relação de troca de ações injustas, prejudicial aos interesses dos demais acionistas das companhias envolvidas. Isto posto, a alteração ora proposta prevê a aplicação das normas desse artigo a outras hipóteses equiparáveis à incorporação de companhia controlada, nos termos do § 4º, quais sejam: 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 incorporações de ações de sociedades sob controle comum."

O propósito da existência das referidas normas especiais para operações de incorporação de ações sob controle comum é propiciar uma **proteção adicional aos acionistas minoritários**, uma vez que não existem duas partes independentes negociando a operação – ***o mesmo acionista controlador decide pelos dois lados da operação***.

As normas especiais concentram assim a sua atenção na relação de troca das ações da controlada, de propriedade dos não controladores, conforme própria exposição de motivos da Lei das S.A: "A incorporação de companhia controlada requer normas especiais para a proteção de acionistas minoritários, **por isso que não existem, na hipótese, duas maiorias acionárias distintas, que deliberem separadamente sobre a operação, defendendo os interesses de cada companhia**."

Dessa forma, o direito brasileiro resolveu regular expressamente a questão da incorporação envolvendo sociedade controladora e suas controladas ou sociedades sob controle comum adotando uma solução que, diferentemente de outros países, **propicia o voto do acionista controlador** e afasta a discussão doutrinária sobre a eficácia do "*self dealing transaction*", a despeito dos recentes pareceres de orientação da CVM que modificam o entendimento consubstanciado na Lei das S.A. conforme abaixo será examinado. Como bem examinou Alfredo Lamy[76]:

> Ora, sob o ponto de vista doutrinário não há em princípio, o que se objetar ao "negócio consigo mesmo" – mas apenas à sua utilização como instrumento de fraude. Veja-se a proposto o estudo bem feito de José Paulo Cavalcanti, no qual após examinar o problema no direito alemão e no Italiano conclui que "não nos poderíamos inspirar em doutrina alemã de hoje: não há, no sistema jurídico brasileiro, a regra do § 181 do C.Civil alemão, para concluir citando Romer: 'não há qualquer impossibilidade conceptual do negócio jurídico do representante consigo mesmo' (in Direito Civil, Forense, 1983, pág. 57)".[77]

2. CONCEITO DE ACIONISTA CONTROLADOR

Antes de examinar as peculiaridades das normas especiais atinentes às operações de incorporação de ações de companhias sob controle comum, convém, mesmo que de forma

---

[76] *Temas de S.A*, p. 255/256.

[77] Também Pontes de Miranda: "Não há princípio a priori que se oponha à existência, validade e eficácia de tais negócios jurídicos, nem é contra a natureza dos negócios jurídicos que o manifestante da vontade, em nome de outro, a receba em seu próprio nome, ou em nome de outro representando" (*Tratado de Direito Privado*, tomo III, p. 266/7).

sucinta, determinar a delimitação e os contornos do **conceito de acionista controlador**, principalmente em vista das últimas decisões da CVM relacionadas à necessidade a realização de oferta pública de aquisição de ações por alienação de controle.

Isto é, quando estamos no referindo a operações de incorporação de ações de controlada ou de companhias sob controle comum, e, portanto, à sua sujeição às normas especiais do artigo 264 da Lei das S.A., estamos nos referindo a situações em que aparece a figura do acionista controlador nos dois lados da operação. A dúvida que ocorre, entretanto, é se este acionista controlador é definido como aquele que possui necessariamente o **controle majoritário** (50% mais uma ação do capital votante da companhia) ou se a sua configuração pode restar configurada com base no **controle minoritário** (menos de 50% das ações), exercendo o controle de fato de determinada companhia.

É de suma importância a delimitação do conceito de acionista controlador, definida no artigo 116 da Lei das S.A., pois, baseados nessa abrangência, é que determinaremos quais operações estarão sujeitas as normas especiais do artigo 264 e sujeitas à aplicabilidade dos pareceres de orientação emitidos pela CVM abaixo discutidos.

De acordo com o artigo 116 da lei das sociedades por ações, "entende-se por acionista controlador a pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que (a) é titular de direitos de sócios que lhe assegurem, de **modo permanente**, a **maioria dos votos nas deliberações da assembleia geral** e o **poder de eleger a maioria dos administradores da companhia**; e (b) usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia" (grifos nossos).

No precedente CBD[78], o Diretor-relator Pedro Oliva Marcilio de Sousa menciona que, a seu ver, para que o requisito de permanência no poder seja atendido, vencer uma eleição ou preponderar em uma decisão não é suficiente. É necessário que o acionista possa, juridicamente, fazer prevalecer sua vontade sempre que desejar, o que apenas ocorre se o acionista tiver 50% mais uma das ações com direito a voto[79]. De acordo com essa

[78] Processo Administrativo CVM RJ 2005/4069, julgado em 11.04.2006.
[79] Nesse sentido, Fran Martins diz o seguinte: "A lei, no nosso modo de entender, não considera o controle da

interpretação, naquele precedente foi decidido que o controle de fato não acarretaria a obrigatoriedade de realização de OPA, levando-nos a crer, portanto, a inexistência do conceito de controle minoritário na nossa legislação.

Ainda, em outro precedente (Processo CVM RJ2009/1956), o colegiado da CVM, após intensos debates, concluiu e decidiu, por maioria, que a Telco S.p.A. ("Telco") não está obrigada a realizar oferta pública de aquisição de ações ("OPA") de emissão da TIM Participações S.A. ("TIM Participações"), em decorrência da aquisição da Olimpia S.p.A. ("Olimpia"), que alegadamente exercia o controle de fato e indireto da TIM Participações[80].

Apesar de o resultado final, no caso em análise, ter sido a inexigibilidade da OPA prevista no artigo 254-A da Lei das S.A. em função da transferência de uma participação minoritária relevante, a análise pormenorizada de cada um dos votos preferidos pelos Diretores da CVM evidencia a ausência de consenso sobre a matéria e nos leva a acreditar que não pode ser descartada a possibilidade de a atual composição do Colegiado, ao apreciar uma nova operação de alienação de controle de fato, vir a adotar posicionamento diverso no sentido de existência do controle minoritário na nossa legislação societária[81].

---

sociedade por uma minoria ativa pois exige, para a caracterização do acionista controlador, a maioria de votos, em caráter permanente, nas deliberações sociais. Ora, em se tratando de ações largamente disseminadas, em que a maioria de votos na assembléia pode ser conseguida por um número mínimo de votos, nem por isso se tem, em caráter permanente, a certeza de que, com esse número reduzido votos, se obterá a maioria nas deliberações das assembléias gerais. Pode acontecer que grupos adversários, em trabalho persistente, consigam procurações de acionistas que se encontram em lugares distanciados e, nas assembléias, o grupo que se acreditava ser majoritário ser derrotado. Ao dispor a lei que deve ser assegurada, de modo permanente, a maioria dos votos nas assembléias gerais, implicitamente se compreende que os votos do acionista controlador, em virtude daquele caráter permanente, devem representar a maioria do capital votante já que, se assim não acontecer, não se terá a segurança permanente que a lei requer. Parece-nos, por isso, que a lei foi infeliz ao exigir que só seja considerado como controlador – e assim passível da reparação dos danos causados por atos praticados com abuso de poder – o acionista que possua direito de voto que assegure, de modo permanente, a eleição da maioria dos administradores e a aprovação das deliberações da assembléia geral" (*Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*, p. 403).

[80] A discussão teve origem a partir de uma série de operações ocorridas ao longo de 2007, que resultaram na aquisição pela Telco de 100% do capital da Olimpia. Diante dessa operação, alguns acionistas minoritários da TIM Participações alegaram que: (i) a Olímpia exercia o controle de fato da Telecom Italia, por meio de participação acionária correspondente a 17,99% do capital votante, na medida em que vinha elegendo a maioria dos seus administradores e detendo a maioria dos votos presentes nas assembleias gerais da Telecom Italia; e (ii) a venda da Olimpia para a Telco teria resultado na transferência indireta do controle da TIM Participações, o que exigiria a realização de OPA por alienação de controle, nos termos do artigo 254-A da LSA.

[81] A Diretora Maria Helena Santana, partindo da premissa de que a lei aplicável seria a italiana, entendeu que nos termos dessa lei a Olimpia não detinha o controle da Telecom Italia. Para o Diretor Eli Loria, apenas a alienação do controle majoritário ensejaria a aplicação do artigo 254-A da LSA. Como a Olimpia não detinha participação suficiente para lhe garantir o controle majoritário, a OPA não seria exigível. Já o Diretor Otávio Yazbek, apesar de não ter descartado a possibilidade de aplicação do artigo 254-A da LSA em caso de

Essa interpretação vencedora no caso acima mencionado não deve ser considerada indiscutível para conceituar o acionista controlador. Se a lei quisesse se referir apenas ao controle majoritário, poderia tê-lo feito expressamente ou mesmo se referido à "maioria absoluta" do capital votante da companhia, e não à "maioria dos votos nas deliberações da assembléia-geral".

Nesse sentido, Fábio Konder Comparato, ao analisar o art. 116, menciona que "a fórmula legal abrange o chamado **controle minoritário**, dado que não se exige a detenção da maioria do capital votante"[82] (grifos nossos).

A expressão "de modo permanente" parece indicar a necessidade de continuidade ou ininterrupção para a caracterização do controle, mas a lei não determina um prazo mínimo de permanência[83]. Ainda, Fábio Konder Comparato menciona que "a preponderância permanente nas deliberações opõe-se à meramente eventual, isto é, a que depende de fato incerto, para existir", e admite que essa permanência pode ser questionada nas hipóteses de controle minoritário. Acrescenta o autor que a "preponderância permanente nas deliberações sociais não significa, estritamente falando, situação majoritária prolongada no tempo. Pode alguém adquirir o controle de uma companhia para mantê-lo por curto período, apenas. Durante este, há controle, desde que a preponderância nas deliberações sociais dependa unicamente da vontade do titular de direitos de sócio e não de acontecimentos fortuitos"[84].

---

alienação de controle de fato, entendeu que não restou comprovado que a Olimpia exercia esse tipo de controle sobre a Telecom Italia. Os Diretores Eliseu Martins e Marcos Pinto, por sua vez, foram vencidos na matéria. Ambos votaram pela obrigatoriedade de realização de OPA, uma vez que entenderam que a OPA por alienação de controle (artigo 254-A da LSA) também é exigível no caso de alienação de controle de fato e concluíram, no caso concreto, que a Olimpia exercia esse tipo de controle sobre a Telecom Italia e, consequentemente, detinha o controle indireto da TIM Participações.

[82] *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*, p. 64. Em sentido semelhante, Nelson Eizirik menciona que "o legislador optou por não exigir a propriedade de percentual mínimo de ações votantes para caracterizar a figura do acionista controlador. Assim, deve ser examinada cada situação particular para que possa ser detectado quem é o titular do controle acionário" (*Temas de Direito Societário*, p. 233).

[83] Observa-se que a revogada Resolução CMN 401, de 22.12.1976, admitia expressamente que o art. 116 da LSA englobava as hipóteses de controle minoritário e estabelecia como parâmetro para a caracterização do controle a maioria absoluta dos votos presentes nas três últimas Assembléias Gerais, nos seguintes termos: "IV – Na companhia cujo controle é exercido por pessoa, ou grupo de pessoas, que não é titular de ações que asseguram a maioria absoluta dos votos do capital social, considera-se acionista controlador, para os efeitos desta Resolução, a pessoa, ou o grupo de pessoas, vinculadas por acordo de acionistas, ou sob controle comum, que é titular de ações que lhe asseguram a maioria absoluta dos votos dos acionistas presentes nas três últimas Assembléias Gerais da companhia".

[84] *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*, p. 66

Na visão de Comparato, portanto, "de modo permanente" significa que a preponderância nas deliberações sociais depende apenas da vontade do suposto controlador, e não de acontecimentos casuais, imprevistos, que independam da ação do suposto controlador.

É claro que essa preponderância, no extremo, apenas é garantida nos casos de controle majoritário, pois nesses casos há impossibilidade fática de o controlador encontrar resistência à sua vontade nas assembleias. Mas essa visão extrema não parece a melhor interpretação do art. 116 e visivelmente esse também não é o entendimento de Fabio Konder Comparato, já que ele admite que o art. 116 engloba o controle minoritário.

Nos casos de alta dispersão acionária e forte absenteísmo, existe uma justa expectativa de que um acionista que tenha menos de 50% mais uma das ações representativas do capital votante da companhia consiga fazer valer sua vontade nas assembleias gerais. Nesse sentido, dadas as circunstâncias de cada companhia e analisando-se o histórico das assembleias da companhia, há forte probabilidade de que o acionista com menos de 50% do capital social faça valer sua vontade.

O poder de controle pressupõe o comando e a possibilidade de determinação do rumo dos negócios sociais. Como já explorado acima, a lei adotou, como critério para caracterização desse fenômeno, o fato de o acionista ter, de modo permanente, a maioria dos votos nas assembleias e o poder de eleger a maioria dos administradores, porém isso não significa dizer que o controle não possa ser exercido com menos de 50% do capital votante.[85]

Dessa forma, entendemos que o artigo 264 da Lei das S.A. pode ser aplicável tanto para situações de incorporação em que o acionista detenha tanto um controle minoritário como controle majoritário, dependendo da análise das circunstâncias de cada caso e operação pretendida.

---

[85] Neste sentido, veja-se o direito norte-americano (Kahn v. Lynch Communications Systems, Inc., 638 A.2d at 1114 (Del. 1994): "shareholder who owns less than 50% of a corporation's outstanding stock does not, without more, become a controlling shareholder of that corporation, with a concomitant fiduciary duties. For a dominant relationship to exist in the absence of controlling stock ownership, a plaintiff must allege domination by a minority stockholder trough actual control of corporation conduct".

3. RELAÇÕES DE TROCA

3.1 Princípio da Liberdade Convencional

No contexto de incorporação de controladas ou sob controle comum, um dos aspectos mais importantes é justamente a definição das relações de troca das ações, ou seja, quantas ações emitidas pela incorporadora serão entregues aos acionistas da incorporada por cada ação de emissão desta anteriormente detida. Surge, neste tipo de operação, uma preocupação de o controlador extrair excessivos benefícios ou vantagens da companhia.

No entanto, conforme antes examinado, a nossa legislação societária não estabelece nenhum critério específico para a avaliação dos patrimônios envolvidos na operação de incorporação. A nossa legislação adota o que chamamos do princípio da **liberdade convencional dos parâmetros para a determinação das relações de troca**.

Quando se trata de incorporação de companhia controlada, o artigo 264 da Lei das S.A. exige apenas que seja apresentada aos acionistas da incorporada a avaliação de ambas as companhias envolvidas com base no critério do patrimônio líquido a preço de mercado ou, no caso de incorporação envolvendo companhias abertas, outro critério aceito pela CVM.

Porém, isso não quer dizer que as relações de troca deverão ser determinadas com base nesse critério[86]. Nada impede que as sociedades estabeleçam a relação de troca com base em outro parâmetro, desde que os acionistas sejam **informados** de qual seria a relação de troca se apurada com base no valor patrimonial a preço de mercado.[87]

Como ensina Luis Gastão Paes de Barros Leães, "a deliberação sobre a conveniência da operação continua a ser de competência discricionária da maioria

---

[86] Neste sentido, Alfredo Lamy Filho em parecer sobre incorporação de subsidiária "**É bom acentuar que a lei não exige que a relação de troca seja a que resulte da comparação dos patrimônios líquidos a preço de mercado**, e isto porque muitos outros critérios podem influir e, efetivamente, influem, nessa fixação. O que ocorre na incorporação é um aumento de capital social da incorporadora, e, como prescreve o art. 170, § 1º, da Lei, a fixação de preço de emissão para subscrição de novas ações supõe a ponderação de vários fatores" (grifos nossos) (A Lei das S.A., p. 544).

[87] Modesto Carvalhosa e Nelson Eizirik, *A Nova Lei das S.A.*, p. 376.

acionária e, como tal, é inquestionável pela minoria".[88]

Em outras palavras, o art. 264 da Lei das S.A. não restringe os critérios a serem utilizados, pelas partes, na fixação da relação de substituição, que pode ser livremente pactuada, prevalecendo aí o citado "princípio da liberdade contratual".[89]

Entretanto, a liberdade convencional prevista em lei não pode ser utilizada para praticar qualquer tipo de ilegalidade para se obter vantagem com a operação.

3.2 Avaliação com base no patrimônio líquido a preço de mercado

O critério de patrimônio líquido a preço de mercado constitui um parâmetro de avaliação que considera o valor de realização dos ativos da sociedade que se daria na hipótese de sua liquidação, conhecido como "balanço de liquidação".

Como já defendido pela doutrina, a avaliação a preços de mercado do valor do patrimônio dá-se através da avaliação de cada ativo, isoladamente, levando-se em conta seu possível valor de venda ou de reposição.

O que ocorre, na prática, quando se faz a avaliação dos ativos de uma companhia a preços de mercado, é um ajuste, no valor contábil de cada bem integrante do ativo da companhia, de sorte a fazer com que o valor do referido ativo reflita seu valor de liquidação ordenada.

Modesto Carvalhosa define, com precisão, dita metodologia de avaliação:

> "No que respeita ao 'valor do patrimônio líquido' (art. 248) da ação ou quota, deverá ser avaliado o patrimônio a preços de mercado (art. 183, §1º). Não se trata, pois, do valor do patrimônio líquido contábil, ou seja, aquele utilizado para o pagamento de reembolso no recesso. Nesse caso da letra b, o valor de patrimônio líquido a preços de mercado será **o valor do ativo, subtraído o passivo, mas de cada bem constante do ativo e do passivo, avaliado individualmente, a preço de mercado**. Esse critério atende à finalidade do preceito que, ao referir-se a "preços de mercado", pressupõe que **qualquer bem ou direito somente tem valor se puder ser negociado individualmente, ou seja, independentemente de outros bens ou direitos**".

[88] Luiz Gastão Paes de Barros Leães, Incorporação de Companhia Controlada, p. 94.
[89] Luiz Leonardo Cantidiano, *Reforma da Lei das S.A.*, p. 258.

> (grifos nossos) (Modesto Carvalhosa: Comentários à Lei de Sociedades Anônimas – 4º Volume – Tomo II, p. 210).

A exigência da avaliação do patrimônio líquido a preço de mercado quanto às incorporações de controlada se deve ao fato de que não existem duas vontades a deliberar livremente sobre as condições da operação, pois o mesmo controlador deverá aprová-la nas assembleias das duas sociedades envolvidas[90].

Há quem diga, ainda que, neste caso, "não haveria um negócio jurídico propriamente dito, mas sim um ato jurídico unilateral, posto que a decisão do controlador impõe-se soberana e unilateral nas assembleias gerais de ambas as companhias"[91].

Dessa forma, o mandamento legal previsto no art. 264 da Lei das S.A. tem por finalidade proteger os acionistas minoritários da companhia incorporada. Estes, cientes da relação de substituição prevista no protocolo de incorporação, bem como daquela resultante da avaliação dos patrimônios líquidos a preços de mercado, terão todos os elementos necessários para decidir se permanecerão ou não na companhia, além de conferir se terão ou não direito à opção do § 3º do art. 264 da Lei das S.A., conforme abaixo explicado.

A necessidade de avaliação com base no patrimônio líquido a preço de mercado visa apenas a conferir ao minoritário elementos para que ele possa decidir sobre a conveniência de aceitar ou não a relação de substituição estabelecida no protocolo da operação, possibilitando a **comparação** com o critério escolhido pela administração das companhias envolvidas, a fim de avaliar se a relação proposta é **equitativa**[92].

Além disso, referida avaliação constitui uma alternativa para que em determinadas

---

[90] Como escreveu Nelson Eizirik: "Por outro lado quando a operação ocorre entre sociedades controladoras e controladas, não se verifica o **caráter bilateral** que assegura os interesses dos minoritários de ambas as companhias envolvidas, visto que o mesmo acionista controlador decide pelos dois lados da operação" (grifos nossos).

[91] Geraldo de Camargo Vidigal e Ives Gandra da Silva Martins (coord.), *Comentários à Lei das Sociedades por Ações*, p. 828.

[92] Conforme leciona Alfredo Lamy Filho: "Essa informação – **imposta para evidenciar a equidade no cálculo da incorporação votada pelo controlador dos dois lados da operação** – seria, também, (no caso de companhia fechada) uma alternativa para o valor de reembolso dos acionistas dissidentes. Revogado o direito de recesso na hipótese de incorporação (pela vigência da Lei 7.958, de 1989) subsiste a exigência para **esclarecimento do critério adotado na fixação da relação de troca, e ciência dos acionistas – tanto da incorporadora como da incorporada – da inexistência de abuso de poder por parte do controlador** (art. 115 da Lei)" (grifos nossos) (A Lei das S.A., p. 328).

situações seja estabelecido o valor de reembolso devido aos acionistas que não concordarem com a operação.

Nesse sentido, de acordo com o § 3º do artigo 264 da Lei das S.A., se as relações de substituição das ações dos acionistas não controladores, previstas no protocolo de incorporação, forem **menos** vantajosas que as resultantes da avaliação do patrimônio líquido a preço de mercado, os acionistas dissidentes da deliberação da assembleia geral da controlada que 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[93] e o valor do patrimônio líquido a preços de mercado.

Assim, a alternativa de reembolso com base no patrimônio líquido a preço de mercado somente existe na hipótese de os acionistas da companhia incorporada serem prejudicados na relação de substituição de suas ações em comparação com o critério indicado no protocolo de incorporação[94].

Além de a referida alternativa existir somente no caso de os acionistas minoritários serem prejudicados, o direito de retirada ao acionista minoritário da controlada não existirá quando as suas ações desfrutarem de liquidez e dispersão no mercado, nos termos do disposto no art. 137, II, da Lei das S.A.

Tal solução é fortemente criticada pelo diretor Marcos Barbosa Pinto,[95] que entende: "A regra parte do pressuposto de que o acionista não precisa do recesso quando ele pode vender suas ações no mercado. Não se pode esquecer, todavia, que o simples anúncio de uma incorporação altera os preços vigentes no mercado, que tendem a convergir para a relação de troca proposta na operação. Logo, se relação de troca prevista

---

[93] De acordo com o artigo 45 da Lei das S.A., como regra geral, o reembolso deve ser fixado com base no valor do patrimônio líquido contábil da companhia, salvo se existir norma estatutária adotando o critério do valor econômico para tal finalidade.

[94] Nas palavras de Modesto Carvalhosa: "Ressaltamos, apenas, que não necessariamente deve-se levar em conta para a relação de substituição das ações o valor do patrimônio líquido a preços de mercado. Esse valor é apenas um referencial para a decisão dos minoritários de exercerem ou não o direito de recesso. Ou seja, caso a relação de substituição seja menos vantajosa que a resultante da comparação entre os dois patrimônios avaliados a preço de mercado, o minoritário poderá exercer o recesso. Em conseqüência, a administração da companhia tem discricionariedade na fixação do valor das ações para relação de substituição, e sendo essa relação desvantajosa para o minoritário, poderá ele optar pelo recesso, com reembolso nos termos do art. 45, ou pelo valor do patrimônio líquido a preços de mercado apurado no laudo" (*Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*, p. 377).

[95] Nota de rodapé n. 2 do memorando referente à proposta do Parecer de Orientação CVM 35.

na incorporação for ruim, o preço das ações cairá automaticamente e o acionista dissidente só conseguirá vender sua participação com prejuízo".

De se notar, inclusive, que, mesmo à vista da liquidez e dispersão das ações de ambas as companhias, a avaliação do patrimônio líquido a preço de mercado da incorporada e incorporadora será necessária. Ao apreciar o processo RJ2006/0856, relativo à incorporação pela Companhia Vale do Rio Doce de ações da CAEMI, o Colegiado, por maioria, deliberou exigir referida avaliação, haja vista que a inocorrência do recesso não é relevante para o caso, dado que, como já assentado em outros precedentes[96], a principal finalidade do art. 264 é **informacional**[97].

O fato é que o artigo 264, para proteger o acionista minoritário, impõe a necessidade de que o critério escolhido pelas partes seja aferido, e isso se dá pela comparação dos resultados apresentados, tanto pelo critério escolhido pelo controlador, quanto pelo critério "avaliação a mercado" (ou outro alternativo admitido pela CVM). É o resultado dessa comparação que vai determinar o método escolhido pelo controlador como justo ou não aos olhos do acionista minoritário.

Portanto, como bem explica Nelson Eizirik[98], o artigo 264 da Lei das S.A. possui duas finalidades: (i) possibilitar a **comparação** com os critérios de relação de troca escolhidos pela administração das companhias, para dimensionar a **equidade** da referida relação; (ii) servir como critério alternativo para o cálculo do valor de **reembolso** aos

---

[96] Processo RJ 2001/9986, decidido em reunião de 24.09.2001, Processo 2004/5914, decidido em reunião de 31.01.2004 e Processo RJ 2005/7365, julgado em 22.11.2005.

[97] De acordo com a área técnica da CVM: "o fato de o controlador eleger um critério que considera justo, por mais que busque justificar suas virtudes, é insuficiente para afastar a necessidade de o minoritário chegar à mesma conclusão, a não ser conhecendo o resultado da relação de substituição, calculada por um outro critério, no caso a avaliação a valor de mercado". De acordo com a ata da decisão: "Ao exigir a avaliação das companhias pelo valor de patrimônio líquido a preços de mercado a lei considerou que, em operações como as tratadas no art. 264 (em que inexiste pluralidade de vontades), o valor apurado conforme o critério que seria aplicável no caso de liquidação da companhia deveria ser informado ao acionista minoritário, visando a permitir-lhe uma tomada de decisão mais aprofundada quanto a permanecer ou não na companhia. O legislador sabia que as cotações de mercado e o valor de patrimônio líquido contábil da companhia estariam disponíveis aos acionistas, e ainda assim exigiu a divulgação da relação de troca apurada segundo o critério adicional. A existência de liquidez das ações não influi nessa decisão legislativa, mas apenas naquela de conceder o recesso. Isto é: o legislador determinou a prestação da informação adicional aos acionistas minoritários para que eles possam decidir se permanecem ou não na companhia, sendo certo que, se a decisão for de não permanecer na companhia, o meio de retirar-se é que variará, conforme as ações tenham liquidez (caso em que a retirada se dará pela venda no mercado) ou não tenham liquidez (caso em que a retirada se dará através do recesso)".

[98] Incorporação de Ações: Aspectos Polêmicos, p. 91/92.

acionistas dissidentes, na hipótese de a relação de troca ser menos vantajosa do que aquela que decorreria dos patrimônios líquidos a preço de mercado.

Quanto à empresa de avaliação, o artigo 264 determina que o laudo de avaliação dos patrimônios a preço de mercado deve ser preparado, no caso de companhia aberta, por empresa especializada independente[99]. Essa empresa deve preparar um laudo de avaliação objetivo. Para assegurar que isso ocorra, a nossa Lei das S.A. sujeita referidas empresas ao pagamento pelos danos causados à companhia, acionistas e terceiros, por negligência ou fraude na avaliação dos patrimônios, conforme artigo 8º. A responsabilidade criminal também pode ser imposta a essas empresas dependendo da natureza e extensão das infrações.

Importante observar questão referente à hipótese de incorporação de subsidiária integral pela controladora. Em linha com o pensamento de Nelson Eizirik[100], entendemos não ser necessária a avaliação dos patrimônios a preço de mercado, visto que, como não existe relação de troca[101], simplesmente não há o que ser comparado com o resultado da avaliação de ambas as companhias. Além disso, como não existem acionistas que possam exercer o direito de recesso em decorrência da operação, pois a única sócia da incorporada é a própria incorporadora, verifica-se novamente a desnecessidade de exigir a avaliação referida no artigo 264 da Lei das S.A[102].

Por fim, deve-se esclarecer que o artigo 264 da Lei das S.A., a partir da Lei 10.303/2001, passou a admitir a adoção de **"outro critério aceito pela Comissão de Valores Mobiliários"** ao invés da avaliação do patrimônio líquido com base em "preço de

---

[99] A redação original do § 1º do art. 264 da Lei Societária previa a avaliação do patrimônio por três peritos ou empresa especializada. A Lei 10.303/01 eliminou a possibilidade de avaliação por três peritos em caso de companhias abertas, cuja avaliação deve ser feita somente por empresa especializada. A razão da mudança é oferecer maior proteção aos minoritários, pressupondo-se que uma empresa especializada tenha melhores condições e mais credibilidade que peritos (Modesto Carvalhosa; Nelson Eizirik, *A nova lei das S.A.*, p. 383).

[100] *Temas de Direito Societário*. Incorporação de controladas subsidiárias integrais. Aplicação do art. 264 da Lei das S.A., p. 385/386.

[101] A operação de incorporação de subsidiária integral efetiva-se sem necessidade de emissão de novas ações por parte da incorporadora, pois não existem outros acionistas para receber ações por ela eventualmente emitidas.

[102] Neste sentido, em 06.04.2004 (Processo CVM RJ2004/2040), a CVM admitiu a dispensa da elaboração dos laudos especiais, tendo em vista não existir na operação pretendida, nenhum prejuízo de natureza econômico-financeira aos acionistas não controladores da incorporadora. Ainda, em 28.06.2005 (Processo CVM RJ2005/3735), o colegiado manifestou concordância com o entendimento da companhia em relação à ausência de propósito para elaboração do laudo de avaliação a que se refere o art. 264 da Lei das S.A., vez que se tratava de incorporação de várias sociedades controladas de propósito específico, cuja totalidade das ações e quotas seriam na data da operação de propriedade do controlador.

mercado". A alteração introduzida pela Lei 10.303/2001 foi salutar, pois o critério preços de mercado não é adequado em todas as situações, de modo que o legislador outorgou à CVM o poder, em cada caso, admitir critério diverso do previsto na norma legal[103]. Neste sentido, conforme examinado no caso Petrobras/Petroquisa no capítulo referente aos precedentes da CVM, foi permitida a utilização do critério de fluxo de caixa descontado como critério alternativo para fins do artigo 264 da Lei das S.A.

[103] Vejamos o que diz a justificação apresentada com a Emenda Aditiva 22 ao Projeto de Lei que resultou na Lei 10.303/01: "A alteração do art. 264 se justifica como medida de atualização da lei das S/A. Com efeito, a avaliação de uma companhia a preço de mercado, para efeito de comparação prevista nesse artigo, é, em muitos casos, impossível de ser realizada, deve-se prever a possibilidade de adição de critério aceito pela CVM".

4. ESTRATÉGIAS LEGAIS *(LEGAL STRATEGIES)*

Em "Agency Problems and Legal Strategies", escrito por John Armour, Henry Hansmann e Reinier Kraakman[104], os autores identificam algumas estratégias legais *(legal strategies)* para endereçar os *"agency problems"*. Com base neste estudo, podemos observar que as normas de direito societário no Brasil, normalmente, utilizam-se de três estratégias de intervenção, no que se refere ao seu conteúdo: (i) **estratégia de proibição**, (ii) **estratégia de saída** e (iii) **estratégia de legitimação**.

Pedro Oliva Marcílio de Souza, em seu voto no Processo CVM RJ 2006/7204 e RJ 2006/7213, referente à consulta feita sobre o Parecer de Orientação CVM 34/06, de forma didática resumiu bem a questão das estratégias legais adotadas pelo nosso direito societário. Para ele a estratégia de (i) **proibição**[105] consistiria na proibição de realização de determinadas operações ou na estipulação de termos e condições obrigatórios ou proibidos para certos negócios estratégias; (ii) **saída**[106] consistiria no oferecimento de um direito de saída ao acionista não controlador face a uma decisão unilateral do acionista controlador; e (iii) **legitimação**[107] consistiria em conferir aos afetados o direito de aprovarem ou

---

[104] The Anatomy of Corporate Law, A Comparative and Functional Study, Second Edition (Reinier Kraakman, John Armour, Paul Davies, Luca Enriques, Henry Hansmann, Gerard Hertig, Klaus Hopt, Hideki Kanda, Edward Rock), Oxford University Press, 2009.

[105] "(i) Estratégia de Proibição. Consiste na proibição de operações concretas ou na estipulação de termos e condições obrigatórios ou proibidos para certos negócios e operações. A Lei 6.404/76 utiliza pouco essa estratégia, especialmente em seu texto original. Após as reformas sofridas, ela foi utilizada, por exemplo, na proibição de emissão de partes beneficiárias pelas companhias abertas. A CVM utilizou essa estratégia quando editou a Instrução 319/99 e decidiu o Caso Manah e o Caso TCP TCO. A estratégia de proibição tem, como maior problema, o fato de que pode impedir a implementação de negócios e operações benéficas, ou, ainda, fazer com que o acionista controlador procure obter a vantagem proibida por meio de outras operações em que os efeitos sejam mascarados ou que, simplesmente, impeçam a atuação da CVM".

[106] "(ii) Estratégia de Saída. Consiste no oferecimento de um direito de saída ao acionista não controlador face a uma decisão unilateral do acionista controlador. Essa é a estratégia que foi utilizada de modo preferencial na Lei 6.404/76, no seu texto original, e mesmo após as reformas legislativas. Por exemplo, direito de venda conjunta em caso de alienação onerosa de controle (art. 254 e 255 originais e atual 254-A), necessidade de oferta pública em caso de cancelamento de registro de companhia aberta (art. 4º, § 4º) e aumento de participação de acionista controlador (art. 4º , § 5º), e, também, nas hipóteses de direito de retirada (art. 137). A CVM utilizou essa estratégia no Caso Petrobras BR. O defeito da estratégia de saída é que impõe ao acionista que sofre os efeitos da decisão o ônus da saída em troca de um valor que, nem sempre, é adequado. Ela é, no entanto, a melhor estratégia para algumas situações em que não se pode falar em prejuízo (mesmo utilizando essa palavra em sentido amplo) aos acionistas ou benefício do acionista controlador, mas, apenas, em mudança de situação (como no caso da alienação de controle e aumento de participação)".

[107] "(iii) Estratégia de Legitimação. Consiste em conferir, aos afetados (ou a conselheiros independentes do acionista controlador ou da diretoria), o direito de aprovarem ou rejeitarem a operação que pode ser benéfica ao acionista controlador (ou ao grupo de acionistas com direito de voto ou aos diretores). Na Lei 6.404/76, essa estratégia é normalmente combinada com a estratégia de saída. Por exemplo, a alteração prejudicial dos direitos das ações preferenciais está sujeita à aprovação dessa própria espécie de acionistas e é seguida de direito de retirada pelos acionistas que não tenham aprovado as alterações (art. 137, § 2º). A própria

rejeitarem a operação.

A nossa legislação trouxe uma solução para as operações de incorporação de ações de controladas ou sob controle comum traduzidas ou assemelhadas na doutrina como *self dealing transactions,* criando mecanismos pelos quais se pudesse assegurar, de um lado, a prevalência do princípio majoritário e, de outro, tratamento equitativo aos acionistas minoritários, afastando assim as hipóteses de conflito de interesses, potencial impeditivo do cômputo do voto do acionista controlador.

A primeira solução, como visto acima, consiste na proteção estabelecida aos acionistas minoritários pelo artigo 264 da Lei das S.A. referente à necessidade de avaliar por um terceiro independente o patrimônio das companhias a preço de mercado[108], ou outro critério aceito pela CVM, no caso de companhia aberta.

A segunda solução é a responsabilização fiduciária do acionista controlador ou do administrador pelo valor estabelecido pela relação de troca, se comprovado que não agiram no interesse da companhia, conforme estabelecido no artigo 245 da Lei das S.A.

Reconhece assim a nossa legislação societária que, na hipótese de incorporação de controlada, há a submissão do interesse da companhia ao interesse majoritário, não cabendo condicionar a operação a uma verificação da possibilidade de haver o acionista controlador exercido o direito de voto em conflito de interesses com a companhia (situação co-natural à própria operação), sendo sempre permitida a sua participação na formação da

---

disciplina do direito de retirada vai nesse sentido, pois as matérias que ensejam a retirada estão sujeitas à aprovação de uma maioria qualificada (art. 136). Com a Lei 10.303/01, essa estratégia ganhou mais corpo, sempre combinada com a estratégia de saída. Um bom exemplo dessa combinação de estratégias é o processo de revisão de preço pelos acionistas destinatários da oferta de cancelamento de registro e de aumento de participação (art. 4˚-A). A grande vantagem dessa estratégia é que permite que os próprios acionistas que incorrem os custos da decisão (ou administradores incumbidos de zelar por seus interesses) decidam sobre a sua pertinência."

[108] Como bem enfatizou Paulo Cezar Aragão e Monique M. Mavignier de Lima, "o preceito legal contido no art. 264 da Lei 6.404/76 é, portanto, a solução de equilíbrio encontrada pelo legislador pátrio com vistas a afastar a pertinência da discussão sobre a existência ou não de conflito de interesses em operações de incorporação envolvendo sociedades controladora, controlada ou sob controle comum que, em certos casos, tal como na incorporação de subsidiária integral que não tem outros acionistas que não o controlador, ou mesmo nas hipóteses em que a participação societária do acionista minoritário não perfaz quorum de aprovação, não poderia consumar-se se a ela fosse aplicada sem temperamentos a restrição ao direito de voto constante do art. 115 da mesma lei" (Incorporação de Controlada: A disciplina do art. 264 da Lei 6.404/1976, p. 351).

vontade social[109].

A propósito, Waldírio Bulgarelli[110] elucida: "Não pode, portanto, a minoria ficar à mercê da maioria. Daí porque alguns limites são opostos aos poderes da maioria, sem, entretanto, reitere-se, romper o princípio majoritário que é fundamental nas sociedades de capital".

Isso levaria, em regra, à inadmissível distorção de transferir para a minoria a decisão acerca da oportunidade e conveniência da incorporação, que, como se sabe, é prerrogativa legítima da maioria acionária[111].

Portanto, como acima analisado, a nossa Lei das S.A., a despeito dos Pareceres de Orientação editados pela CVM, não adotou a estratégia de legitimação para as operações de incorporação de ações, mas sim a de saída[112]. A estratégia de "saída" consiste na permissão do recesso; a de "legitimação", em deixar votar somente o acionista ou administrador independente, desinteressado, não ligado ao controlador.

---

[109] Voto do Diretor Wladimir Castelo Branco Castro em reunião de 16.12.04 do Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários, no Processo RJ-2004-5494.

[110] *Regime Jurídico da Proteção às Minorias nas S.A.*, p. 43.

[111] Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira, A Lei das S.A., p. 576.

[112] No capítulo "Agency Problems and Legal Strategies", John Armour, Henry Hansmann e Reinier Kraakman assim explicam a estratégia de saída: "The exit strategy, which is also pervasive in corporate law, allows principals to escape opportunistic agents. Broadly speaking, there are two kinds of exit rights. The first is the right to withdraw the value of one´s investment. The best example of such a right in corporate law is the technique, employed in some jurisdictions, of awarding an appraisal right to shareholders who dissent from certain major transactions such a merger." The Anatomy of Corporate Law, A Comparative and Functional Study, Second Edition (Reinier Kraakman, John Armour, Paul Davies, Luca Enriques, Henry Hansmann, Gerard Hertig, Klaus Hopt, Hideki Kanda, Edward Rock), Oxford University Press, 2009, p. 41.

5. *TWO-STEP ACQUISTION* E A CESSÃO DA EMPRESA

Outro tipo de situação envolvendo incorporação de controlada ocorre nas chamadas ***two-step acquisition*** ou ***two-tier front-loaded offer***. Trata-se da estruturação da operação pelo qual determinado comprador adquire determinada participação acionária de uma companhia não relacionada (usualmente o seu controle), e em seguida *(second step)*, agora sob controle comum, incorpora referida sociedade.

Em razão do controle difuso de capital existente nas companhias dos Estados Unidos, geralmente referida operação ocorre mediante a realização de uma oferta voluntária (*tender offer*) condicionada à aquisição de 51% das ações, por um determinado preço acima da cotação de mercado, informando que em seguida a companhia será incorporada por um valor menor que o oferecido.

Dessa forma, o acionista tem a opção de vender proporcionalmente as suas ações na oferta voluntária ou permanecer na companhia. Entretanto, se permanecer na companhia será obrigado a vender a suas ações por um valor menor que o oferecido ou eventualmente exercer o direito de recesso.

Assim, nos Estados Unidos pretende-se evitar que o acionista minoritário seja prejudicado, pois: (i) se a maioria dos acionistas resolver vender as suas ações na *tender offer*, sabendo que em seguida sua companhia será objeto de incorporação por um valor menor, significa que aprovou a operação; (ii) não há obrigatoriedade de o preço seja igual nas duas etapas da operação, desde que todos os acionistas tenham igual oportunidade de participar *pro-rata* de cada operação. Porém, como já explicado anteriormente, determinados estados dos Estados Unidos mesmo assim têm insistido que a operação passe pelo escrutínio do ***intrinsic fairness test*** e ***business purpose test.***

No Brasil, entretanto, em razão até da existência do controle concentrado das companhias abertas, a operação *two step acquisition* acabou sendo adaptada de forma às vezes prejudicial aos minoritários, pois, embora desdobrada em etapas distintas, tem sido realizadas com a finalidade de englobar um único negócio: a aquisição de 100% da empresa.

Aqui, adotou-se de forma tropicalizada a "*three" step acquistion*. Determinada companhia (i) pactua a aquisição do bloco de controle detido por determinados acionistas mediante uma negociação privada; (ii) adquire as ações ordinárias detidas pelos acionistas minoritários, por um preço equivalente a 80% do preço pago pelas ações do controle, nos termos do art. 254-A da Lei das S.A.; e em seguida (iii) delibera a incorporação ou incorporação de ações da referida companhia por uma relação de troca mais baixa, nos termos já anunciados quando da divulgação inicial da operação, com base na cotação das ações daquela época.

Assim, diferentemente dos Estados Unidos, não se realiza uma *tender offer*, em que todos os acionistas podem vender proporcionalmente as suas ações na primeira etapa. No Brasil, em operações que visam à compra da totalidade de uma empresa, certas operações têm acabado por oferecer aos acionistas minoritários um preço inferior ao que foi despendido nas duas etapas da operação. O adquirente fixa o preço global pelo qual pretende tornar-se titular de 100% da empresa alvo e, por uma conta do fim para o começo ("conta de chegada"), deduz (i) o valor pactuado com o bloco controlador e (ii) o valor pago aos aceitantes da oferta pública de compra das ações ordinárias detidas pelos acionistas minoritários, para então destinar o saldo do limite de preço pré-estabelecido para remunerar os demais acionistas. Além disso, na etapa da incorporação os acionistas minoritários acabam por receber um tratamento diferenciado, não apenas porque o valor que lhes é proposto pagar é inferior ao preço que foi pago pelas ações de controle, mas também porque a forma de pagamento é diversa.

Com bem lembrado por Luiz Leonardo Cantidiano em seu voto no caso TCOC/TCP (Processo CVM 2003/12770), é importante trazer os ensinamentos de Fábio Konder Comparato em parecer elaborado no mês de julho de 1981, a pedido de advogados de acionistas minoritários (titulares de ações preferenciais) do Banco Mineiro S.A., que seria incorporado pelo Unibanco S.A. (que acabara de adquirir o controle acionário do Banco Mineiro S.A.), em que este assinalou:

> Na aquisição de controle com vistas à imediata incorporação da companhia controlada pela controladora, o que ocorre, no conjunto das operações, é uma **cessão da empresa**. Tudo se passa como se a sociedade incorporadora houvesse adquirido a totalidade do acervo empresarial da incorporada, pagando a esta o preço dessa aquisição. Apenas o resultado é obtido mediante duas operações distintas (aquisição das ações de controle e

> subsequente incorporação), ou seja, o que a prática norte-americana denomina two steps acquisition ou two steps take-over. Assim sendo, **é antijurídico que esse preço total de aquisição da empresa (e não o preço de aquisição do controle, simplesmente) seja distribuído aos acionistas da incorporada, desproporcionalmente à sua participação no acervo empresarial**. Nem estão as partes no negócio de cessão de controle (primeira etapa do conjunto de operações), isto é, o antigo e o novo controlador, legitimados a determinar, como quiserem, a forma de distribuição aos acionistas não-controladores, desse valor da empresa cedida; ou, o que é pior, autorizados a privar tais acionistas de qualquer participação nesse valor. Seria isto defraudar os não controladores do direito fundamental à manutenção de seu status socii. (grifos nossos)

Portanto no âmbito de uma **operação complexa**, desdobrada em etapas sucessivas, mas que compõem um só negócio, e que visam, desde o momento inicial, a assegurar a aquisição de 100% da companhia alvo ou a **cessão da empresa**, como denominado por Fabio Konder Comparato, não pode o adquirente tratar de maneira diferenciada os acionistas da companhia de cujo negócio a adquirente pretender se apossar, e, sob o pretexto de pagamento de prêmio de controle, reforçar o preço de uns e em contrapartida reduzir parcela a pagar dos demais acionistas.

Como será visto no caso TCOC/TCP, o Colegiado da CVM reconheceu a utilização indevida da incorporação de ações entendendo que a operação contrariava a legislação vigente, porque não assegura tratamento equitativo a todos os acionistas da incorporada, considerando a operação como de cessão e transferência da empresa.

Por outro lado, numa **operação isolada**, o controlador da incorporadora deve ter liberdade para determinar a relação de substituição que deva prevalecer. Ainda, importante esclarecer que, mesmo que seja uma operação com duas ou três etapas, se a finalidade não for adquirir a empresa ou o valor das ações dos minoritários não for definido mediante o saldo que sobrar ou **por uma conta do fim para o começo**, a incorporação não será objeto de ilegalidade, como ocorreram nos casos Ultra/Ipiranga, Aracruz/VCP, dentre outros. Como bem esclarece Modesto Carvalhosa[113], em operações com diferentes etapas, a

---

[113] "Trata-se de um negócio jurídico distinto e autônomo em relação à anterior cessão de controle. A subseqüente incorporação de ações configura outra operação societária submetida a normas legais próprias e específicas, devendo efetivar-se através de procedimentos adequados, com a utilização de critérios diversos daqueles utilizados na aquisição de controle. Assim, a aquisição das ações de controle das sociedades poderia se dar por valor livremente negociado entre as partes; já as subseqüentes ofertas públicas deverão ser realizadas pelo valor mínimo legal de 80% (oitenta por cento) do valor ofertado aos antigos controladores. E a relação de substituição das ações prevista para a operação de incorporação de ações poderá ser feita com a utilização de qualquer um dos critérios legalmente admitidos, desde que amplamente divulgado e justificado, e desde que seja também revelado o cálculo da relação de substituição com base no valor de patrimônio líquido das duas sociedades, avaliados a preço de mercado, nos termos do art. 264, caput e § 4º, da lei

operação de incorporação de ações seria um negócio jurídico **distinto e autônomo** em relação à anterior cessão de controle, submetido a normas próprias e específicas, sendo que os valores ofertados para aquisição do bloco de controle e das ações objeto do *tag along* não têm qualquer relação com os valores atribuídos na incorporação.

Por fim, deve-se esclarecer que não há qualquer impedimento para que o adquirente de controle de uma companhia aberta estabeleça e divulgue, concomitantemente à contratação da aquisição de controle de companhia aberta, a sua intenção de realizar uma incorporação de ações da companhia adquirida e, ainda, informe a relação pretendida.

---

societária. Reitere-se que, na presente hipótese, o preço das ações dos controladores foi livremente negociados e o preço a ser pago aos acionistas minoritários, titulares de ações votantes de emissão de ÉPSILON S/A, DELTA S/A e ZETA S/A, foi estabelecido com base na regra do art. 254-A, correspondendo a 80% do valor pago às ações de controle. Por outro lado, o valor das ações preferenciais na operação de incorporação para fixação da relação de substituição foi calculado com base no valor econômico das companhias, apurado através do fluxo de caixa descontado; critério esse previsto em lei e, portanto, lícito e legítimo. Esse valor não tem qualquer vinculação com o preço de venda das ações de controle e das ações dos minoritários. São operações diversas, regidas por normas próprias, sujeitas cada qual a procedimentos específicos, que não devem ser confundidas. (...) Dessa forma, os valores negociados para a aquisição do controle são necessariamente diversos dos apurados para a relação de substituição das ações, já que fundados em critérios próprios e específicos" (Modesto Carvalhosa e Nelson Eizirk, *Estudos de Direito Empresarial*, p. 121/122).

6. IMPEDIMENTO DE VOTO

A própria disciplina da incorporação de controlada prevista no art. 264 da Lei das S.A. evidencia que a nossa legislação nunca quis vedar a possibilidade de a controladora votar em deliberação sobre a incorporação de ações de sua controlada[114]. Seria um contrassenso supor que a lei, sancionando a exclusão do voto majoritário nessa assembleia, mas admitindo a incorporação da controlada, estaria atribuindo à minoria o encargo da aprovação exclusiva da operação[115].

A propósito, a lição de Alfredo Lamy, com base em estudo de Santagata: "3.2 Observa, no entanto, Satangata – numa longa e proficiente análise do problema – **que a exclusão do voto do majoritário importaria em gravíssimas conseqüências, pois ficaria a cargo da minoria fixar a relação de troca de ações; e mais, ainda, se este majoritário tivesse o controle, a incorporação seria impossível por falta de quorum especial nas assembléias** (op. cit., pp. 271/12). O controlador – prossegue o Autor – não está impedido de votar a deliberação da incorporação, pois que tal deliberação da assembléia é discricionária e cabe à maioria representar o interesse da sociedade como num todo; todavia quanto à fixação da relação de troca, inexiste esse 'poder dispositivo', mas, sim, um dever de 'acertamento', de verificação, ou seja, deve o majoritário abster-se de causar dano à minoria (op. cit., pp. 271/285). O conflito eventual, e o dano emergente, não é da sociedade, é apenas dos sócios, de todos os sócios; daí excluir-se a impugnabilidade de deliberação, embora subsista íntegro o problema de agravo aos direitos dos sócios, a ser devidamente composto." (A Lei das S.A., p. 576) (grifos nossos).

Se a controladora fosse impedida de votar não haveria a possibilidade de incorporação de controlada, por falta de quorum legal para aprovação da operação na assembleia geral da incorporada[116].

---

[114] Uma outra interpretação seria absurda, como lembra Carlos Maximiliano: "Deve o Direito ser interpretado inteligentemente; não de modo que a ordem legal envolva um absurdo, prescreva inconveniências, vá ter a conclusões inconsistentes ou impossíveis. Também se prefere a exegese de que resulte eficiente a providência legal ou válido o ato, à que torne aquela sem efeito, inócua, ou este, juridicamente nulo" (*Hermenêutica e Aplicação do Direito*, p. 166).

[115] Luis Gastão Paes de Barros Leães, *Incorporação de ações de companhia aberta controlada*. Pareceres, vol. II, p. 1422.

[116] Conforme item 2 do Parecer de Orientação 35/08 examinado no capítulo seguinte: "É pacífico na CVM o entendimento de que o art. 264 da Lei 6.404, de 1976, criou um regime especial para as operações de fusão, incorporação e incorporação de ações envolvendo a sociedade controladora e suas controladas ou sociedades sob controle comum, deixando claro que o controlador pode, via de regra, exercer seu direito de voto nessas

Segundo dispõe a lei societária, em seu art. 115, o acionista deve exercer seu voto no interesse da companhia, considerando-se abusivo o voto "exercido com o fim de causar dano à companhia ou a outros acionistas, ou de obter, para si ou para outrem, vantagem a que não faz jus e de que resulte, ou possa resultar, prejuízo para a companhia ou para outros acionistas".

Assim, o impedimento de voto do acionista controlador somente poderá ser configurado se ficar demonstrada uma contraposição abusiva ao interesse da controlada, devendo ser **examinado caso a caso**, em cada hipótese concreta se a sua aprovação não desatende ao interesse social[117].

Entretanto, a CVM tem se manifestado sobre os temas de conflito de interesses e impedimento de voto, conforme disciplinado pelos artigos 115 (quanto aos acionistas) e 156 (quanto aos administradores) da Lei das S.A., variando as interpretações predominantes de acordo com a composição do Colegiado da CVM, conforme é analisado no capítulo referente aos Pareceres de Orientação CVM 34/35 e os precedentes estudados no presente trabalho.

---

operações".

[117] Neste sentido, José Luiz Bulhões Pedreira: "Ao sujeitar a incorporação de controlada a regime especial, a Lei afasta a aplicação, neste caso, das normas do artigo 115 sobre proibição do exercício do direito de voto e conflito de interesses. A sociedade controladora pode, portanto, validamente votar nas deliberações da Assembléia da controlada relativas á incorporação ou fusão, inclusive o protocolo de incorporação com a definição da relação de substituição das ações da controlada" (Direito das Companhias, pág. 2047)

7. PARECER DE ORIENTAÇÃO CVM 34/06

7.1 Considerações Iniciais

Considerando a incidência de casos recentes de incorporação visando à unificação das espécies de ações e migração para segmentos de listagem de melhor governança corporativa, a CVM emitiu, em 18.08.2006, o Parecer de Orientação 34, que interpretou o artigo 115, § 1°, da Lei das S.A., relacionado ao impedimento de voto do acionista.

Basicamente, a CVM manifestou o entendimento de que, em operações de incorporação ou de incorporação de ações em que sejam atribuídos **diferentes valores às ações da incorporada**, conforme sua espécie, classes ou titularidade, sem se basear em **critérios objetivos**, os acionistas potencialmente beneficiados estariam previamente impedidos de votar na assembleia geral, com base no previsto no artigo 115, § 1º, da Lei das S.A., que estabelece o impedimento de voto do acionista em deliberações que puderem *beneficiá-lo de modo particular*.

Assim, a estratégia legal adotada pelo Parecer de Orientação CVM 34/06 é a de **legitimação**, na medida em que, em vez de proibir este tipo de operação, preferiu apenas impedir o que acionista controlador votasse[118].

O Parecer de Orientação CVM 34/06 visa, dessa forma, a assegurar uma adequada participação dos acionistas não-controladores no processo decisório, "especialmente quando importarem em tratamento diferenciado entre acionistas titulares de ações de mesma espécie e classe, ou tomarem por base avaliações que considerem não apenas os direitos econômicos ou políticos atribuídos às ações, mas também suposições de sobrevalorização detidas por certos acionistas não comprovadas por efetivas negociações entre partes independentes."

---

[118] Voto do Diretor Pedro Oliva Marcílio de Souza nos Processos CVM RJ 2006/7204 e RJ 2006/7213: "35. A estratégia regulatória adotada no Parecer de Orientação 34/06 é a de legitimação, em seu estado puro. Entendeu a CVM não ser a melhor opção impedir a realização de uma operação que pode ser benéfica para a Companhia e, também, para todos os seus acionistas, a depender de seus termos".

Ainda, segundo está expressamente afirmado no aludido Parecer, tais acionistas "estarão impedidos de votar, salvo se a diferença de relação de troca basear-se em critérios objetivamente verificáveis (como o fluxo futuro de caixa descontado, ou as diversas cotações em mercados organizados) e não apenas no eventual direito a alienarem suas ações em ofertas públicas por alienação de controle".

Dessa forma, percebe-se a intenção da CVM de que tais operações tenham não só fundamentação econômica que justifique o sobrepreço a determinados acionistas, mas principalmente que tal justificativa e os eventuais benefícios da operação sejam reconhecidos pelos acionistas não controladores mediante seu voto na assembleia geral que deliberar sobre a operação.

Deve-se observar que a edição do referido parecer não obriga as companhias a adotarem o entendimento nele consubstanciado, mas serve de alerta para que, em caso de adoção de entendimento diverso, seus administradores ou acionistas controladores venham a ser responsabilizados posteriormente, em processo sancionador. A decisão em processo sancionador não produziria o efeito de anular as deliberações assembleares tomadas, que sempre dependerão de demanda judicial movida pelos acionistas interessados.

7.2 Hipóteses de Impedimento

Como didaticamente demonstrado por Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França[119], o Parecer de Orientação CVM 34/06 prevê quatro situações de impedimento de voto do acionista no caso de incorporação de controlada:

1ª Situação – "Em situações em que se vise à unificação das espécies de ações da companhia ou à migração para segmentos especiais de listagem em que as ações do acionista controlador, ou do proponente da operação, sejam detidas por sociedade cujo único ativo, ou único ativo relevante, sejam essas mesmas ações (Sociedade Holding), e seja submetida à aprovação da assembléia a deliberação de incorporação (ou incorporação reversa) da Companhia, ou de suas ações, na Sociedade Holding, a Sociedade Holding e os seus acionistas (caso detenham participação direta na Companhia) estarão impedidos de

[119] Temas de Direito Societário, Falimentar e Teoria da Empresa, p. 568/569.

votar, na forma do art. 115, § 1º, da Lei 6.404/76, caso a proposta de incorporação (ou incorporação reversa) da Companhia, ou de suas ações, considere uma **relação de troca que atribua valor diferente às ações de emissão da Companhia que sejam de propriedade da Sociedade Holding, e às demais ações da mesma espécie e classe de emissão da Companhia**". (grifos nossos)

2ª Situação – "Da mesma forma, a Sociedade Holding e os seus acionistas (caso detenham participação direta na Companhia) estarão impedidos de votar, na forma do art. 115, § 1º, da Lei 6.404/76, caso a proposta de incorporação (ou incorporação reversa) da Companhia, ou de suas ações, considere uma **relação de troca que atribua valor diferente às ações de emissão da Companhia que sejam de propriedade da Sociedade Holding, e às demais ações de emissão da Companhia, ainda que de espécie ou classe diversas, caso a diferença de valor não se baseie em laudo que considere os diferentes valores econômicos de cada uma das ações com base em critérios objetivamente verificáveis (como o fluxo futuro de dividendos descontado, ou as diversas cotações em mercados organizados)**". (grifos nossos)

3ª Situação – "O mesmo impedimento de voto deve incidir se a operação for realizada de modo a conferir o mesmo número de ações da Sociedade Holding a todas as espécies e classes de ações de emissão da Companhia, mas o número de ações emitidas pela Sociedade Holding antes da operação for proporcionalmente superior ao número de ações da Companhia de que ela seja titular antes do negócio, resultando, na prática, na mesma desproporção que determina a existência do benefício particular para a Sociedade Holding e seus acionistas de que trata este Parecer de Orientação".

4ª Situação – "Adicionalmente, caso a proposta de incorporação (ou incorporação reversa) da Companhia, ou de suas ações, contemple diferentes **relações de troca considerando as diferentes espécies de ações detidas pelos acionistas que não sejam acionistas da Sociedade Holding, atribuindo, assim, por exemplo, diferentes valores para as demais ações com voto e as ações sem voto, os acionistas titulares de ações com voto, ainda que não sejam acionistas da Sociedade Holding, também estarão impedidos de votar, salvo se a diferença de relação de troca basear-se em critérios objetivamente verificáveis**". (grifos nossos)

Dessa forma, percebe-se, das hipóteses descritas acima, que o parecer aplica-se exclusivamente às operações de incorporação ou incorporação de ações de sociedade controlada em que a relação de substituição estabelecida para as ações seja diferente, dependendo das espécies ou classe das ações, e tal diferença se funde em critérios não objetivos, ou, mais especificamente, nas palavras de Pedro Oliva Marcílio de Souza[120]: "O parecer aplica-se, **apenas**, a incorporações que preencham os seguintes requisitos: (i) **a companhia incorporadora não possui outros ativos significativos que não as ações da companhia incorporada**; (ii) **as ações do acionista controlador são avaliadas por um valor maior do que a do acionista ordinário não controlador ou do acionista preferencial**; **e** (iii) **não há um critério objetivo a validar o valor apresentado para as ações ordinárias**" (grifos nossos).

Portanto, a *contrario sensu*, em operações de incorporação de controlada, sem relação de troca de ações diversa para sua controladora ou entre as diferentes espécies de ações, ou, ainda, em casos em que a relação de troca diferenciada fundamentar-se em critérios objetivos, o acionista controlador não estaria impedido de votar na aprovação da operação.

7.3 Conceito de Benefício Particular

Tendo em vista que a CVM baseia-se no conceito de benefício particular para justificar o impedimento de voto nas situações acima mencionadas, cumpre esclarecer o que vem a ser "benefício particular" para que possamos entender se tais situações são aplicáveis no conceito legal previsto no § 1º do artigo 115 da Lei das S.A.

Como se sabe, o § 1º do artigo 115 da Lei das S.A. regula a questão do abuso do direito de voto e conflito de interesses, estabelecendo que:

> § 1º O acionista não poderá votar nas deliberações da assembléia geral relativas ao laudo de avaliação de bens com que concorrer para a formação do capital social e à aprovação de suas contas como administrador, nem em quaisquer outras que puderem **beneficiá-lo de modo particular**, ou em que tiver interesse conflitante com o da companhia. (grifos nossos)

O referido parágrafo aponta duas situações específicas que claramente configuram a

[120] Voto nos Processos CVM RJ 2006/7204 e RJ 2006/7213.

existência do impedimento de voto (o voto do acionista nas deliberações da assembleia geral relativas ao laudo de avaliação de bens com que ele concorrer para a formação da capital social e o voto de aprovação de suas próprias contas como administrador) e indica, de maneira genérica, quaisquer outras deliberações que puderem beneficiar o acionista de modo particular, ou em que ele tiver interesse conflitante com o da companhia.

Afastadas aquelas duas situações específicas, em que o conflito de interesse é patente, não havendo dúvida de que o acionista está previamente impedido de votar, cabe examinar agora a distinção entre as hipóteses de "benefício particular" e "interesse conflitante com a companhia". A lei não pode conter palavras ou expressões inúteis, o que demonstra, para fins de hermenêutica, a necessidade de sua diferenciação.

Miranda Valverde[121] ensina:

> Se – para exemplificar – a assembléia-geral resolve atribuir (art. 87, parágrafo único, 'g') uma bonificação a determinados acionistas, por este ou aquele motivo, não poderão eles, como diretamente interessados, tomar parte nessa deliberação. **Esta, como efeito, virá beneficiá-los de modo particular, quebrando, ainda que justo seja o tratamento, e a lei o permita, a regra de igualdade de tratamento para todos os acionistas da mesma classe ou categoria** (art. 78). A vantagem conferida a um ou mais acionistas, comumente, consiste em uma participação nos lucros líquidos da sociedade, durante certo tempo, ou no direito, algumas vezes extensivo aos herdeiros, de receber determinada soma, por mês, ou anualmente, a título de pensão ou aposentadoria. Representa, quase sempre, a recompensa pelos trabalhos ou serviços prestados pelo acionista à companhia. (grifos nossos)

Dessa forma, podemos entender que benefício particular seria a vantagem lícita que pode ser concedida a um ou mais acionistas. O acionista, entretanto, não pode votar, porque não é possível aferir se a vantagem é comutativa. No exemplo de Miranda Valverde, não é possível aferir ou avaliar se a vantagem de aposentadoria ou se a emissão de partes beneficiárias é comutativa ou não.

Erasmo Valladão[122] entende que, para existir a hipótese de benefício particular, "Há de haver, assim, um favor ao beneficiário, na sua condição de acionista, que recebe mais do que dá – Valverde e diversos outros autores acentuam o caráter contratual desse ato, em

---

[121] Sociedade por Ações, Vol. II, p. 66/67.

[122] Ainda o conceito de benefício particular: anotações ao julgamento do processo CVM RJ -2009/5.811, Revista de Direito Mercantil (RDM), 149/319-320.

favor do interessado, rompendo o princípio da igualdade entre os sócios. Ou, de qualquer forma, uma situação em que não seja possível aferir, de antemão, o caráter comutativo do ato, como na hipótese do direito aos lucros futuros – que poderão até não existir. Como quer que seja, a lei permite tais vantagens, tratando-se, pois, de negócios lícitos (...) Conclui-se que o benefício particular é aquele em que há ou um negócio gratuito ou um negócio aleatório em favor do acionista (ou ainda de terceiros, como dispõe o art. 84, inciso VI), vale dizer, em que não há comutatividade".

Já conflito de interesses seria a vantagem ilícita, abusiva, que o acionista busca com o exercício do voto, em detrimento, atual ou mesmo potencial, da companhia ou outros acionistas.

Deve-se observar que em negócios jurídicos comutativos a nossa Lei das S.A. expressamente autorizou a contratação pelos controladores e administradores, sem qualquer proibição da prática do ato ou sem que esteja condicionado à autorização de qualquer outro órgão.

Entre as hipóteses expressamente enumeradas na Lei das S.A., logo no parágrafo primeiro do artigo 117, alínea f, temos: "Art. 117. (...) § 1º. São modalidades de exercício abusivo de poder: (...) f) contratar com a companhia, diretamente ou através de outrem, ou de sociedade na qual tenha interesse, **em condições de favorecimento ou não equitativas**;" (grifos nossos).

Percebe-se do artigo acima, a *contratio sensu*, que a lei autoriza o acionista controlador a contratar com a companhia, desde que em condições normais e equitativas. O mesmo ocorre com diretor, que está autorizado a contratar com a companhia, desde que em condições razoáveis ou equitativas: "Art. 156. (...) § 1º. Ainda que observado o disposto neste artigo, o administrador somente pode contratar com a companhia em **condições razoáveis ou eqüitativas**, idênticas às que prevalecem no mercado ou em que a companhia contrataria com terceiros.§ 2º. O negócio contratado com infração do disposto no § 1º é anulável, e o administrador interessado será obrigado a transferir para a companhia as vantagens que dele tiver auferido". (grifos nossos)

Os administradores de um grupo de fato também podem, a contrario sensu,

favorecer sociedade coligada, controladora ou controlada, desde que mediante pagamento compensatório adequado: "Art. 245. Os administradores não podem, em prejuízo da companhia, **favorecer sociedade coligada, controladora ou controlada**, cumprindo-lhes zelar para que as operações entre as sociedades, se houver, observem condições estritamente comutativas, ou com pagamento compensatório adequado; e respondem perante a companhia pelas perdas e danos resultantes de atos praticados com infração ao disposto neste artigo". (grifos nossos)

É claro, portanto, que se o negócio jurídico é realizado em condições comutativas o acionista ou o administrador podem contratar com a companhia, não se tratando de benefício particular.

Como bem ponderou Luiz Leonardo Cantidiano[123]: "não fosse essa a correta interpretação do referido dispositivo legal, estariam, a toda hora, os acionistas da companhia impedidos de votar, isto porque, na quase generalidade dos casos, surgem situações em que há divergência entre os participantes da companhia quanto aos seus interesses particulares, podendo ser citada, como exemplo, deliberação (a) sobre distribuição de dividendos x retenção de lucros, (b) eleição de membros do Conselho de Administração, (c) fixação da remuneração a ser paga aos administradores da companhia e (d) incorporação de sociedades ou de ações, etc.".

Definido, portanto, o que seja benefício particular, é evidente que nas hipóteses abordadas no Parecer de Orientação CVM 34/06 não se trata de um benefício particular.

Como já demonstrado no capítulo referente à incorporação de controlada, as partes envolvidas na operação podem livremente pactuar, da forma que melhor lhes aprouver, o critério que deve prevalecer para substituir as ações, prevalecendo o princípio da liberdade contratual.

O art. 264 da Lei das S.A., anteriormente comentado, admite expressamente aquele voto, tendo sido incluído na lei com o propósito específico de apresentar aos acionistas minoritários da sociedade controlada informação adicional que lhes permita, como já visto,

---

[123] Análise crítica do Parecer de Orientação CVM 34, *Revista de Direito Bancário* 2008 – RDB 41, p.140.

majorar o valor de reembolso de suas ações, se lhes for facultado exercer o direito de retirada[124].

Além disso, o impedimento de voto do acionista controlador não é uma solução desejável, já que o poder será transferido aos acionistas minoritários, que poderão beneficiar-se em prejuízo do interesse social[125].

Como bem expôs Erasmo Valladão[126]: "Daí por que (repito o que disse na palestra já mencionada, proferida no auditório da CVM, à qual remeto o leitor) não me parece ocorrer 'benefício particular' nas hipóteses enfocadas no Parecer de Orientação n. 34, em que se acha de antemão excluída pela lei, a toda evidência, qualquer caráter de permitida

---

[124] Importante observar os comentários de José Luiz Bulhões Pedreira: "Assim já em 1956, Luigi Mengoni (p. 451) propôs a revisão da teoria sobre conflito de interesses nas deliberações da Assembléia das sociedades por ações, referindo-se do seguinte modo à questão de incorporação de controladas: 'De outro lado, o sistema de proibição de voto já está completamente superado com relação às necessidades do mundo econômico moderno, que se caracteriza pela concentração industrial. Nas sociedades controladas, as relações com a sociedade controladora constituem uma razão de vida que não pode ser suprimida: se a disciplina do conflito de interesses fosse tecnicamente assentada sobre a regra de proibição de voto, as sociedades controladas se veriam colocadas em situação absurda, por em substância a minoria ficaria árbitra exclusiva da sociedade (Salandra). O fenômeno da participação acionária de controle exige certamente cautelas jurídicas mais intensas que as atualmente previstas nos artigos 2.359 e seguintes do Código Civil italiano. Mas, a não ser que se deseje considerá-lo ilícito, o que é impensável, não se pode impedir a sociedade controladora de exercer o direito de voto nas deliberações concernentes às relações entre ela e a sociedade controlada somente porque em tais relações a controladora se encontra formalmente em uma posição de conflito de interesses potencial com a controlada'. 'Acresce que a proibição de voto criaria um grave obstáculo ao processo de fusão de sociedades (que são, além disso, processos de aclaração jurídica da concentração econômica das empresas), sempre que a sociedade incorporadora fosse sócia da sociedade incorporada, caso no qual se verifica tipicamente um conflito de interesses potencial com relação à fixação da relação de troca das ações da sociedade incorporada com as ações da sociedade incorporadora'. (Direito das Companhias, pág. 2045/2046)

[125] Nesse sentido, Eduardo Secchi Munhoz: "O impedimento de voto, ao eliminar por completo a influência do controlador, pode criar uma situação inversa, qual seja, a de uma minoria com poder de extrair benefícios particulares da operação, em detrimento do interesse social. Nada indica que a priori o interesse do controlador não esteja alinhado com o interesse social; por outro lado, nada igualmente está a garantir que a minoria esteja alinhada com esse mesmo interesse. Pelo contrário, a depender da estrutura de capital, uma pequena minoria (ou seja, titular de pequena parcela do capital) pode estar muito menos alinhada ao interesse social do que o controlador e, portanto, mais livre para defender o seu interesse próprio, na medida em que dependa apenas de sua vontade a aprovação de determinada operação. De fato, a pequena minoria sofre em menor proporção os efeitos negativos que uma determinada decisão venha a causar à companhia. Torna-se, assim, elevada a possibilidade de a minoria fazê-lo, sempre que os ganhos particulares a serem obtidos forem maiores do que essa perda relativa indireta, decorrente do efeito negativo causado sobre a companhia. Nessa linha, o controlador estaria menos propenso a adotar medidas com impactos negativos sobre a companhia, porque teria mais a perder nesta situação do que a minoria. Por essa razão, a técnica de simplesmente impedir o voto do controlador em determinadas deliberações parece insuficiente. Pode limitar os benefícios particulares a serem extraídos pelo controlador na operação, mas leva a um quadro não menos preocupante de possível obtenção de benefícios particulares pela minoria, tornada soberana na deliberação específica" (Desafios do direito societário brasileiro na disciplina da companhia aberta: avaliação dos sistemas de controle diluído e concentrado, p. 147/148).

[126] Ainda o conceito de benefício particular: anotações ao julgamento do processo CVM RJ -2009/5.811, Revista de Direito Mercantil (RDM), 149/321.

liberalidade a quem quer que seja na relação de substituição das ações da incorporada pelas da incorporadora, como se verifica das disposições inequivocamente cogentes do art. 264 da Lei de S/A, sendo possível apurar de plano, outrossim, se a operação é comutativa ou aleatória. E somente nas hipóteses de negócio gratuito ou aleatório, como se demonstrou, há benefício particular que proíbe o acionista de votar".

7.4 Atribuição de prêmio as ações de controle

O Parecer de Orientação CVM 34/06 proíbe que seja atribuído valor maior para as ações detidas pelo acionista controlador. Entretanto, não vislumbramos qualquer impedimento para que seja atribuído valor maior para as ações do bloco de controle, mesmo quando esse sobrepreço não é confirmado por uma parte independente[127].

Para este fim, importante trazer as palavras de Fábio Konder Comparato[128], ao criticar acerbamente a emenda Lehman, que assegurava igualdade de tratamento aos minoritários, no revogado art. 254 da Lei de S/A:

> Trata-se de verdade elementar que o status do acionista controlador não se confunde com o de não-controlador; que ações ordinárias não são equipolentes a ações preferenciais sem voto; que a situação de poder soberano [do acionista controlador] só mesmo no terreno da demagogia confusa se põe em pé de igualdade com o estado de subordinação ou sujeição [dos acionistas minoritários]. Vai-se então impedir que, numa civilização que reduz todos os bens ou valores a mercadorias, as diferenças não se meçam em termos pecuniários?

Alfredo Lamy Filho foi enfático ao entender que o bloco de ações tem valor superior ao das ações que o compõem: "**O bloco de controle em regra vale mais** do que as ações ou quotas porque assegura o poder de controle, que não decorre de cada unidade de participação, considerada singularmente, mas da sua agregação em coisa coletiva. A diferença entre a soma do valor unitário das ações ou quotas e o preço global do bloco de controle **é o valor atribuído pelas partes contratantes ao poder de controle**". (grifos

---

[127] A Exposição Justificativa do projeto de reforma da lei societária (Mensagem 207/76, do Poder Executivo) expressamente reconhecia a mais valia embutida no bloco de ações que assegura o poder de comandar os destinos da companhia: "o projeto reconhece a realidade do poder do acionista controlador, para atribuir-lhe responsabilidades próprias, de que não participam os acionistas minoritários; seria, pois, incoerente, se pretendesse, para efeito de transferência desse poder, negar a sua existência ou proibir o mercado de lhe atribuir valor econômico".

[128] O Poder de Controle na Sociedade Anônima, p. 310.

nossos) (A Lei das S.A., p. 689)[129].

Para os defensores do Parecer de Orientação 34/06, principalmente quando da decisão do Processo CVM RJ 2009-5811 referente à incorporação da Duratex S.A. pela Satipel Industrial S.A., entendeu-se que a mais valia do controle somente pode ocorrer em caso de alienação de controle (art. 254-A) e não em operação de incorporação de ações, por se tratar de figuras totalmente distintas, argumentando inclusive que a incorporação obriga todos os acionistas enquanto a oferta de aquisição de ações em decorrência de alienação de controle é de aceitação facultativa.

O Diretor Eli Loria, tanto no processo acima referido como no referente a incorporação de ações da HFF Participações S.A. e da Sadia S.A. na BRF Brasil Foods S.A. (Processo CVM RJ 2009/4691), considerou **ilegal** a atribuição de valores diferentes ao mesmo tipo de ação, por entender que estaria em infração ao disposto no art. 15, § 1º, da Lei 6.404/76, que veda a existência de classes de ações ordinárias na companhia aberta, bem como ao disposto no art. 109, § 1º, do mesmo diploma, que determina direitos iguais aos titulares de ações de mesma classe[130].

Não há dúvidas que o bloco de controle tem valor superior. Como bem explicou José Luiz Bulhões Pedreira: "O bloco de controle tem valor superior à soma do valor unitário das ações ou quotas porque, como coisa coletiva, assegura o poder de controle; e o mercado atribui valor a esse poder em razão da maior segurança do investimento, quando o investidor tem capacidade para determinar o destino da empresa e escolher seus administradores". (Direito das Companhias, pág. 2026)

---

[129] Esta é a mesma lição de Fabio Konder Comparato: "É nesse ponto que aparece a realidade específica do poder de controle societário, inconfundível com as próprias ações cedidas. A cessão de 51% das ações votantes de uma companhia difere da cessão de 49% dessas ações, não apenas por razões de ordem quantitativa, mas sobretudo pela diversidade qualitativa do objeto. Essa diferença de 2% não é apenas numérica, pois importa a alienação de outro bem econômico, diverso dos títulos acionários. No primeiro caso, aliena-se, com a maioria das ações votantes, o poder de decidir e comandar na sociedade em última instância. Por isso mesmo, o preço unitário das ações cedidas, em tal caso, é muito diferente do que seria estipulado na segunda" (*O Poder de Controle na Sociedade Anônima*, p. 218).

[130] Trecho do voto do Diretor Eli Loria no Processo CVM RJ 2009-5811 referente à incorporação da Duratex S.A. pela Satipel Industrial S.A.: "Desta forma, todas as ações ordinárias devem ser tratadas igualmente, não se admitindo que as ações dos acionistas não controladores tenham um tratamento diverso daquele dado às ações detidas pelos acionistas controladores, não sendo o tratamento não isonômico passível de legitimação nem mesmo em uma assembleia em que somente votem os ordinaristas minoritários".

7.5 Legalidade do Parecer

Apesar de ser assegurado às partes envolvidas na operação liberdade para escolher o critério de relação de troca que deva prevalecer, a lei estabeleceu um tratamento específico naquelas situações em que a sociedade a ser incorporada é controlada pela incorporadora, apresentando um mecanismo de proteção aos investidores de mercado naquelas operações de reestruturação societária de que participem sociedades sob controle comum de algum dos acionistas.

Conforme acima examinado, a nossa legislação adotou a estratégia de saída nos casos de incorporação de controlada. Assim, a CVM extravasa os seus poderes ao impedir o voto do acionista nas hipóteses previstas no Parecer de Orientação 34/06, uma vez que a Lei das S.A. conferiu tratamento específico para o caso.

Em outras palavras, a CVM, por meio de um parecer, alterou a estratégia regulatória adotada na nossa legislação (de saída), optando pela estratégia de legitimação, em seu estado puro[131].

É importante mencionar que, a teor do que estabelece a Deliberação CVM 01, de 23.02.1978, "pareceres de Orientação são os atos através dos quais a CVM, nos termos do disposto no artigo 13 da Lei 6.385/1976, dará orientação aos agentes do mercado e aos investidores sobre matéria que cabe à CVM regular. Os Pareceres de Orientação servirão, também, para veicular as opiniões da CVM sobre interpretação das Leis 6.385/76 e 6.404/76 no interesse do mercado de capitais".

Entretanto, a CVM neste caso não está se limitando a veicular as opiniões da CVM sobre interpretação das Leis 6.3875/76 e 6.404/76 no interesse do mercado de capitais. A CVM está abordando, em tese, questões que – como ocorre em operação de incorporação de sociedade ou de ações – devem ser objeto de análise caso a caso, consideradas as circunstâncias peculiares a cada operação.

---

[131] Erasmo Valladão: "A lei aqui, portanto, não adotou a estratégia de legitimação, alvitrada no Parecer de Orientação n. 34, mas sim a de saída; se aquela primeira estratégia é a recomendável – e não estou entrando aqui nesse mérito –, só poderia ser adotada, a nosso ver, de lege ferenda e não de lege lata. De lege lata, o art. 264 não prevê qualquer impedimento de voto, seja do controlador, seja dos acionistas titulares de ações ordinárias – e nem outorga voto aos titulares de ações preferenciais, pelo que se nos afigura que o Parecer n. 34 extravasa dos lindes da lei)".

A CVM não tem poder para ignorar a previsão legal, impedir o direito de voto do acionista controlador e, mais ainda, admitir como não equitativo ou não objetivo que a relação de troca seja baseada em prêmio de controle[132].

A mudança na estratégia de regulamentação deveria ter ocorrido por meio de alteração na Lei das S.A, mas não mediante a edição de um Parecer de Orientação, que certamente traz insegurança jurídica a todos os participantes do mercado.

Em resumo, a orientação constante do Parecer de Orientação CVM 34/06, além de contrariar reiterado e antigo entendimento da CVM sobre a matéria, viola a lei porque:

(i) retira voto da ação que tem direito político;
(ii) outorga aos titulares de ações preferenciais um direito que não integra as referidas ações;
(iii) ignora o procedimento específico que a lei estabelece para operações dessa natureza (previsto no artigo 264);
(iv) considera como impeditivo do voto suposto conflito entre espécies de ações, admitindo que o eventual benefício a ser auferido pelos titulares de ações preferenciais deva prevalecer, ainda que em detrimento do interesse social, que estaria sendo preservado pela estrutura da operação projetada, além de privilegiar um grupo de acionistas.

---

[132] Nesse sentido, Luiz Leonardo Cantidiano entende: "Ou seja, ao editar o mencionado parecer a CVM ignorou a previsão legal, admitindo, ainda que de forma implícita, que ele não seria adequado na medida em que a relação de troca de ações pelo valor de patrimônio líquido a preços de mercado não é compulsória (porque se fosse a operação não estaria abrangida pelo citado parecer). Ao editar o Parecer 34 preferiu a CVM, a meu juízo equivocadamente, uma solução contrária aos princípios legais vigentes, retirando voto do acionista que é titular de direitos políticos e o concedendo a quem é titular de ações desprovidas do aludido direito" (Análise crítica do Parecer de Orientação CVM 34, *Revista de Direito Bancário* 2008 – RDB 41, p. 144).

8. PARECER DE ORIENTAÇÃO CVM 35/08

8.1 Considerações Iniciais

O Parecer de Orientação CVM 35/08 foi proposto pelo Diretor Marcos Barbosa Pinto por entender que de todas as operações frequentes no mercado brasileiro, as incorporações de controladas são as mais problemáticas, pois (i) podem causar prejuízos significativos para os minoritários[133]; (ii) são coercitivas para os minoritários, vez que podem ser aprovadas pela maioria dos acionistas[134]; (iii) o direito de recesso não é necessariamente suficiente para tutelar os interesses dos acionistas minoritários em caso de abuso de poder de controle[135]; (iv) o mercado não consegue reprimir eventuais abusos de poder de controle nessas operações[136]; e (v) há grandes dificuldades para avaliar a equitatividade das relações de troca propostas[137].

Assim, de acordo com o Parecer de Orientação CVM 35/08, a CVM entende que as operações de fusão, incorporação e incorporação de ações envolvendo sociedade controladora e suas controladas ou sociedades sob controle comum exigem atenção especial, pois é considerável, por conseguinte, o risco de que a relação de troca de ações na operação não seja comutativa.

---

[133] "Primeiro fator: as incorporações de controladas podem causar prejuízos significativos para os minoritários. Como essas operações normalmente envolvem todo o patrimônio da empresa, qualquer desequilíbrio na relação de troca das ações pode trazer perdas consideráveis para os acionistas."

[134] "Segundo fator: as incorporações de controladas são coercitivas para os minoritários. Segundo o art. 137 da Lei nº 6.404/76, essas operações podem ser aprovadas pela maioria dos acionistas. E, conforme indicam os precedentes da CVM, o controlador pode votar nessas operações, ainda que figure como contraparte na operação."

[135] "Terceiro fator: o direito de recesso não é necessariamente suficiente para tutelar os interesses dos acionistas minoritários em caso de abuso de poder de controle, pelas seguintes razões: (i) segundo o art. 264, § 1º, combinado com o art. 137, II, da Lei nº 6.404/76, o recesso não é sequer cabível quando as ações da companhia controlada têm alguma liquidez; (ii) o art. 45 da Lei nº 6.404/76 permite que o estatuto fixe o valor do reembolso pelo valor patrimonial, que raramente reflete o valor justo das ações de uma companhia operacional saudável; (iii) o cálculo do reembolso pelo valor do patrimônio a preços de mercado, conforme previsto no art. 264, caput, Lei nº 6.404/76, também não reflete, via de regra, o valor justo das ações de uma companhia operacional saudável; (iv) mesmo quando o valor de reembolso é calculado pelo valor econômico, que é o critério de avaliação mais adequado, a estimativa desse valor é feita por avaliadores escolhidos pela própria assembléia geral, na qual o controlador tem maioria, conforme dispõe o art. 45, § 4º da Lei nº 6.404/76."

[136] "Quarto fator: isoladamente, o mercado não consegue reprimir eventuais abusos de poder de controle nessas operações. Como os ganhos a serem obtidos são grandes, eles podem compensar o prejuízo reputacional sofrido pelos controladores."

[137] "Quinto fator: a CVM e o Judiciário vêm enfrentando dificuldades para avaliar a eqüitatividade das relações de troca propostas, devido ao caráter parcialmente subjetivo das avaliações de empresas. Em conjunto, esses fatores podem gerar incentivos econômicos para que se fixem relações de troca injustas, aprovem-nas unilateralmente e obtenham ganhos significativos, a despeito da supervisão do mercado, da CVM e do Judiciário."

Nesse contexto, os administradores da companhia controlada, ou de ambas as companhias sob controle comum, têm uma função relevante a cumprir. Na sistemática da Lei 6.404, de 1976, cabe a eles negociar o protocolo de incorporação ou fusão que será submetido à aprovação da assembleia geral. Ao negociar o protocolo, os administradores devem cumprir os deveres fiduciários que a lei lhes atribui, defendendo os interesses da companhia que administram e de seus acionistas, assegurando a fixação de uma relação de troca equitativa.

O parecer de orientação CVM 35/08 procura dar concretude a esses deveres. Por meio dele, a CVM pretende recomendar aos administradores de companhias abertas que observem determinados procedimentos durante a negociação de operações de fusão, incorporação e incorporação de ações envolvendo sociedade controladora e suas controladas ou sociedades sob controle comum. Na visão da CVM, esses procedimentos tendem a propiciar o cumprimento das disposições da legislação societária a respeito dessa matéria.

Como será analisado no presente trabalho, os procedimentos criados pelo Parecer de Orientação CVM 35/08 inspiram-se nos existentes no direito norte-americano. No entanto, a importação do modelo societário norte-americano não considera a realidade profundamente diversa do nosso país e da nossa legislação.

Em primeiro lugar, a nossa legislação é diferente – existe uma disciplina específica de proteção dos minoritários – nas operações de incorporação de ações (art. 264 da Lei das S.A.). Em segundo lugar, o nosso sistema difere do dos Estados Unidos – enquanto lá o sistema de controle é diluído, o nosso sistema é concentrado[138] (o controlador, portanto, exerce forte influência sobre os administradores). Por último, como visto anteriormente, em operações de incorporação nos Estados Unidos, é possível oferecer dinheiro ou outro tipo de valores mobiliários aos acionistas minoritários da companhia incorporada. No Brasil, somente é aceitável a atribuição de ações da incorporadora aos acionistas da incorporada (os acionistas não são eliminados da companhia *(freezout merger)*, mas

[138] Ao analisar a realidade brasileira, Bernand Black destaca: "In my opinion, some critical institutions, especially local enforcement, cannot be imported from the outside" (Strengthening Brazil's securities markets, p. 42-55).

continuam sendo acionistas uma companhia maior)[139].

Essas diferenças básicas por si sós são capazes de demonstrar por que a estratégia de legitimação no seu estado puro não pode ser adotada no Brasil por meio de um Parecer de Orientação editado pela CVM.

8.2 Princípio da Legalidade

Com base nos arts. 8º, 9º e 13 da Lei 6.385/76, o colegiado sempre entendeu que a CVM tem competência para se manifestar publicamente sobre a legalidade de ações ou omissões de acionistas e administradores de companhias abertas, seja em casos concretos, seja em abstrato, por meios de pareceres de orientação.[140]

O parecer cria, entretanto, regras e requisitos não previstos em lei, extrapolando a competência da CVM[141]. No caso específico, o parecer não está trazendo uma orientação

---

[139] Como bem alertou Calixto Salomão sobre a importação de modelos jurídicos: "Os países em desenvolvimento em geral e os da América Latina em particular padecem de um grave problema em seus sistemas econômicos. A importação de modelos. No campo societário essa importação leva a um sério problema de identidade. Realidades econômicas díspares não podem ter as mesmas estruturas empresariais. Caso se pretenda aproximar as realidades econômicas, então com mais razão ainda é preciso dar conformações estruturais distintas ao meio empresarial para que este se possa organizar. Assim, não é possível transportar para o Brasil a estrutura societária anglo-saxã, onde a importância do mercado de capitais e a diluição do poder societário funcionam como elemento organizador natural para as sociedades, garantindo a autonomia dos administradores e promovendo a cooperação entre os sócios" (*O novo direito societário*, p. 52).

[140] E.g. Proc. RJ 2007/8884, julgado em 9 de outubro de 2007. Essa questão já foi, inclusive, objeto de apreciação pelo Poder Judiciário, que confirmou o entendimento acima exposto. Proc. 2004.51.01.004044-7. 23ª Vara Federal do Rio de Janeiro. Julgado em 25 de maio de 2005. Na sentença proferida neste processo, a Justiça Federal reconheceu a competência da CVM para manifestar-se sobre a legalidade de operações societárias. Além disso, a sentença ressaltou que "a Lei nº 6.404/76, ao instituir o requerimento de interrupção do prazo de antecedência, em nenhum momento limit[ou] o campo de análise da autarquia." E concluiu: "[n]ão pode o Poder Judiciário invadir a competência da agência reguladora para apagar uma opinião ou parecer manifestado regularmente no exercício de suas atribuições".

[141] Como bem acentuou Luiz Leonardo Cantidiano, analisando a minuta do Parecer de Orientação 35 que estava em audiência pública: "Apesar de entender a preocupação da CVM com o tema, que é antiga, como já referido, não me parece que a CVM possa exigir das companhias abertas o comportamento que é indicado na pretendida manifestação de seu Colegiado, mormente através de um Parecer Normativo que, como visto, é um ato através do qual a CVM 'dará orientação aos agentes do mercado e aos investidores sobre matéria que cabe à CVM regular. Os Pareceres de Orientação servirão, também, para veicular as opiniões da CVM sobre interpretação das Leis nºs. 6.385/76 e 6.404/76 no interesse do mercado de capitais'. A toda evidência não compete à CVM regular a atuação dos administradores, impondo regras e procedimentos que devam ser atendidos no exercício do dever fiduciário que a lei lhes impõe. Reitero, aqui, trecho da manifestação do então Diretor Luiz Antonio Campos quando do exame do Processo CVM RJ 2001/11663: 'Portanto, não há mais lacuna a ser regulada pela CVM, ou sobre a qual deva ela se manifestar, no que toca à operação de incorporação de ações e a proteção dos acionistas minoritários nesta operação, desde que cumpridos os demais requisitos legais, e inexistente o abuso do acionista controlador'. Na medida em que a lei não defere jurisdição à CVM para regular a matéria e a autarquia, através de Parecer Normativo, estabelece regras e

ou opinião como deve ocorrer em pareceres de orientação, mas sim instituindo novos procedimentos não estabelecidos em lei.

Como se sabe, o poder regulamentar está sujeito a limitações, conforme se vê da lição de Celso Antônio Bandeira de Mello[142]: "Logo, a Administração não poderá proibir ou impor algo a quem quer que seja. Vale dizer, não lhe é possível expedir regulamento, instrução, resolução, portaria ou seja lá que ato que for para coarctar a liberdade dos administrados, salvo se, em lei, já existir delineada a contenção ou imposição que o ato administrativo venha a minudenciar".

Celso Ribeiro Bastos[143] afirma que os regulamentos: "(...) são insuscetíveis de criar obrigações novas, sendo apenas aptos a desenvolver as existentes na lei". E Pontes de Miranda[144]: "Onde se estabelecem, alteram-se ou extinguem-se direitos, não há regulamento – há abuso de poder regulamentar, invasão de competência legislativa."

Este entendimento é confirmado por Francisco Campos[145]: "Por maior a amplitude que se queira atribuir ao poder regulamentar da administração, esse poder não está apenas adstrito a operar intra legem e secundum legem, mas não poderá, em caso algum e sob qualquer pretexto, ainda que pareça adequado à realização da finalidade visada pela lei, editar preceitos que envolvam limitações aos direitos individuais. Este domínio é, de modo absoluto, reservado à legislação formal, ou aos preceitos jurídicos editados pelo Poder Legislativo."

A nossa legislação já traz uma solução legal em operações que existam potencial conflito de interesses por inexistência de duas maiorias acionárias distintas, contendo normas especiais para proteção dos acionistas minoritários. De acordo com o *caput* do art. 264, se a relação de substituição das ações dos acionistas não-controladores for menos

---

procedimentos que devam ser observados quando de reestruturação de companhias abertas vinculadas por relação de controle ou de coligação, na verdade o órgão regulador, via transversa, estará impondo normas de comportamento aos administradores das companhias, sem que disponha de competência para tal. De outro lado, é inquestionável que o pretendido parecer de orientação não se limita a veicular as opiniões da CVM sobre interpretação das Leis nºs 6.385/76 e 6.404/76 no interesse do mercado de capitais" (Análise crítica do Parecer de Orientação CVM 34, p. 147).

[142] Celso Antônio Bandeira de Mello, *Curso de Direito Administrativo*, p. 50.

[143] Curso de Direito Constitucional, p. 337.

[144] Comentários à Constituição de 1967, com a Emenda 1/69, tomo I, p. 314.

[145] Lei e Regulamento. Direito Individuais. *Revista de Direito Público* 80/373.

vantajosa do que a comparação prevista no *caput* do art. 264, os dissidentes podem exercer o direito de retirada optando pelo valor de reembolso mais vantajoso.

Além disso, as minorias ainda contam com a proteção dos deveres fiduciários dos administradores, tal como previsto nos seguintes artigos: (i) art. 153 – dever de diligência; (ii) art. 154 – dever de administrar a companhia no seu melhor interesse; (iii) art. 155 – dever de lealdade; (iv) art. 156 – dever de não intervir em qualquer operação social e deliberação em que tiver interesse conflitante com o da companhia; (v) art. 157 – dever de informar.

Além de tudo isso, ou seja, em adição à solução legal do artigo 264, aos deveres fiduciários gerais estabelecidos nos artigos 153 a 157 da Lei das S.A., os administradores da companhia ainda se submetem à regra especial contida no capítulo da Lei das S.A. que trata do grupo de fato, criado por sociedades coligadas, controladoras e controladas, mais especificamente no artigo 245, no sentido que devem zelar os administradores para que as operações entre sociedades coligadas, controladoras e controladas "**observem condições estritamente comutativas, ou com pagamento compensatório adequado**".

Assim, não nos parece haver sentido, com toda a proteção já garantida em lei, em criar novos procedimentos que não foram nem previstos em nossa legislação, como, por exemplo, a criação de comitês especiais ou a imposição de que a operação seja decidida pela maioria dos acionistas minoritários, como pretende o referido parecer de orientação.

De forma oposta ao pensamento de Marcos Barbosa Pinto[146], entendemos que a concretização dos deveres fiduciários não deve ocorrer por meio de criação de novos procedimentos não estabelecidos em lei, pois, como bem advertiu Vicente Rao[147], "**ao exercer a função regulamentar, não deve, pois o Executivo criar direitos ou obrigações novas, que a lei não criou**; ampliar, restringir ou modificar direitos ou

---

[146] Memorando sobre a proposta do Parecer de Orientação CVM 35 "A segunda objeção parte de uma compreensão formalista dos deveres fiduciários dos administradores, incompatível com sua origem e natureza. Como se sabe, os deveres fiduciários dos administradores são padrões genéricos de conduta, que precisam ser concretizados conforme as circunstâncias em que são aplicados. No âmbito da incorporação de controladas, o melhor caminho para concretizar esses deveres é estabelecer procedimentos claros que proporcionem uma negociação independente entre as partes. Só assim daremos efeito, com o menor nível de intervenção possível, ao comando contido no art. 245 da Lei nº 6.404/76, ou seja, à exigência de que a relação de troca seja fixada de maneira eqüitativa".

[147] O direito e a vida dos direitos, v. 1, p. 308.

obrigações constantes de lei; ordenar ou proibir o que a lei não ordena nem proíbe; facultar ou vedar por modo diverso do estabelecido em lei; extinguir ou anular direitos ou obrigações que a lei conferiu; criar princípios novos ou diversos; alterar a forma que, segundo a lei, deve revestir um ato; atingir, alterando-o por qualquer modo, o texto ou o espírito da lei." (grifos nossos)

8.3 Incidência dos Deveres Fiduciários

Como visto anteriormente, o art. 264 da Lei das S.A., criou um regime especial para as operações de fusão, incorporação e incorporação de ações envolvendo a sociedade controladora e suas controladas ou sociedades sob controle comum, deixando claro que o controlador pode, via de regra, exercer seu direito de voto nessas operações.

Ainda, como acima estudado, a relação de troca das ações pode ser livremente negociada pelos administradores, segundo os critérios que lhes pareçam mais adequados.

Todavia, é pacífico que o regime especial previsto no art. 264 não afasta a aplicação dos arts. 153, 154, 155 e 245 da Lei das S.A., como demonstram diversos precedentes. Portanto, ao negociar uma operação de fusão, incorporação ou incorporação de ações, os administradores devem agir com diligência e lealdade à companhia que administram, zelando para que a relação de troca e demais condições do negócio observem condições estritamente comutativas.

O art. 154 da Lei das S.A., prevê que o administrador deve exercer suas funções "para lograr os fins e no interesse da companhia", sendo-lhe vedado faltar a esse dever "para a defesa dos interesses dos que o elegeram". Da mesma forma, o art. 155 determina que o administrador deve "lealdade à companhia" e não a terceiros. Portanto, os administradores das controladas devem negociar as operações de fusão, incorporação e incorporação de ações em benefício de todos os seus acionistas, e não apenas do controlador.

Já o art. 153 da lei disciplina a forma como os administradores devem buscar essa finalidade: com "o cuidado e diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração dos próprios negócios". Por conseguinte, os administradores das

controladas devem negociar as operações de fusão, incorporação e incorporação de ações com a mesma prudência, cautela e, sobretudo, empenho que negociariam uma operação similar envolvendo uma empresa da qual fossem os únicos proprietários.

Por fim, o art. 245 da Lei das S.A., determina que o administrador deve zelar para que as operações envolvendo sociedades coligadas, controladora ou controlada, "observem condições estritamente comutativas". Isso significa, no contexto das operações de fusão, incorporação e incorporação de ações, que os administradores devem negociar uma relação de troca de ações equitativa para os acionistas de ambas as companhias, refletindo o valor de cada uma delas e repartindo entre elas os potenciais ganhos obtidos com a operação.

A CVM entende que, para cumprir com seus deveres e alcançar os resultados esperados pela Lei das S.A., os administradores de companhias abertas devem instituir procedimentos e tomar todas as medidas necessárias para que a relação de troca e demais condições da operação sejam negociadas de maneira independente. Um processo de negociação independente tende a propiciar a comutatividade da operação e a demonstrar o cumprimento dos deveres fiduciários previstos em lei.

Nesse sentido, a CVM entende que os administradores das companhias abertas controladas ou, no caso de companhias sob controle comum, de ambas as companhias, devem adotar os procedimentos a seguir nas operações de que trata o art. 264 da Lei das S.A., a fim de dar concretude a esses deveres no contexto de uma incorporação de controlada.

8.4 Procedimentos

A CVM entende que os administradores das companhias abertas controladas ou, no caso de companhias sob controle comum, de ambas as companhias, devem adotar os seguintes procedimentos nas operações de que trata o art. 264 da Lei das S.A.:

i) a relação de troca e demais termos e condições da operação devem ser objeto de negociações efetivas entre as partes na operação;
ii) o início das negociações deve ser divulgado ao mercado imediatamente, como fato relevante, a menos que o interesse social exija que a operação seja mantida em

sigilo;

iii) os administradores devem buscar negociar a melhor relação de troca e os melhores termos e condições possíveis para os acionistas da companhia;

iv) os administradores devem obter todas as informações necessárias para desempenhar sua função;

v) os administradores devem ter tempo suficiente para desempenhar sua função;

vi) as deliberações e negociações devem ser devidamente documentadas, para posterior averiguação;

vii) os administradores devem considerar a necessidade ou conveniência de contratar assessores jurídicos e financeiros;

viii) os administradores devem se assegurar de que os assessores contratados sejam independentes em relação ao controlador e remunerados adequadamente, pela companhia;

ix) os trabalhos dos assessores contratados devem ser devidamente supervisionados;

x) eventuais avaliações produzidas pelos assessores devem ser devidamente fundamentadas e os respectivos critérios, especificados;

xi) os administradores devem considerar a possibilidade de adoção de formas alternativas para conclusão da operação, como ofertas de aquisição ou de permuta de ações;

xii) os administradores devem rejeitar a operação caso a relação de troca e os demais termos e condições propostos sejam insatisfatórios; e

xiii) a decisão final dos administradores sobre a matéria, depois de analisá-la com lealdade à companhia e com a diligência exigida pela lei, deve ser devidamente fundamentada e documentada;

xiv) todos os documentos que embasaram a decisão dos administradores devem ser colocados à disposição dos acionistas, na forma do art. 3º da Instrução CVM 319, de 3 de dezembro de 1999.

8.5 Recomendações

Além disso, seguindo a experiência internacional acerca da interpretação dos deveres fiduciários dos administradores, a CVM recomenda que:

ii) um **comitê especial independente** seja constituído para negociar a operação e submeter suas recomendações ao conselho de administração, observando as orientações contidas acima; ou

iii) a operação seja condicionada à **aprovação da maioria dos acionistas não-controladores**, inclusive os titulares de ações sem direito a voto ou com voto restrito.

(a) Comitê Especial

Na formação do comitê especial independente acima referido, a CVM recomenda a adoção de uma das seguintes alternativas:

i) comitê composto exclusivamente por administradores da companhia, em sua maioria independentes;

ii) comitê composto por não-administradores da companhia, todos independentes e com notória capacidade técnica, desde que o comitê esteja previsto no estatuto, para os fins do art. 160 da Lei das S.A.; ou

iii) comitê composto por: (a) um administrador escolhido pela maioria do conselho de administração; (b) um conselheiro eleito pelos acionistas não-controladores; e (c) um terceiro, administrador ou não, escolhido em conjunto pelos outros dois membros.

A independência dos membros do comitê especial não pode ser determinada de antemão, devendo ser examinada a cada caso. De qualquer modo, a CVM presumirá a independência, salvo demonstração em contrário, de pessoas que atendam à definição de "conselheiro independente" prevista no Regulamento do Novo Mercado da Bolsa de Valores de São Paulo[148].

No entanto, entendemos que a nossa Lei das S.A. não permite a delegação de poderes[149]. Não se vislumbra viabilidade jurídica na "transferência" a um comitê especial

---

[148] Não parece razoável, para o caso, a definição de "conselheiro independente" previsto no regulamento do Novo Mercado da BOVESPA, pois o "conselheiro independente" não pode ser diretor da companhia e é precisamente o diretor que tem competência legal para negociar com a outra sociedade os termos e condições do protocolo da operação.

[149] A representação ativa e passiva da companhia compete exclusivamente à diretoria, que é o órgão

independente das atribuições de negociação ou fiscalização, intrínsecas às funções executivas da diretoria ou às funções de supervisão e fiscalização do conselho de administração e do conselho fiscal.

Se houver interesse conflitante entre o diretor e a companhia, na operação, aquele não deverá intervir na mesma e deverá cientificar seus pares do impedimento (art. 156 da LSA). Mas isso não é motivo para afastar a diretoria da negociação do protocolo, que ainda será submetido ao conselho de administração, ao conselho fiscal, se em funcionamento, e à assembleia geral, para aprovação, não produzindo efeitos se não aprovado por esta, que possui competência privativa sobre a matéria, inclusive podendo modificá-lo.

Quanto ao conselho de administração, a mesma regra de interesse conflitante prevista no art. 156 da LSA incide no caso, não podendo participar da deliberação sobre a aprovação dos termos e condições da operação o conselheiro que estiver impedido. Idem quanto ao conselho fiscal, cujos membros submetem-se aos artigos 153 a 156 da LSA.

Por fim, o parecer não deixou claro se o comitê especial poderia, de forma fundamentada, entrar no **mérito** da decisão empresarial de incorporar, recomendando, por exemplo, a sua rejeição por completo, ou se o seu poder deveria cingir-se apenas aos valores das relações de troca. A CVM apenas esclarece em comunicado aprovado em 27.05.2009 que "o Parecer de Orientação 35/08 deixa claro que o comitê especial em questão deve ser constituído para '**negociar a operação**'. Como esta não é a primeira ocasião em que se faz referência à função do comitê de maneira restritiva, a CVM decidiu manifestar ao mercado seu entendimento de que a constituição de comitê especial para **mera confirmação de relação de troca previamente estabelecida desvirtua as finalidades de tal órgão**". (grifos nossos)

(b) Aprovação pela maioria dos não controladores

A alternativa de aprovação pela maioria dos não controladores não observa o

---

executivo da administração (competência privativa – art. 138, § 1º, LSA). O conselho de administração é órgão de deliberação colegiada, competindo-lhe fixar a orientação geral dos negócios da companhia e fiscalizar a gestão dos diretores (art. 142 da LSA). As atribuições e poderes conferidos à diretoria e ao conselho de administração não podem ser outorgados a outro órgão, criado por lei ou pelo estatuto. São, assim, indelegáveis (art. 139 LSA). O mesmo pode ser dito em relação ao conselho fiscal, que tem poderes para opinar sobre incorporação e fusão e cujas atribuições são indelegáveis (art. 163, III c/c § 5º).

princípio majoritário estampado na nossa Lei das S.A. A solução dada pelo legislador, a par de todo o conjunto dos deveres fiduciários dos administradores, dos conselheiros fiscais e dos deveres fundamentais do acionista controlador, foi proporcionar aos acionistas não-controladores o direito de retirada com base em relação de troca justa, se a relação de troca ofertada for menos favorável que a solução legal, embora possa estar amparada em sólida justificativa econômica e jurídica.

8.6 Aplicação e Efeitos do Parecer

A CVM entende que os procedimentos acima descritos são formas adequadas de dar cumprimento aos deveres fiduciários dos administradores previstos nos arts. 153, 154, 155 e 245 da Lei das S.A. Todavia, os procedimentos descritos neste parecer não são exclusivos nem exaustivos. No exercício de sua competência fiscalizadora e punitiva, a CVM poderá admitir a utilização de outros modos de cumprimento dos deveres legais.

Dessa forma, do mesmo modo que nos precedentes examinados nos Estados Unidos, a adoção dos referidos procedimentos, a princípio, não atrai o *business judgment rule*. Porém, entendemos que, seguindo o mesmo raciocínio daqueles precedentes, em caso de questionamento por acionista ou por terceiro, caberá a estes provar que a operação e a relação de troca não foi justa.

Agora, mesmo que os procedimentos não sejam adotados, não poderia haver por meio de um parecer de orientação a inversão do ônus da prova ao acionista controlador. Isto é, em nenhuma hipótese poderia caber ao demandado a prova de que a operação respeitou uma relação de troca justa e foi negociada em bases independentes. A inversão do ônus de prova é um ônus processual que não teria amparo legal para este tipo de situações.

Quanto à necessidade de adoção de referidos procedimentos, devemos observar que, se a companhia não os adotou, os administradores e controladores não poderão ser responsabilizados, se ficar demonstrado que não ocorreu qualquer tipo de dano efetivo aos acionistas minoritários.

Ainda, é importante destacar que a adoção dos referidos procedimentos, como, por exemplo, a adoção de um comitê especial para negociar as relações de troca, **deveria afastar qualquer impedimento quanto à possibilidade de os acionistas controladores votarem**. Entretanto, da análise do precedente referente à incorporação de ações da HFF Participações S.A. e da Sadia S.A. na BRF Brasil Foods S.A. (Processo CVM RJ 2009/4691), julgado em 11.08.2009, o colegiado da CVM, com base no art. 115, § 1º, da Lei das S.A., impediu os acionistas controladores de votarem na aprovação da operação, por entender que da negociação resultou a atribuição de benefício particular aos integrantes do grupo de controle de Sadia, em razão de serem atribuídos com relação de troca mais favorável que os demais acionistas minoritários da própria Sadia, mesmo tendo sido constituído comitês especiais para ratificarem a relação de troca da incorporação.

Além disso, o parecer não foi claro em algumas questões práticas, que certamente surgirão com a evolução das operações, como, por exemplo, sobre a aplicação do parecer nas seguintes situações: (i) **incorporação por companhia aberta de controlada fechada**; (ii) **incorporação de companhia fechada por controladora igualmente fechada, porém sendo ambas controladas por companhia aberta**; (iii) **conselho de administração das companhias envolvidas composto por maioria de conselheiros independentes**; (iv) **relação de troca definida por critérios objetivos, conforme estabelecido pelo próprio Parecer de Orientação CVM 34/06**; e (v) **incorporação de controlada sem relação de troca diversa para a controladora e os demais acionistas da incorporada**.

Importante observar que na aplicação deste parecer a CVM observará, quando cabível, o art. 2º, parágrafo único, XIII, da Lei 9.784, de 29 de janeiro de 1999, que veda a incidência retroativa de nova interpretação.

8.7 Revogação do Parecer de Orientação 34/06

Ao cuidar das operações de fusão, incorporação e incorporação de ações envolvendo sociedade controladora e suas controladas ou sociedades sob controle comum, o Parecer de Orientação 35/08 não caminha no sentido da proibição do direito de voto. Pelo contrário, o Parecer deixa claro que o controlador poderá votar nas deliberações que digam respeito a essas operações, estabelecendo um procedimento especial para aprovação dessa deliberação.

Ou seja, ao invés de excluir o controlador da deliberação, passando o poder de decisão aos não controladores, o Parecer procura garantir a equidade e a comutatividade da operação, por meio da adoção dos procedimentos acima indicados.

Dessa forma, a pergunta que deve ser feita é se o Parecer de Orientação 34 foi revogado pelo Parecer de Orientação 35/08 e se eles podem coexistir de forma totalmente harmônica.

A princípio, se adotados os procedimentos indicados no Parecer de Orientação 35/08, o Parecer de Orientação 34/06 deveria tornar-se incompatível. Por outro lado, se os procedimentos estabelecidos no Parecer de Orientação 35 não forem adotados, o Parecer de Orientação 34/06 torna-se aplicável, impedindo que o acionista controlador vote em operações de incorporação de controlada com relação de troca diferenciadas não justificadas por um critério objetivo.

8.8 Conclusão

Não parece prudente fazer uma interpretação extensiva da Lei das S.A. para adicionar controles que não se coadunam com o sistema da nossa lei societária e que criam exigências não previstas em lei.

O artigo 264 da LSA já foi alterado em duas reformas legislativas e a solução legal continua a ser o direito de retirada, sem prejuízo dos deveres fiduciários dos administradores, dos conselheiros fiscais e dos deveres fundamentais do acionista controlador. Além disso, a comutatividade da operação pode ser facilmente comprovada mediante a emissão de opiniões independentes, como as chamadas *fairness opinion*, sem que haja necessidade de adoção dos procedimentos adotados pelo referido parecer.

Enfim, a adoção obrigatória dos procedimentos indicados pelo Parecer de Orientação 35/08 pode acabar por (i) ampliar a possibilidade de práticas de *insider trading*, pelo fato de mais pessoas terem acesso a detalhes da operação, no momento de sua concepção; (ii) criar custos expressivos e desnecessários para as companhias envolvidas; e (iii) implicar atividades redundantes entre as atividades dos administradores e os membros do comitê.

TERCEIRO CAPÍTULO
INCORPORAÇÃO DE AÇÕES E A NECESSIDADE DE OFERTA PÚBLICA PARA AQUISIÇÃO DE AÇÕES (OPA)

1. INCORPORAÇÃO DE AÇÕES E O INSTITUTO DO *TAG ALONG*

1.1 Breve Histórico

O instituto do *tag along* (obrigação do adquirente do controle acionário de uma companhia aberta de fazer uma oferta pública para a compra das ações ordinárias em poder dos minoritários) sofreu diversas modificações na nossa legislação. A Lei 9.457, de 1997, conhecida como Lei Kandir, o revogou expressamente para facilitar o programa de privatização, permitindo que os adquirentes das empresas privatizáveis não tivessem que fazer esforço financeiro maior para adquiri-las.

Após o encerramento das privatizações, a Lei 10.303, de 2001, alterou a Lei 6.404/76 para incluir novamente o instituto do *tag along*, nos termos do novo artigo 254-A[150], estabelecendo um deságio de 20% entre o preço pago pelo adquirente para o controlador em relação ao pago minoritários ordinaristas e definindo a alienação de controle como a **transferência** de ações por meio da aquisição pelo comprador de controle.[151]

Assim, o instituto do *tag along* que hoje está contido no art. 254-A da Lei das S.A. significa que, no momento em que houver a alienação, seja direta ou indireta, do controle

---

[150] "Art. 254-A. A alienação, direta ou indireta, do controle de companhia aberta somente poderá ser contratada sob a condição, suspensiva ou resolutiva, de que o adquirente se obrigue a fazer oferta pública de aquisição das ações com direito a voto de propriedade dos demais acionistas da companhia, de modo a lhes assegurar o preço no mínimo igual a 80% (oitenta por cento) do valor pago por ação com direito a voto, integrante do bloco de controle. § 1º Entende-se como alienação de controle a **transferência**, de forma direta ou indireta, de ações integrantes do bloco de controle, de ações vinculadas a acordos de acionistas e de valores mobiliários conversíveis em ações com direito a voto, cessão de direitos de subscrição de ações e de outros títulos ou direitos relativos a valores mobiliários conversíveis em ações que venham a resultar na **alienação de controle acionário** da sociedade (...)" (grifos nossos).

[151] Nos termos do artigo 29, § 4º, da Instrução CVM 361, a alienação do controle se configura também quando ocorre alienação de valores mobiliários conversíveis em ações – debêntures conversíveis, cessão onerosa de direitos de subscrição realizada pelo acionista controlador ou por pessoa integrante do grupo de controle pelos quais um terceiro adquira o poder de controle da companhia. O § 5º dessa mesma instrução poderá impor a realização de uma oferta pública de ações por alienação de controle sempre que for verificado que houve uma **venda onerosa** do controle da companhia.

de companhia aberta, esta somente poderá ser contratada sob condição, suspensiva ou resolutiva, de modo que o adquirente se obrigue a fazer oferta pública de aquisição das ações com direito a voto de propriedade dos demais acionistas da companhia, permitindo-lhes adquirir as ações por um preço, no mínimo, igual a 80% do valor pago por ação com direito a voto, integrante do bloco de controle.

O objetivo desta parte do trabalho será avaliar e concluir se a operação de incorporação de ações envolvendo companhia aberta com a subsequente mudança de controle da incorporadora enseja a obrigação de realizar a oferta pública de aquisição de ações dos acionistas minoritários, nos termos do artigo 254-A da Lei das S.A[152].

1.2 Críticas à Operação

Têm surgido muitas críticas às operações de incorporações de ações de companhias abertas que implicam alteração do controle acionário de sociedades que participam da reorganização.

Quando a operação de incorporação de ações acarreta uma mudança de controle do quadro acionário da companhia incorporadora, os críticos têm aventado a necessidade de realização de uma oferta pública para aquisição das ações dos minoritários, nos termos do artigo 254-A. As razões que levam a essa linha de raciocínio podem ser assim resumidas: (i) há, de fato, uma mudança de controle das companhias; (ii) a Lei das S.A. regula a alienação de controle de companhia aberta; (iii) ao se utilizar o instituto da incorporação, seja de ações ou de companhia, com o real objetivo de alienar o controle da companhia, as finalidades deveriam ser respeitadas, gerando consequências idênticas, qual seja, a formulação de oferta aos minoritários da companhia adquirida; e (iv) houve uma verdadeira negociação com o antigo controlador das companhias e, por conseguinte, ninguém daria, sem contrapartida financeira, o controle societário de uma companhia aberta[153].

---

[152] Esta em análise o Projeto de Lei 5.263/09, do deputado Carlos Bezerra (PMDB-MT), que altera a Lei das S.A. para considerar a incorporação de uma empresa por outra, por meio da troca de ações, como uma forma de alienação do controle de companhias abertas.

[153] Nesse sentido, "Os analistas reiteram que a empresa 'dormiu na sexta-feira com um controlador e acordou na segunda-feira com outro', o que configura mudança de controle. A frase foi citada, inicialmente, por um minoritário na teleconferência da Gafisa e da Tenda com analistas e investidores para explicar a operação. A Tenda vai incorporar a Fit Residencial, empresa de baixa renda da Gafisa, e a Gafisa passará a ter 60% da

Os críticos alegam ainda que com a utilização da incorporação de ações uma nova estratégia foi engendrada para evitar o pagamento indesejável do *tag along*[154], insistindo que a operação (i) não é ética; (ii) fere o espírito da lei; e (iii) é um ato unilateral, deixando ao minoritário a única opção de vender as ações em bolsa[155].

1.3 Legalidade da Operação; Negócio Jurídico Típico

É inquestionável o direito que empresários e investidores têm de buscar a melhor estrutura de negócio que, sem prejudicar os direitos dos investidores, lhes possibilite alcançar as finalidades que desejam alcançar.

Quem determina a vontade da sociedade por ações é o acionista, ou o grupo deles, que detém a maioria de seu capital votante. Cabe ao acionista majoritário, portanto, à vista do interesse da companhia, definir a estrutura a ser adotada em uma operação que, no seu entendimento, sirva para desenvolver a empresa, tornando-a apta a superar suas dificuldades momentâneas e até mesmo a alcançar melhores condições para enfrentar a concorrência.

---

empresa formada por Tenda e Fit."

[154] Segundo um desses críticos, Leslie Amendolara: "O modelo, em princípio, é bastante simples: utiliza a incorporação da empresa por meio da troca de ações do acionista controlador por ações de uma empresa do comprador, que se torna o novo controlador. O segredo do negócio está em que não há alienação de ações, pois a legislação não considera, de maneira clara, como alienação de controle a incorporação de ações dos controladores em uma empresa dos adquirentes. (...) **Assim, a estratégia é legal, sem dúvida, mas não é ética e fere o espírito da lei, porque o tag along é uma forma de fazer justiça ao acionista minoritário**, que contribuiu com seus recursos para permitir o ganho de valores das ações da empresa, tornando-o credor para participar do resultado por ocasião de sua venda, ainda que com deságio de 20%. Outra razão importante é que a mudança de controle, **quando é um ato unilateral, deixa o minoritário que porventura não queira ser acionista de uma empresa comandada por outro grupo com a única opção de vender as ações em bolsa, se tiverem liquidez, em geral por um preço inferior ao que receberia pelo tag along**" (grifos nossos) (*Jornal Valor Econômico*, Legislação & Tributos, publicado em 2 de junho 2009).

[155] Em contrapartida, os favoráveis a operação, como Luiz Leonardo Cantidiano alegam que não há qualquer tipo de proibição legal de realizar a operação de incorporação de ações sem o pagamento de *tag along*. "(...) Os críticos não podem pretender que os empresários e os investidores – que desejam preservar as empresas nas quais participam, ou nas quais desejam investir recursos novos – sejam obrigados a realizar operações privadas de aquisição do bloco de controle de uma companhia aberta quando a realidade do mercado lhes oferece alternativas diversas para atingir os objetivos que eles pretendem obter. (...) Naquelas situações em que o controlador de companhia aberta identificar, seja por que razão for, a oportunidade de realizar uma transação que envolva a reestruturação da companhia que comanda, e decidir realizá-la através de uma incorporação (ou incorporação de ações) que resulte em uma modificação do controle de uma das companhias, é inquestionável que ele não pode ficar impedido de concretizar a operação que melhor atenda os interesses sociais pelo fato de, assim fazendo, frustrar o desejo que tem o minoritário de ser destinatário de uma OPA" (*Jornal Valor Econômico*, Legislação & Tributos, 25 de junho de 2009).

Quando o acionista define a estrutura de incorporação de ações para uma determinada operação e há uma mudança de controle da sociedade incorporadora, não ocorre uma alienação de controle e sim uma **diluição de participação acionária** dos atuais acionistas controladores[156].

É sabido que nem toda troca de controle enseja a obrigatoriedade de realização da OPA prevista no art. 254-A da Lei 6.404/76, como, por exemplo, nos casos de **aquisição originária de controle**, em que há um novo controlador, porém não há um alienante, e, portanto, não há alienação de controle[157].

São três os elementos fundamentais para que se caracterize a alienação do controle acionário, para os efeitos do art. 254-A da Lei das S.A., quais sejam: "que da operação, em seu conjunto, resulte no aparecimento de um **terceiro** como novo acionista controlador", que a transferência do controle, qualquer que seja a sua modalidade, apresente caráter

---

[156] Como bem demonstrado por Mauro Rodrigues Penteado: "Por via de conseqüência, a operação, que é um negócio jurídico-societário típico, não pode ser qualificado como 'alienação, oneração ou transferência' das ações detidas pela empresa A no capital social da companhia B, pois o que decorre do disposto no artigo 252 da Lei das S/A é a extinção das ações da incorporadora detidas por seus acionistas, inclusive as de propriedade da empresa A, que, em contrapartida, receberão diretamente da companhia B as ações emitidas em virtude do aumento de capital legalmente exigido para concretização do procedimento. Diante disso, a modificação de participações acionárias é, assim, típica e co-essencial ao regime jurídico de incorporação de ações para constituição de subsidiária integral, tal como previsto no artigo 252 da Lei das S.A. **A impropriamente chamada 'diluição' (rectius: nova participação decorrente do aumento de capital legalmente exigido para concretização da operação), não pode ser enquadrada, juridicamente, nos conceitos de 'alienação, oneração ou transferência'**, constante do art. 12, alínea 'iv', do Estatuto da companhia A. Pelos mesmos motivos, a **incorporação de ações para a constituição de subsidiária integral – operação societária típica, repita-se – além de não configurar 'alienação de ações', não importa, também em 'alienação de controle**' (...)" (grifos nossos) (Reorganização operacional e societária. Ação Declaratória de Nulidade de Deliberações do Conselho de Administração de S/A. Suposto Conflito de Interesses, p. 259).

[157] De acordo com Adriana Josuá: "De fato, deve ser excluída a hipótese de alienação de controle no caso de aquisição originária de controle, pois não haverá transferência do direito ou situação jurídica de controle" (Revista de Direito Mercantil 126/148). É o que esclarece José Luiz Bulhões Pedreira: "A perda do poder de controle é – tal como sua aquisição ou transferência – modificação de situação de fato que pode ocorrer independentemente de negócio jurídico de transmissão de ações: o acionista que controla a companhia com menos da metade das ações com direito de voto (porque as demais ações são possuídas por diversos acionistas) pode tornar-se acionista minoritário se outros acionistas formam originariamente novo bloco de controle mediante acordo de acionistas ou concentração de suas ações no patrimônio de uma única pessoa (natural ou jurídica)" (Alfredo Lamy Filho; José Luiz Bulhões Pedreira, *A Lei das S.A.*, v. 2. p. 621). Ainda, importante mencionar o Processo Administrativo RJ-2007-14099, referente ao pedido de dispensa de realização de oferta pública âmbito do processo de aquisição do controle do ABN Amro Holding N.V. O Colegiado da CVM manifestou-se no sentido de que a alienação do controle expressa no art. 254-A, seja ela direta ou indireta, pressupõe a existência de um acionista ou grupo de acionistas que, efetivamente, detenham e exerçam o poder de controle da companhia emissora das ações de sua titularidade, possibilitando, assim, a transferência onerosa desse poder a outro acionista ou a terceiro, que se tornará então o novo acionista controlador. De tal modo, a CVM concluiu que como no caso analisado não ocorreu a transferência onerosa do poder de controle, mas sim ocorreu a formação de um novo bloco de controle, dispensada foi a obrigação de realização de oferta pública de ações por aquisição de controle.

oneroso e "que tenha ocorrido a **transferência** da totalidade ou parte de ações pertencentes ao antigo controlador, ou de direitos derivados de tais ações".

Na incorporação de ações não estariam presentes, portanto, dois elementos essenciais à incidência do art. 254-A: "a **transferência** de valores mobiliários ou direitos sobre o mesmo" e "**onerosidade**". O direito de *tag along* somente se justifica como forma de estender aos minoritários parte do prêmio de controle recebido pelo controlador, por isso a onerosidade da transferência é elemento essencial à obrigatoriedade de realização de OPA por alienação de controle.

Na incorporação de ações, o controlador da incorporadora não aliena para o acionista da incorporada qualquer ação ou direito derivado de tais ações. Todas as ações do controlador da incorporadora permanecerão registradas em seu nome. A eventual redução de sua participação não decorre de transferência de ações, mas constitui consequência inevitável da incorporação, em razão da atribuição de novas ações de emissão da incorporadora para os acionistas da incorporada.

Note-se que as operações de incorporações de ações pressupõem necessariamente a atribuição de novas ações de emissão da incorporadora aos acionistas da incorporada, aos quais são emitidas sem direito de preferência para os antigos sócios da incorporadora, o que seria diferente caso tivesse havido cessão dos direitos de subscrição.

Ainda, o negócio jurídico de incorporação de ações não será oneroso para o controlador da incorporadora, vez que este não auferirá qualquer vantagem patrimonial direta em virtude da incorporação que resultará na mudança do controle acionário da incorporadora.

Este entendimento inclusive foi o que prosperou na CVM na operação de consolidação de ativos entre Petrobras e Unipar em que, após operação de incorporação, a Unipar passou a ser controladora indireta da Suzano Petroquímica S.A., sendo que, antes da dita incorporação, o mencionado controle era detido pela Petrobras, conforme examinado no capítulo referente aos precedentes (Processo RJ-2008-4156).

O Colegiado, neste caso, deliberou, por maioria, vencido o Diretor Relator Sergio Weguelin, acolher o recurso apresentado, por entender que não houve alienação de controle de companhia aberta, conforme conceito previsto no § 1º do art. 254-A da Lei 6.404/76, concluindo que (i) a incorporação não equivale a uma alienação de controle; (ii) a Lei das S.A. afasta qualquer dúvida, pois trata dessas operações por meio dispositivos distintos; (iii) na incorporação, todos os acionistas devem, via de regra, receber o mesmo valor pelas suas ações; (iv) para que a oferta seja obrigatória, é preciso que o controle passe das mãos de um controlador para outro, isto é, que ocorra uma transferência de ações.

1.4 Abuso de Direito

De acordo com o artigo 187 do Código Civil, comete ato ilícito o titular de um direito que o exerce de maneira abusiva, ou seja, excedendo "os limites impostos pelo seu fim econômico ou social, pela boa-fé ou pelos bons costumes"[158].

Como bem expôs Rui Stocco[159]: "O indivíduo para exercitar o direito que lhe foi outorgado ou posto à disposição deve conter-se dentro de uma limitação ética, além da qual desborda o lícito para o ilícito e do exercício regular para o exercício abusivo. Como se impõe a noção do que nosso direito termina onde se inicia o direito do próximo, confirma-se a necessidade de prevalência da teoria da relatividade dos direitos subjetivos, impondo-se fazer uso dessa prerrogativa apenas para satisfação de interesse próprio ou defesa de prerrogativa que lhe foi assegurada e não com objetivo único de obter vantagem indevida ou de prejudicar outrem, através da simulação, da fraude ou da má-fé".

Assim, o abuso do direito ocorre porque o indivíduo abusou do exercício de uma faculdade que lhe cabia. Como bem elencou Humberto Theodoro Júnior[160], os seguintes requisitos são necessários para caracterizar-se o exercício abusivo de um direito como ato ilícito: (i) conduta humana; (ii) existência de um direito subjetivo; (iii) exercício desse direito de forma emulativa (ou, pelos menos, culposa); (iv) dano para outrem; (v) ofensa

---

[158] Para Marcel Planiol, a expressão "abuso de direito" representaria um *contradictio in adjectio*, já que o direto cessa onde o abuso começa, não sendo possível que um ato possa ser a um só tempo, conforme e contrário ao direito (*Traité élémentaire de droit civil*, v. II, n. 870).
[159] Abuso de direito e má-fé processual, p. 59.
[160] Comentários ao Novo Código Civil, vol. III, tomo II, p. 119.

aos bons costumes e à boa-fé; ou (vi) prática em desacordo com o fim social ou econômico do direito subjetivo.

No direito societário, o instituto do abuso do direito estabelecido no Código Civil tem a função de proteger o interesse social da companhia, para que ela possa realizar o seu objeto e cumprir o seu fim social, com deveres e responsabilidades para com os demais acionistas, trabalhadores na empresa e a comunidade onde esta se insere (artigo 116 da Lei das S.A.). Seriam, por exemplo, consideradas exercício abusivo do direito as transações praticadas com a finalidade predominante de prejudicar os acionistas minoritários, em detrimento do interesse e função social da companhia.

Para descaracterizar o negócio em razão do exercício abusivo do direito, deve-se considerar não apenas a falta de propósito mercantil da operação ou a distorção do perfil objetivo do negócio, mas também qualquer motivo que fuja ao interesse social, por exemplo, impossibilitar o exercício do *tag along*, prejudicar os minoritários etc. Como se sabe, o acionista, ainda que não controlador, está legalmente obrigado a exercer seu direito de voto no interesse da companhia, considerando-se "abusivo o voto exercido com o fim de causar dano à companhia ou a outros acionistas, ou de obter, para si ou para outrem, vantagem a que não faz jus e de que resulte ou possa resultar prejuízo pra a companhia ou para outros acionistas" (art. 115 da Lei das S.A.).

Assim, em uma operação de incorporação típica com finalidade empresarial clara, não há que se falar em abuso de direito para impor-se a necessidade de realização de oferta por alienação de controle prevista no art. 254-A da Lei das S.A. Em operações de incorporações de ações em que o controlador busca efetivamente a formação de uma subsidiária integral para adquirir as sinergias entre as companhias, a sua licitude é inquestionável.

1.5 Simulação

O fenômeno jurídico da simulação ocorre quando as partes, agindo conscientemente, pactuam em dar ao negócio jurídico uma aparência diversa da realidade,

visando a produzir um efeito diverso do indicado[161].

Segundo Pontes de Miranda[162]: "simular vem de *simul*, advérbio, com o sentido de fingir ser, ou de se aparentar o que não se é, ao passo que semelhar, semelhança, assimilar, deriva de *similis*, adjetivo. Alguém, que se assemelha a outrem, nada faz para isso: a relação entre os dois é objetiva. Quem simula, ou quem dissimula, faz por aparentar, ou por encobrir."

Luiz da Cunha Gonçalves[163] diz que "na simulação verifica-se um propositado desencontro entre a vontade real e a vontade declarada, tendo esta por fim a realização daquela, mas sem o conhecimento de terceiros ou das autoridades e oficiais públicos, que intervêm no ato ostensivo". Clovis Beviláqua[164] esclarece que "simulação é uma declaração enganosa da vontade, visando produzir efeito diverso do ostensivamente indicado".

A operação de incorporação de ações não pode ser considerada uma simulação, quando presente o seu caráter de "otimização empresarial". No momento em que se verificar que a vontade das partes não era ter uma integração empresarial entre as companhias e sim evitar o pagamento do *tag along*, o caráter simulatório da operação poderá ser questionado.

1.6 Negócio Indireto

Outra questão relevante diz respeito à possibilidade de caracterizar a operação como um negócio indireto.

No negócio indireto, o resultado final buscado pelas partes discrepa do resultado jurídico normal do negócio adotado.

---

[161] De acordo com o artigo 167 do Código Civil: "É nulo o negócio jurídico simulado, mas subsistirá o que se dissimulou, se válido for na substância e na forma. § 1º Haverá simulação nos negócios jurídicos quando: **I – aparentarem conferir ou transmitir direitos a pessoas diversas daquelas às quais realmente se conferem, ou transmitem; II – contiverem declaração, confissão, condição ou cláusula não verdadeira**; III – os instrumentos particulares forem antedatados, ou pós-datados. § 2º Ressalvam-se os direitos de terceiros de boa-fé em face dos contraentes do negócio jurídico simulado" (grifos nossos).
[162] Tratado de Direito Privado, tomo 4, p. 373.
[163] Tratado de direito civil em comentário ao Código Civil português, v. 5, t. 2., p. 851.
[164] Código Civil dos Estados Unidos do Brasil comentado, p. 283.

Tullio Ascarelli[165] assim define o negócio indireto: "É muito freqüente encontrar, nos vários sistemas jurídicos, negócios indiretos; as partes recorrer 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 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 feita por acaso: tem explicação no intuito de se sujeitarem as partes, não somente à forma, mas também à disciplina do negócio adotado."

Ao praticarem o negócio indireto, as partes se utilizam dos meios jurídicos postos à sua disposição para alcançar outro resultado, de forma que o direito acompanhe o dinamismo da sociedade, por meio da criação de formas negociais que superem as rígidas formalidades e exigências legais, sem, contudo, violar-se o conteúdo da lei. Assim, o surgimento do negócio jurídico indireto ocorre quando o ordenamento jurídico não oferece tipos mais adequados à autonomia privada, induzindo os particulares a usar os velhos institutos para realizar novas funções.

O negócio jurídico não se confunde com a simulação, uma vez que no primeiro o negócio preenche a sua função típica – ainda que isso seja secundário à sua forma e à sua disciplina, ao passo que no segundo as partes afastam a função típica e a disciplina do negócio por meio do acordo simulatório. No negócio jurídico indireto, não há negócio dissimulado, mas apenas o negócio jurídico verdadeiro, que pode ser lícito ou não, dependendo do resultado buscado pelas partes, o que nos leva à discussão do instituto da fraude à lei[166].

---

[165] Problemas das Sociedades Anônimas e Direito Comparado, p. 103.

[166] Conforme ensina 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" (*Problemas das sociedades anônimas e direito comparado*, p. 112).

1.7 Fraude à Lei

Conforme conceito da doutrina, fraude à lei seria uma violação indireta da lei, infringindo seu espírito. Trata-se, portanto, de uma violação oculta e indireta, ao contrário do ato *contra legem*, que infringe diretamente o preceito legal, contrariando, assim, as palavras da lei.

Assim, para que fique configurada a fraude à lei, (i) o resultado obtido intencionalmente pelas partes por meio do negócio jurídico é vedado por uma norma proibitiva; ou (ii) o negócio jurídico foi utilizado intencionalmente pelas partes para se furtar ao resultado prescrito por norma preceptiva, com o fim de se subtrair à sua aplicação.

Ou seja, a fraude à lei pressupõe (i) a intenção de atingir um resultado ilícito; (ii) a existência de uma norma proibitiva, impedindo as partes de realizar um ato para atingir uma finalidade; ou (iii) existência de uma norma preceptiva, que as ordena a realizar um ato para obter certo resultado. Dessa forma, a fraude à lei ocorreria no momento em que se realiza um determinado negócio jurídico, buscando normas ou lacunas que permitam obter o mesmo resultado, sem incidir na hipótese legal da norma proibitiva ou preceptiva.

Em operações de incorporação de ações, não há que se falar em fraude à lei. Em primeiro lugar não há nenhuma norma proibindo a realização de uma incorporação de ações para fins de concentração empresarial e em segundo lugar a lei não impõe a realização de uma oferta pública para a realização da referida operação. Entretanto, em caso de incorporações de fachada, utilizando-se sociedades holdings sem ativos operacionais e pagamentos em dinheiro disfarçados, a disciplina da fraude à lei poderá ser aplicada, inclusive exigindo-se a realização de uma oferta pública.

Assim, a interpretação de distinção entre os institutos de alienação de controle e de incorporação não afasta o regime da fraude à lei, previsto no art. 166, VI[167], do Código Civil e aplicável a todos os negócios jurídicos.

---

[167] De acordo com o artigo 166 do Código Civil: "É nulo o negócio jurídico quando: (...) **VI – tiver por objetivo fraudar lei imperativa"** (grifos nossos).

1.8 Posição da CVM

A Comissão de Valores Mobiliários, em duas recentes ocasiões, decidiu pela inaplicabilidade do art. 254-A da Lei das S.A. às operações de incorporação, ainda que delas resulte mudança de controle de companhia aberta.

A primeira decisão foi proferida pelo Colegiado da autarquia, em junho de 2008, no caso da associação entre Petrobras e Unipar que alterou o controle da Suzano Petroquímica (Proc. RJ 2008/4156), conforme acima mencionado, tendo servido de fundamento para a segunda manifestação, esta da Superintendência de Registro (SRE), divulgada em outubro de 2008, a respeito das operações Datasul/Tovts, Tenda/Gafisa e Company/Brascan (Memo/SER/GER-1 214/08).

A CVM divulgou no dia 06.10.2008 entendimento da Superintendência de Registro de Valores Mobiliários (SRE) sobre a não-obrigatoriedade de realização de oferta pública de aquisição de ações de emissão da Construtora Tenda S.A., Datasul S.A. e Company S.A., seja por força do art. 254-A da Lei 6.404/76 ou por definição em cláusula estatutária, no momento das incorporações anunciadas em agosto e setembro de 2008.

O entendimento da SRE se baseia no fato de que, a despeito da diluição sofrida, não houve transferência de valores mobiliários dos antigos para os novos controladores. Com relação às definições em cláusulas estatutárias, ou seja, o conteúdo dos estatutos sociais das companhias, com suas cláusulas de proteção à dispersão acionária e ao controle difuso (ainda que não seja o caso de todas as companhias envolvidas), nos estatutos analisados está expressamente excluída a obrigatoriedade de realizar OPA quando se trata de operação de incorporação ou de subscrição em emissão primária de ações.

2. INCORPORAÇÃO DE AÇÕES E O FECHAMENTO DE CAPITAL

2.1 Incorporação de ações de companhia aberta por companhia aberta

Como se verá no capítulo relativo aos precedentes da CVM, houve a discussão sobre se a incorporação de uma companhia aberta mesmo que por outra companhia aberta não deveria prescindir da realização de uma oferta pública para cancelamento de registro

de companhia por caracterizar-se, na sua essência, como um fechamento de capital, mesmo sabendo-se que os minoritários receberiam ações de companhia também negociadas no mercado, revestidas de liquidez eventualmente maior que anteriormente possuíam.

Antes de mais nada deve-se observar que a operação de incorporação de ações é de todo diversa do fechamento de capital e com objetivos totalmente diferentes. A incorporação tem como finalidade unificar as companhias mediante a consolidação de todos os corpos acionários em uma única sociedade, de forma que ela possa aproveitar de maior eficiência e sinergia.

Ao analisar o Processo 2000/6114 (BR/Petrobras), o Colegiado da CVM determinou que, para atingir o objetivo de incorporar a totalidade das ações de sua controlada, a incorporadora deveria previamente realizar oferta pública de compra da totalidade das ações em circulação no mercado, de emissão da incorporadora, pois, na opinião deles, seria a única forma de se **aferir a legitimidade da relação de troca de ações de controladas por ações da controladora**. Deve-se notar, entretanto, que, na época da decisão, a redação do artigo 264 da Lei das S.A. tratava apenas da hipótese de incorporação de sociedade controlada por sua controladora, não a estendendo à operação de incorporação de ações de emissão de companhia controlada.

Com a alteração introduzida pela Lei 10.303/2001, que deu nova redação ao § 4º do artigo 264 da Lei das S.A., estendeu-se a aplicação das normas previstas no artigo em foco à incorporação de ações de companhia controlada ou controladora. Dessa forma, a CVM reformou o seu entendimento e ao julgar o Processo RJ/2001/11663 (Serrana/Bunge) o Colegiado se manifestou sobre a **ausência de fundamentação legal para a exigência de realização de oferta pública como condição de validade da operação de incorporação de ações**, considerando totalmente distintos os procedimentos de adesão a uma oferta pública e manifestação do acionista em uma assembleia. O Colegiado entendeu que o legislador deu tratamento específico à operação e determinou que o remédio jurídico para os acionistas que dissentissem da deliberação seria o recesso. O fato de a incorporação da totalidade das ações ensejar, por via oblíqua, o fechamento do capital não atrai, necessariamente, as regras que disciplinam o cancelamento, vez que o legislador previu regimes distintos para as referidas hipóteses.

No mesmo sentido, no caso Ultrapar/Ipiranga, em decisão de agravo de instrumento (546.024-4/6 e 548.565-4/9, 10ª Câm. de Direito Privado – TJSP – j. 11.03.2008, rel. Des. Galdino Toledo Junior), não foi exigida a realização de oferta pública como requisito para deliberar a respeito da operação de incorporação de ações. Como bem explicou Modesto Carvalhosa[168] em parecer acostado aos autos, não há qualquer fundamento em exigir a realização de oferta pública, pois na incorporação de ações o *way out* já é estabelecido pela própria Lei das S.A. ao admitir o direito de recesso dos minoritários dissidentes da operação, tanto da companhia incorporadora como da companhia incorporada.

Na mesma linha de raciocínio, embora tratando de um julgamento de incorporação de ações de companhia fechada por uma aberta (caso Fosfértil/Bunge, Processo CVM RJ 2007/3453), o Diretor Pedro Oliva Marcilio de Souza enfatizou a desnecessidade de prévia realização de oferta pública de cancelamento de registro, pois a própria Lei das S.A. havia criado o seu padrão de equidade (relação de substituição ou recesso baseado no valor do patrimônio líquido a preço de mercado), não cabendo à doutrina ou à CVM criar um regime alternativo.

Dessa forma, considerando que os minoritários continuarão a ser titulares de ações negociadas em bolsa de valores e que a lei não faz qualquer referência à realização de prévia oferta pública, garantindo inclusive aos minoritários a saída por meio de recesso, não há qualquer fundamento para aplicar as regras de fechamento de capital à operação de incorporação de ações de companhia aberta por outra companhia aberta.

2.2 Incorporações de ações de companhia aberta por uma fechada

(a) Necessidade de prévia realização de Oferta Pública

Diferentemente dos casos acima mencionados (BR/Petrobras), (Serrana/Bunge), (Ultrapar/Ipiranga), em que a sociedade incorporadora estava registrada como companhia aberta, uma das questões recorrentes é sobre se uma incorporação de ações de companhia aberta por uma companhia fechada precisa ser precedida de oferta pública para aquisição de ações de sua emissão para cancelamento de seu registro como companhia aberta.

---

[168] Revista de Direito Bancário, 2008, 40, p. 166.

Em outras palavras, a dúvida consiste em saber se o fato de a incorporação da totalidade das ações de uma determinada sociedade implicar, indiretamente, o cancelamento do seu registro como companhia aberta não atrairia necessariamente para si as regras que disciplinam o cancelamento de registro.

Ora, alguns poderiam alegar que os investidores, quando adquiriram ações de determinada companhia aberta, o fizeram com a convicção de que poderiam negociá-las no mercado e obterem liquidez[169]. Será que a incorporação de suas ações não deveria seguir, portanto, as regras de cancelamento de registro? Não deveria ser dada, como ocorre no cancelamento de registro, uma proteção aos acionistas minoritários consistente na opção de venda por um preço conveniente (justo[170]) ou a outorga de pelo menos um mecanismo que possibilite uma minoria acionária substancial (1/3 das ações em circulação) impedir a operação[171]?

Na OPA para cancelamento de registro de companhia aberta, a decisão majoritária do acionista controlador pode ser obstada pelo veto de 2/3 dos acionistas titulares das ações

---

[169] Modesto Carvalhosa e Nelson Eizirik assim se manifestaram quanto à proteção dos acionistas no cancelamento de registro de companhia aberta: "Os investidores ao adquirir ações de emissão de determinada companhia aberta, fazem-no com a convicção de que poderão negociá-las posteriormente no mercado (liquidez), bem como de que a companhia divulgará as informações necessárias à tomada de decisão quanto à conveniência de manter ou não seu investimento (disclosure). Em princípio, nenhum investidor consciente se disporia a aplicar recursos no mercado acionário caso o cancelamento de registro de companhia aberta ficasse submetido apenas à decisão discricionária dos administradores ou dos acionistas controladores da sociedade, sem que lhe fosse assegurado o direito de desfazer-se das ações. Com efeito, a aquisição de ações de companhia aberta é justificada, sobretudo, pelo atributo da liquidez de tais valores mobiliários. Nesse sentido, a Nota Explicativa CVM 8, de 18.08.78, que tratava da Instrução CVM 3/78, primeiro ato normativo editado pela CVM para regular o fechamento de capital de companhias abertas, estabelecia que: 'toda a companhia aberta em algum momento captou parcela da poupança popular, utilizando o mecanismo de mercado, posto à sua disposição pelo Estado. O investidor ao aplicar a sua poupança na companhia tem a expectativa de que os valores mobiliários por ele recebidos terão negociabilidade no mercado e que a companhia divulgará ao público todas as informações necessárias sobre seu investimento seja qual for o seu valor. Esta expectativa do investidor não pode ser revertida por simples vontade dos acionistas controladores ou pelos próprios administradores da companhia. É necessário que os acionistas minoritários fiquem protegidos através da opção de vender as suas ações por um preço conveniente ou por mecanismo que dê a uma minoria acionária substancial o poder de impedir o cancelamento de registro'" (*A Nova Lei das Sociedades Anônimas*, p. 46).

[170] Nos termos do artigo 4º da Lei das S.A., para a determinação do preço justo, o preço deve ser ao menos igual ao valor da avaliação da companhia, apurado com base nos critérios, adotados de forma isolada ou combinada, de patrimônio liquido 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 CVM.

[171] Na OPA para cancelamento de registro de companhia aberta, a decisão majoritária do acionista controlador pode ser obstada pelo veto de 1/3 dos acionistas titulares das ações em circulação, enquanto que na incorporação de ações, a decisão de tornar uma companhia aberta, subsidiária integral da incorporadora, a qual pode ser aberta ou fechada é tomada pelo voto majoritário dos seus controladores, sem o concurso da vontade do acionista minoritário, investidor da sociedade a ser incorporada. Assim, não pode este desaprovar, se for o caso, o fechamento de capital dessa sociedade.

em circulação, além de ser obrigatória a observância dos parâmetros estabelecidos em lei para a determinação de preço justo da ação a ser adquirida pelo controlador. Na incorporação de ações, a decisão de uma companhia aberta se tornar uma subsidiária integral de uma companhia fechada é tomada pelo voto majoritário dos seus controladores, sem a anuência do acionista minoritário. Assim, os críticos alegam que o acionista minoritário não pode desaprovar o fechamento de capital de sua companhia, devendo por isso ser a operação precedida de oferta pública.

Mais ainda, esse tipo de operação não poderia ser caracterizado como um negócio jurídico indireto?

O princípio da analogia, entretanto, não deve ser aplicado nesta hipótese em comento. Como se sabe a analogia deve ser aplicada somente no caso de omissão legal, o que não ocorre na hipótese da operação de incorporação de ações, que é expressamente regulada na lei de sociedade por ações por normas específicas, dispondo de um regime próprio com vista, precisamente, à defesa dos minoritários[172].

Sobre o tema, Francisco Costa e Silva e Carlos Martins Neto[173] se manifestaram pela utilização do instituto da incorporação de ações como forma de burlar a exigência legal de OPA para fechamento de capital. Ressaltam que, na operação de incorporação de

---

[172] Como bem demonstra Luis Gastão Paes de Barros Leães: "3.7. Ora, a incorporação de ações é hipótese expressamente regulada na lei de sociedade por ações por normas específicas, dispondo de um regime próprio com vista, precisamente, à defesa dos minoritários (capítulo XX, seção V, art. 252). Não há, portanto, um vazio no texto legal em relação à hipótese em tela. Por outro lado, o fato de a incorporação da totalidade das ações de uma sociedade implicar, indiretamente no cancelamento do seu registro como companhia aberta não atrai, necessariamente, para si as regras que disciplinam o cancelamento. Pois se o próprio legislador previu regimes específicos para as duas hipóteses cogitadas, e não fez nenhuma aproximação entre ambas, é porque as queria tratar de maneiras diferentes. (...) Com efeito, na OPA para cancelamento de registro, realizada como condição do fechamento do capital da companhia aberta, o objetivo é assegurar aos minoritários o direito de se desfazerem de suas ações, por preço justo, antes que elas sejam privadas da liquidez de mercado. Na incorporação da totalidade das ações de uma companhia aberta, para convertê-la em subsidiária integral, os minoritários são privados de suas ações, por deliberação majoritária, não prevendo a lei a formulação a priori de uma oferta pública obrigatória, como modo de lhes assegurar a negociabilidade, antes da ocorrência do evento societário. Na realidade, a lei cogita de outro mecanismo, que lhes garante igualmente o pagamento do 'preço justo' por suas ações, mediante o reembolso a preço de mercado (ou outro preço alternativo), fixado através de uma equânime relação de troca de ações (art. 264§ 3º), como adiante se verá" (*Incorporação de ações de companhia aberta controlada*. Pareceres, vol. II, p. 1411).

[173] "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 pública aos acionistas minoritários com o pagamento do preço justo, observando-se o procedimento estabelecido no art. 4º-A, daquele diploma legal**" (grifos nossos) (A utilização do instituto da incorporação de ações como forma de burlar a exigência legal de OPA para fechamento de capital, p. 3-45).

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"[174].

Calixto Salomão Filho partilha do mesmo raciocínio, entendendo que a incorporação de ações de companhia aberta por fechada seria um negócio jurídico indireto, devendo ser aplicado o regramento referente a cancelamento de registro estabelecido no artigo 4º, § 4º, da Lei das S.A.[175].

Note-se que, entre os requisitos prévios à operação, não há, na lei societária, qualquer menção à realização de uma prévia oferta pública aos acionistas da sociedade cujas ações serão incorporadas, como condição de eficácia desse negócio jurídico. De acordo o princípio da legalidade, a administração pública só pode fazer o que a lei expressamente lhe permite, de modo que não pode estabelecer novas exigências para a realização de negócios que não estejam antecipadamente previstas em lei[176].

---

[174] Anteriormente, Marília Camacho e Bárbara Makant, abordaram, pela mesma ótica, a questão: "As obrigações legais e regulamentares acima assinaladas representam ônus operacionais para acionistas controladores e empresas controladas 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 de registro de companhia aberta, isto é, o fechamento do seu capital, sem os ônus que lhes incumbem, encontram na utilização da incorporação de ações um sucedâneo indireto para alcançar este objetivo" (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, p. 53).

[175] Parecer juntado aos autos do Processo 000.05.107254-8, que tramitou perante a 19ª Vara Cível do Foro Central da Comarca da Capital do Estado de São Paulo: "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**. (...) **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 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 mesmo 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" (grifos nossos).

[176] De acordo com Celso Antônio Bandeira de Mello: "Nos termos do art. 5º, II, 'ninguém será obrigado a fazer ou deixar de fazer alguma coisa senão em virtude de lei'. Aí não se diz 'em virtude de' decreto, regulamento, resolução, portaria ou quejandos. Diz-se 'em virtude de lei'. Logo, a Administração poderá proibir ou impor comportamento algum a terceiro, salvo se estiver previamente embasada em determinada lei

Conforme se pode observar dos precedentes elencados neste trabalho, o Colegiado da CVM, no caso Banco Sudameris (Processo RJ 2004/2274) e no caso Ripasa (Processo RJ 2005/5203), relativos à operação de incorporação de ações de companhias abertas por fechadas, proferiu opinião no sentido de que a operação de incorporação de ações não violava dispositivos legais ou regulamentares. O Colegiado manifestou-se pela improcedência das alegações de que a operação configuraria negócio jurídico indireto, por ter como finalidade efetiva promover o fechamento do capital das companhias objeto de incorporação, contornando as exigências legais e regulamentares aplicáveis à espécie. Entendeu o Colegiado que a incorporação de ações é modalidade de operação expressamente autorizada pela Lei das S.A., cuja disciplina não se confunde com as normas aplicáveis ao fechamento de capital de companhias abertas. Considerou, adicionalmente, que as companhias apresentaram fundamentos concretos que legitimam a proposta de realização da operação.

O tema também é abordado por Nelson Eizirik[177], ao afirmar que "a CVM consolidou corretamente o entendimento de que a disciplina do artigo 4º e seus parágrafos da Lei 6.404/76, bem como as disposições da Instrução CVM 361/2002, referentes aos procedimentos para cancelamento de registro de companhia aberta, com a exigência da formulação de oferta pública, não se confundem com o instituto da incorporação de todas as ações do capital social de uma companhia ao patrimônio de outra para convertê-la em subsidiária integral, instituto este regulado pelo artigo 252 da Lei das S.A.". Acrescenta, ainda, que, "caso o instituto seja utilizado com a finalidade única de se atingir o fechamento de capital da companhia cujas ações serão incorporadas, a incorporação de ações caracterizará negócio jurídico em fraude à lei."

Portanto, embora a operação de incorporação de ações possa acarretar o fechamento de capital da incorporada, a eventual necessidade OPA somente poderá restar caracterizada se demonstrado que a intenção das partes foi de excluir direitos dos minoritários, sem

---

que lhe faculte proibir ou impor algo a quem quer que seja. Vale dizer, não lhe é possível expedir regulamento, instrução, resolução, portaria, ou seja lá que ato for para coartar a liberdade dos administrados, salvo se, em lei, já existir delineada a contenção ou imposição que o ato administrativo venha a minudenciar (...) Portanto, a função do administrativo só poderá ser a de agregar à lei nível de concreção; nunca lhe assistirá instaurar originariamente qualquer cerceio a direitos de terceiros" (*Curso de direito administrativo*, p. 74/75).

[177] Incorporação de Ações: Aspectos Polêmicos, p. 97-98.

qualquer intuito de criar uma subsidiária integral para aproveitar eficiências e sinergias ou de preservar o interesse social das companhias envolvidas.

(b) Aplicação do artigo 223 da Lei das S.A.

Importante questão refere-se à aplicação do artigo 223[178] da Lei das S.A. à operação de incorporação de ações cuja redação determina a necessidade de abertura de capital da incorporadora quando esta (companhia fechada) incorpora ações de uma companhia aberta.

Por ser uma norma de natureza restritiva, determinando que as sociedades resultantes de operações de incorporação, fusão ou cisão registrem-se como companhias aberta, a sua extensão à operação de incorporação de ações deverá ser examinada à luz dos princípios interpretativos, conforme argumentos abaixo extraídos do parecer elaborado por Nelson Eizirik[179] especificamente sobre o tema em comento.

Como visto acima, a operação de incorporação de ações não se confunde com a operação de incorporação de sociedades. O § 3º do artigo 223 da Lei das S.A. refere-se apenas às hipóteses de incorporação, fusão e cisão, não tendo feito menção expressa à operação de incorporação de ações prevista no artigo 252 da Lei das S.A. Dessa forma, seguindo essa linha de pensamento, a operação de incorporação de ações não estaria sujeita à referida obrigação legal.

Ainda, considerando que na operação de incorporação de ações não existe sucessão da companhia incorporadora em relação àquelas cujas ações são incorporadas, parece-nos que novamente o § 3º acima não seria aplicável, já que ao utilizar a expressão "sucederem"

---

[178] "Art. 223. (...)
§ 3º Se a **incorporação**, fusão ou cisão envolverem companhia aberta, as sociedades que a **sucederem** serão também abertas, devendo obter o respectivo registro e, se for o caso, promover a admissão de negociação das novas ações no mercado secundário, no prazo máximo de cento e vinte dias, contados da data da assembléia geral que aprovou a operação, observando as normas pertinentes baixadas pela Comissão de Valores Mobiliários.
§ 4º O descumprimento do previsto no parágrafo anterior dará ao acionista direito de retirar-se da companhia, mediante reembolso do valor das suas ações (art. 45), nos trinta dias seguintes ao término do prazo nele referido, observado o disposto nos §§ 1º e 4º do art. 137" (grifos nossos).

[179] *Temas de Direito Societário*. Incorporação de ações. Inaplicabilidade do artigo 223, §§ 3º e 4º da Lei das S.A. Inexistência de ilícito Civil ou Administrativo caso a companhia incorporadora na abra seu capital, p. 339/357.

demonstra que a sua aplicação seria restrita aos casos em que efetivamente exista algum tipo de sucessão. Conforme já examinado, a companhia cujas ações são incorporadas apenas é convertida em subsidiária integral da incorporadora, mantendo plenamente a sua integridade patrimonial e administrativa, não havendo que se falar, portanto, em sucessão.

Também se deve levar em conta que na sistemática da Lei das S.A., quando existe a pretensão de extensão da aplicação de normas destinadas a regular as operações de incorporação de sociedades às hipóteses de incorporação de ações, a sua aplicabilidade ocorre de forma expressa, como se percebe da análise do § 4º do artigo 264[180] da Lei das S.A e da Instrução CVM 319/1999, que regula as operações de incorporação, fusão e cisão envolvendo companhias abertas, que em seu artigo 12[181] faz referência expressa à incorporação de ações quando desejou que a esta seja aplicável.

Ou seja, assim como na Lei das S.A, quando a CVM entendeu que as regras da Instrução 319/1999 deveriam ser aplicadas às operações de incorporação de ações, ela também deixou expressa tal aplicação.

Se todas as regras referentes à incorporação de sociedades fossem automaticamente aplicáveis aos casos de incorporação de ações, estaríamos afirmando que a lei contém palavras ou sentenças inúteis, contrariando o principio essencial da interpretação.

Não se justifica também o emprego da analogia para estender a aplicação do artigo 223, § 3º, da Lei das S.A. às operações de incorporação de ações. Em primeiro lugar não existe, no caso presente, uma lacuna a ser preenchida. E em segundo lugar o § 3º do artigo 223 somente foi introduzido na Lei das S.A. em 1997, não se podendo considerar que o legislador não tenha cogitado da operação de incorporação de ações e, muito menos, que esta tenha surgido ulteriormente ao advento da Lei 9.457/1997.

---

[180] "§ 4 – 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**" (grifos nossos).

[181] "Art. 12 – As demonstrações financeiras que servirem de base para operações de incorporação, fusão e cisão envolvendo companhia aberta deverão ser auditadas por auditor independente registrado na CVM.
Parágrafo Único – **O disposto neste artigo aplica-se, ainda, aos casos de incorporação de ações previstos no art. 252 da Lei nº 6.404/76**" (grifos nossos).

QUINTO CAPÍTULO

PRINCIPAIS PRECEDENTES DE OPERAÇÕES DE INCORPORAÇÃO DE AÇÕES – ANÁLISE PRÁTICA DA INCORPORAÇÃO DE AÇÕES NO CONTEXTO DO DIREITO BRASILEIRO

Nesta parte do trabalho, serão analisados e discutidos os principais precedentes nos quais a CVM decidiu impor restrições ou impedir a realização de reestruturação societária, na qual considerou ter havido um tratamento não equitativo.

Em alguns casos, optou-se por examinar precedentes envolvendo o instituto da incorporação de sociedade ao invés de incorporação de ações em razão de sua relevância e impacto nas operações objeto do presente trabalho.

Dessa forma, com a análise dos precedentes selecionados, conseguiremos acompanhar a evolução do entendimento da CVM quanto às principais operações de incorporação de ações, abordando, inclusive, eventuais mudanças no entendimento ocorridas durante os últimos anos. Em linhas gerais, a ideia com este capítulo será aplicar os conceitos teóricos vistos nos capítulos anteriores, para entender na prática a sua importância e a forma como foram aplicados.

Os principais aspectos que serão tratados nos precedentes objeto deste estudo podem ser assim resumidos:

a) Negociação de relação de troca diferenciada entre companhias controladas e partes independentes;
b) Impedimento de voto dos acionistas controladores e minoritários;
c) Necessidade de realização de oferta pública de fechamento de capital tanto de incorporação por companhia aberta como por companhia fechada;
d) Two Step Acquisition e o conceito de cessão de empresa;
e) Abuso de Poder de Controle;
f) Critérios de fixação de relação de troca;
g) Configuração de negócio jurídico indireto;

h) Fraude à Lei;

i) Impacto de eventuais contingências judiciais na relação de troca;

j) Critério alternativos para fins do artigo 264 da Lei das S.A e suas funções;

k) Aplicabilidade do Parecer de Orientação CVM 34/06;

l) Manipulação de mercado e prática não equitativa;

m) Direito de tag along em operações de incorporação;

n) Atribuição de relação de troca com base no art. 254-A da Lei das S.A.; e

o) Aplicabilidade do Parecer de Orientação CVM 35/08 e a utilização de comitês independentes.

1. CASO BR/PETROBRAS

(Incorporação de ações da Petrobras Distribuidora S.A. – BR pela Petróleo Brasileiro S.A. – Petrobras (Processo CVM RJ 2000/6117, julgado em 23.01.2001)

1.1 Da Operação

Trata-se de operação de incorporação de ações da Petrobras Distribuidora S.A. – BR ("BR") pela Petróleo Brasileiro S.A. – Petrobras ("Petrobras"), para transformar a primeira em subsidiária integral, conforme fato relevante publicado em 20 de outubro de 2000.

Com base em estudo elaborado pelo Banco de Investimentos Credit Suisse First Boston Garantia S.A, que tomou por base o **valor de mercado** das ações de ambas as companhias, foi proposto que os acionistas minoritários da BR recebam em substituição às ações de emissão da BR por ele detidas ações de emissão da Petrobras de acordo com a seguinte relação de substituição: **cada lote de 20 mil ações da BR seria equivalente a 12 ações da Petrobras, sendo 7,0068 ações ordinárias e 4,9932 ações preferenciais**.

A operação de incorporação das ações da BR ao capital da Petrobras respaldava-se no art. 252 da Lei das S.A., que obriga a aprovação: (i) pela maioria das ações com direito de voto presentes à assembleia da incorporadora (Petrobras), cujas ações com voto representam 58,39% do capital social, sendo que a União era detentora de 55,71% das ações com direito a voto; e (ii) por metade das ações com direito a voto no caso da sociedade incorporada (BR), cujas ações com voto representam 34,72% do capital social, sendo que **99,86%** pertenciam à Petrobras, que por sua vez era detentora de 59,63% das ações preferenciais. Como se verifica, existia uma relação de controle entre as partes, manifestando-se o controlador pelos dois lados da negociação.

Foi informado também que após a implementação da incorporação de ações seria requerido à CVM o cancelamento do registro da BR como companhia aberta.

Deve-se ressaltar que na época da aludida operação o artigo 264 da Lei das S.A. não havia sido objeto de alteração e, portanto, não continha em sua redação a sua aplicabilidade à operação de incorporação de ações. Dessa forma, tomando em conta uma

interpretação restritiva da Lei, não haveria necessidade de informar para fins de recesso a relação de substituição das ações dos acionistas não controladores da controlada com base no valor do patrimônio líquido das ações da controladora e controlada, avaliados os dois patrimônios segundo os mesmos critérios e na mesma data, a valores de mercado.

Com base nesta operação foram suscitadas as seguintes questões principais:

a) Impedimento de voto dos acionistas controladores e minoritários;

b) Necessidade de realização de oferta pública de fechamento de capital da BR;

c) Aplicabilidade do artigo 264 às operações de incorporações de ações.

1.2 Retirada do Direito de Voto e Necessidade de Oferta Pública

Pelo teor da decisão, a CVM estava ciente de que havia dois grupos de acionistas da BR que tinham interesses divergentes a defender nesta operação de incorporação de ações: (i) **acionista controlador**, que desejava aprovar a relação de troca apresentada; (ii) **acionistas minoritários**, que pretenderiam obter relação de troca que lhes fosse mais favorável.

Entretanto, ao apreciar recurso interposto pela Petrobras, a CVM concluiu (a nosso modo de ver) pela impossibilidade de retirada do direito de voto de qualquer dos acionistas da sociedade que seria transformada em subsidiária integral, seja ele do controlador ou do minoritário[182]. A CVM não afirmou haver impedimento de voto de qualquer dos acionistas da BR, mesmo (i) após a sua Procuradoria Jurídica ter sugerido que não fossem

[182] Como consta da ata de reunião extraordinária do Colegiado, realizada no dia 23.01.2001, por unanimidade de votos, com a abstenção do então Diretor Luiz Antonio Campos, que manifestou seu impedimento, o Colegiado reconheceu tal situação, como pode ser verificado pela leitura do texto abaixo transcrito: "8. Como se verifica, existe uma relação de controle entre as partes que decidiram a operação. Quando não existe tal relação é evidente que a negociação da incorporação pressupõe a defesa dos interessados da incorporada por seus controladores e administradores. Mas, na hipótese, o **controlador manifesta-se pelos dois lados da negociação**, representando uma negociação consigo próprio. 9. Por outro lado, a lei de sociedades anônimas, ao tratar de conflitos de interesses no art. 115, veda o exercício do voto nas deliberações em que os acionistas puderem se beneficiar de modo particular. **Assim, se por um lado, os controladores teriam interesse particular na matéria a ser votada na citada assembléia, também os minoritários pelos mesmos motivos não poderiam votar em deliberação que aprova o valor das próprias ações**" (...) **Mas o fato é que não se pode impedir que uma sociedade se valha da faculdade legal de tornar outra companhia sua subsidiária integral pelo simples fato de ser sua controladora. Excluir-se a utilização de tal faculdade pelas sociedades controladoras seria ilegal**" (grifos nossos).

computados, na AGE da BR, os votos de seu controlador[183]; (ii) existir valores diferentes entre ações ordinárias e preferenciais na substituição das ações.

A sugestão da Procuradora privilegiava os interesses dos acionistas minoritários da BR, porque entendia que haveria um risco maior na eventualidade de o acionista controlador abusar do direito de voto. Mesmo com a manifestação da Procuradoria, o Colegiado não se manifestou favoravelmente ao impedimento do direito de voto de qualquer dos acionistas da BR.[184]

A CVM, entretanto, entendeu que haveria a suposta necessidade, em face do que dispõe o art. 8 da Lei das S.A., de os acionistas minoritários da BR aceitarem o valor atribuído a suas próprias ações e assim condicionou a incorporação de ações da BR pela Petrobras à realização prévia de oferta pública para fechamento de capital da BR Distribuidora[185]. A decisão se fundamenta no fato de que se deve criar oportunidade para o minoritário da BR se expressar, para garantir a manifestação de duas vontades distintas na

---

[183] "Admite o provimento parcial do recurso, para concluir pela possibilidade de realização de Assembléia Geral no âmbito da BR Distribuidora para aprovação da avaliação das ações a serem incorporadas, onde somente os minoritários teriam direito de voto, **desde que se entenda que o risco de exercício abusivo do direito de voto pela minoria é suplantado pelo risco de que tal abuso, por parte do controlador, cause prejuízo maior ao corpo social**" (grifos nossos).

[184] A CVM, através do Ofício CVM/SEP/GEA-3/297/00, entendeu ser necessário que os acionistas minoritários de BR aceitassem, em oferta pública que lhes fosse dirigida pela Petrobras, o valor atribuído (em laudo de avaliação) às ações de que eram titulares; ao mesmo tempo sustentou a CVM que a pretendida operação de incorporação de ações deveria estar submetida às regras da Instrução CVM 229/95, aprimoradas pela Instrução CVM 345/00, porque a referida operação, em sua essência, teria a característica de fechamento de capital da aludida BR.

[185] "14.Em casos como o presente, a única possibilidade de se aferir a legitimidade da relação de troca de ações de controladas por ações da controladora é a realização prévia de uma oferta pública de aquisição de ações dos seus acionistas minoritários, nos termos da Instrução CVM 299/99, com as modificações introduzidas pela Instrução CVM 345/00. Só mesmo a aceitação de acionistas a uma Oferta Pública poderá atestar a validade do valor estipulado para a permuta decorrente da incorporação de ações. 15. Nada mais justo e razoável, assim, que os acionistas da BR possam se manifestar quanto à operação através da aceitação da permuta de suas ações por ações da Petrobras formulada através de oferta pública. De outro modo, restaria aos minoritários da BR, que aplicaram suas poupanças baseados em decisões conscientes de investimento, a frustração de sua confiança no funcionamento eficiente e regular do mercado de capitais do País, pois passariam a deter ações de outra companhia, sem que tenham sido consultados ou concorrido para tal, e, ao menos, ouvidos quanto ao seu valor, quando, repita-se, é a mesma vontade que se manifesta dos dois lados. A oferta prévia não só é legítima como se coaduna com os princípios de boa governança corporativa de que devem estar imbuídas as companhias que se valem do mercado para se capitalizarem. É através de bons exemplos que o mercado de capitais brasileiro poderá se desenvolver e se tornar respeitado. Só assim nossas empresas terão condições de aumentar a captação de recursos no mercado de capitais e aumentar dessa forma a sua contribuição para o desenvolvimento nacional. 16. Assim sendo, para atingir o objetivo de incorporar a totalidade das ações de controlada, deve a Petrobras previamente realizar oferta pública de compra da totalidade das ações de emissão da BR em circulação no mercado. E, considerando que declarou intenção de fechar o capital da aludida BR, a oferta deverá seguir os trâmites da Instrução 229/95. Após o cancelamento, que implica na concordância de no mínimo sessenta e sete por cento da minoria societária com a operação, estaria a Petrobras habilitada a proceder a incorporação da totalidade das ações de sua controlada, nos termos do artigo 252".

operação e assim se aferir a legitimidade da relação de troca proposta.

Deve-se notar que neste caso específico os acionistas minoritários da BR não teriam direito a exercer o recesso, porque as ações de que eles eram titulares integravam o índice Ibovespa. Além disso, havia sido divulgado no fato relevante que, aprovada a incorporação, seria requerido pela BR o cancelamento de seu registro de companhia aberta Dessa forma, a CVM acreditava que os acionistas minoritários não teriam instrumentos para manifestar quanto à desaprovação aos critérios de relação de troca.

Em primeiro lugar, o artigo 8 da Lei das S.A. regula a avaliação dos bens com que concorrer o acionista para a formação do capital social na constituição de uma determinada sociedade ou em seu aumento de capital. Como já tivemos a oportunidade de examinar no capítulo referente à natureza jurídica, a operação de incorporação de ações é um instituto com natureza jurídica própria que não se confunde com o aumento de capital ou com o contrato de subscrição em bens. A incorporação de ações tem natureza diversa de uma simples operação de aumento de capital, não sendo dado ao acionista minoritário a oportunidade de dizer se concorda, ou não, com a operação, nos termos em que é garantido pelo artigo 8 da Lei das S.A.

Em segundo lugar, como visto anteriormente, se a lei não veda nem mesmo a incorporação de uma companhia aberta por outra fechada, imagine-se, portanto, a incorporação de uma aberta por outra aberta. Por exemplo, se a sociedade incorporadora, no prazo de 120 dias, contados da data que tiver aprovado a operação, não vier a requerer o seu registro de companhia aberta, a única **sanção** prevista é a outorga, ao minoritário da sociedade incorporada, do direito de retirada. Ou seja, em nenhum momento exigiu-se a realização de oferta pública, mesmo no caso em que a companhia incorporadora seja uma fechada. No caso particular, a própria companhia incorporadora é aberta também, o que torna mais ainda irrelevante a argumentação de que operação resultaria de um fechamento de capital.

Quanto à questão da aplicação do artigo 264 da Lei das S.A., embora a Superintendência de Relações com Empresa, por meio do OFÍCIO/CVM/SEP/GEA-3/297/00, tenha entendido que em operações de incorporações de ações de controlada deva ser dada a proteção adicional aos acionistas minoritários, nos termos estabelecidos no art.

264, o Colegiado acabou por dispensar tal requisito, tendo em vista a sua decisão de determinar a realização de oferta pública.

Diante dessa decisão, a Petrobras desistiu de efetuar a operação. Em janeiro de 2003, a Petrobras fechou o capital da BR mediante a oferta pública de aquisição de ações.

2. CASO SERRANA/BUNGE

(Incorporação das ações da Bunge Fertilizantes S.A. e da Bunge Alimentos S.A. pela Serrana S.A. (Processo RJ-2001-11663, julgado em 15.01.2002)

2.1 Da Operação

A CVM voltou a enfrentar caso assemelhado ao da Petrobras/BR (incorporação de ações de companhia aberta controlada) e que se tratava, na verdade, da segunda tentativa de reorganização societária do Grupo Bunge (o Caso Manah foi a primeira[186]). Desta vez, no entanto, a CVM decidiu de forma diversa, permitindo que a incorporação de ações ocorresse sem prévia oferta pública.

Em 21 de novembro de 2001, Serrana S/A, Bunge Alimentos S/A e Bunge Fertilizantes S.A. – todas companhias abertas – divulgaram fato relevante informando ao mercado em geral que seus Conselhos de Administração teriam deliberado realizar operação de reestruturação societária, com o objetivo de simplificar a organização societária, sob uma única empresa de capital aberto com ações negociadas em bolsa, consolidando assim suas operações no Brasil, possibilitando obter maior porte e escala e melhor acesso aos mercados financeiro e de capitais.

De acordo com o citado fato relevante, a operação consistia na incorporação das ações da Bunge Fertilizantes e da Bunge Alimentos pela Serrana, esta remanescendo como companhia aberta e, posteriormente, vindo a se denominar "Bunge Brasil S.A.".

Conforme definido no Protocolo e Justificação de Incorporação de Ações, as relações de substituição de ações seriam calculadas com base em avaliações econômicas das sociedades, segundo a **metodologia de fluxos futuros de caixa descontados** a valor presente, na data base de 30.09.2001, conforme abaixo:

---

[186] Em 27.06.2000, frente à reestruturação societária divulgada pela Fertilizantes Serrana S.A. e Manah S.A., a CVM decidiu editar a Deliberação 345/00, com base nos arts. 4º, VII 9º, § 1º, IV, da Lei 6.385/76, tendo em vista que "a utilização de critérios diferenciados para a fixação de valores atribuídos às ações de emissão da Manah S.A. na alienação de controle (R$ 215,84), no aumento de capital (R$ 40,00), na relação de substituição (R$ 74,74 e R$ 56,46) e para o reembolso (R$ 23,84) estabelecidos no conjunto das operações pretendidas, caracteriza abuso de poder, nos termos do art. 117, § 1º, alíneas 'a', 'b' e 'c', da Lei das S.A., com favorecimento indevido do acionista controlador em detrimento dos acionistas minoritários".

	SERRANA	FERTILIZANTES	ALIMENTOS
Avaliações econômicas – R$	1.453.375.000,00	1.739.838.000,00	1.793.459.000,00
Quantidade de ações	395.787.500	26.020.715.772	114.856.857.462
Valor por ação – R$	3,6721094	0,0668635719	0,0156147315
Relação de troca (lote de mil ações)		**18,208492480**	**4,252251299**

Assim, de acordo com o critério definido no Protocolo e Justificação:

a) os acionistas da Bunge Fertilizantes S.A. receberiam em substituição de cada lote de **1.000** (mil) ações a serem incorporadas, **18,208492480** ações novas de emissão da Serrana, de igual espécie; e

b) os acionistas da Bunge Alimentos S.A. receberiam em substituição de cada lote de **1.000** (mil) ações a serem incorporadas, **4,252251299** ações novas de emissão da Serrana, de igual espécie.

Ao analisar os documentos apresentados pelas companhias, a Superintendência de Relações com Empresas encaminhou correspondência à Serrana S/A, reportando-se à decisão do Colegiado da CVM proferida na reunião extraordinária realizada em 23.01.2001, entendendo que as operações propostas pelas companhias "caracteriza-se, na sua essência, como um fechamento de capital da Bunge Fertilizante S/A e da Bunge Alimentos S/A", impondo aos controladores de referidas companhias a realização de oferta pública de fechamento de capital, preliminarmente àquelas operações.

Inconformadas com a decisão da SEP, as companhias apresentaram recurso a este Colegiado, decidindo-se por dar provimento ao recurso.

Com base nesta operação foram suscitadas as seguintes questões principais:

(i) Necessidade de mudança de entendimento da CVM em razão da alteração introduzida pela Lei 10.303, de 31 de outubro de 2001, no que tange à aplicabilidade do art. 264 às operações de incorporação de ações;

(ii) Necessidade de realização de oferta pública de fechamento de capital da Bunge Fertilizantes S.A. e Bunge Alimentos S.A.

Como diferenças do caso BR/Petrobras, cabe notar que nesta operação (i) os acionistas minoritários da incorporada teriam direito de recesso, pois as ações não possuíam liquidez; e (ii) não há diferença de relação de troca entre ações ordinárias e preferenciais. Pela leitura da decisão, não me parece que tais diferenças mudariam o resultado obtido.

2.2 Aplicabilidade do artigo 264 e Necessidade de Oferta Pública

Conforme visto anteriormente, uma das razões para exigir a realização de oferta pública no caso BR e Petrobras foi a discussão doutrinária sobre a aplicação ou não do artigo 264 para as operações de incorporação de ações.

Com o advento da Lei 10.303, de 31 de outubro de 2001, que introduziu alterações na Lei 6.404/76, as operações de incorporação de ações que envolvam sociedades controladora e controlada estão expressamente inseridas no artigo 264 da Lei 6.404/76, afastando as dúvidas anteriormente existentes.

Ou seja, considerando a proteção e o tratamento dado aos acionistas minoritários pelo artigo 264, não haveria razão para que a CVM desse um tratamento diferente do que o previsto em lei[187].

---

[187] Entre os argumentos do voto vencedor (Luiz Antonio Sampaio Campos) encontram-se: "9. Nesse sentido, entendo desnecessária a discussão da legalidade ou não da decisão proferida no Processo Administrativo nº RJ 2000/6117, porque a operação ora questionada vem em novo momento, em condições diferentes e sob um novo cenário legislativo, no que toca às operações de reorganização de sociedades anônimas com partes relacionadas. Esta discussão, como se verá mais adiante, tornou-se estéril e sem qualquer conteúdo prático, não obstante o eventual interesse acadêmico que dela surgiu. 10. Recordo, aqui, que a operação objeto do Processo Administrativo nº RJ2000/6117 envolvia a incorporação de ações de duas companhias abertas, ao amparo do artigo 252 da Lei nº 6.404/76. Naquela operação, as companhias envolvidas não reconheciam a aplicação do artigo 264 da Lei nº 6.404/76, que trazia requisitos adicionais às operações de reorganização societária que envolvessem controlador e controlada. Havia, de fato, na ocasião, discussão doutrinária sobre a aplicação ou não do mencionado artigo 264 para as operações de incorporação de ações nos termos do artigo 252. 11. Hoje, todavia, tal dúvida não remanesce. É 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. (...) 13. Quer isto dizer que o legislador, após inclusive ter sido proferida a decisão no Processo Administrativo nº. RJ 2000/6117 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. 14.

O Colegiado entendeu que a CVM estaria exorbitando os seus poderes exigindo a realização de ofertas públicas ou outros procedimentos adicionais que não fossem essencialmente informacionais, por já existir um tratamento específico previsto em lei para este tipo de operação[188]. A decisão acertadamente tomou em conta as seguintes razões:

(i) inexistência de imposição legal como condição para a realização de oferta pública;

(ii) as alterações introduzidas pela Lei 10.303/2001 no artigo 264 afastaram as dúvidas sobre sua aplicabilidade em operações de incorporação de ações;

(iii) a Lei das S.A. não conferiu à CVM poderes para regulamentar e estabelecer condições adicionais à realização de incorporação de ações, uma vez que, na qualidade de autoridade administrativa, estaria submetida ao princípio da legalidade;

(iv) não haveria razão para que a CVM tratasse a operação de incorporação de ações de controlada diferentemente da operação de incorporação "clássica", com extinção das sociedades;

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. (...) 16. **Portanto, não há mais lacuna a ser regulada pela CVM, ou sobre a qual deva ela se manifestar, no que toca à operação de incorporação de ações e a proteção dos acionistas minoritários nesta operação, desde que cumpridos os demais requisitos legais e inexistente o abuso do acionista controlador. 17. Não haveria razão para que a CVM desse um tratamento diferente do que o previsto em lei. Mais ainda, não haveria razão qualquer para que a CVM tratasse a operação de incorporação de ações de sociedade controlada diferentemente da operação de incorporação 'clássica', por assim dizer – com extinção de sociedades –, pois ambas estariam sujeitas expressamente aos ditames do artigo 264 da Lei nº. 6.404/76**" (grifos nossos).

[188] Argumentos do voto vencedor (Luiz Antonio Sampaio Campos): "26. Não receio, ainda, afirmar que o procedimento do artigo 264 da Lei nº 6.505/76 é mais sistemático e oportuno à luz dos princípios que informam Lei nº 6.404/76. Com efeito, há uma diferença abissal entre o procedimento de adesão a uma oferta pública e a manifestação do acionista em uma assembléia. Não se pode, nem de longe, data venia, querer equiparar um ao outro. 27. **A vontade da maioria, manifestada nas deliberações societárias, não pode ser superada pelo interesse individual do acionista minoritário, notadamente quando a deliberação atende à preservação do interesse da companhia**. (...) 32. **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, entendeu ser conveniente, conforme se verifica do artigo 264, da exposição de motivos e da opinião do Prof. Lamy (ob. cit., p. 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.** (...) 37. Creio que, dessa forma, se for exigida a realização de prévia oferta pública a operações da espécie, corremos o risco de impedir reestruturações societárias saudáveis para o mercado, inclusive quando beneficie a companhia e haja apoio de parcela representativa dos acionistas minoritários. 38. O fato é que o exercício de uma faculdade legal, na forma do regime expresso em lei, não pode ensejar um tratamento mais gravoso que poderia até vir a impedir o exercício desta faculdade. 39. **O legislador deu tratamento específico à operação e determinou que o remédio jurídico para os acionistas que dissentissem da deliberação seria o recesso, nos termos do artigo 45 da Lei nº 6.404/76, com as disposições adicionais do artigo 264, § 3º, ressalvado, por óbvio, alguma ilegalidade intrínseca da operação, o que não se examinou por ora**. O recesso, no caso, aproveita a todos os acionistas, titulares de ações ordinárias ou preferenciais, de todas as 3 companhias. Essa foi a solução adotada pela lei" (grifos nossos).

(v) a possibilidade do exercício do direito de retirada para os acionistas que não concordem com a operação constituiria a forma de o minoritário se expressar;

(vi) todos os acionistas minoritários das companhias envolvidas poderiam exercer o direito de retirada e a realização da avaliação das sociedades envolvidas com base no critério indicado no artigo 264 da Lei das S.A. conferiria ao minoritário elementos para decidir sobre a conveniência de aceitar ou não a relação de troca estabelecida pelo controlador;

(vii) os acionistas das companhias incorporadas não receberão ações de emissão de companhia fechada: a conversão de ações da Bunge Alimentos e da Bunge Fertilizantes em subsidiárias integrais não acarretaria em que os seus acionistas se transformassem em acionistas de companhias fechadas, mas sim de companhia aberta com ações negociadas em bolsa de valores;

(viii) o procedimento de adesão a uma oferta pública e a manifestação do acionistas em uma assembleia são totalmente diferentes; e

(ix) exigir a realização de oferta pública seria afastar o direito de voto do acionista controlador; atribuir aos acionistas minoritários o direto de vetar a operação e afastar da discussão a proteção do interesse social.

3. CASO TCOC/TCP

(Incorporação de ações da Tele Centro Oeste Participações S.A. pela Telesp Celular Participações S.A. (Processo CVM 2003/12770, julgado em 11.12.2003 e 26.12.2003).

3.1 Da Operação

A Telesp Celular Participações S.A. ("TCP") por meio de sua controladora, Brasilcel, N.V. (joint venture da Portugal Telecom, SGPS, S.A., PT Móveis, SGPS, S.A. e Telefónica Móviles, S.A.), celebrou na data de **15 de janeiro de 2003**, em benefício da TCP, um contrato preliminar de compra e venda com a Fixcel S.A. ("Fixcel") para a aquisição de 77.256.410.396 ações ordinárias de emissão da Tele Centro Oeste Participações S.A. ("TCOC"), representativas de 61,10% do seu capital votante e de 20,37% do capital total.

O preço acordado no contrato preliminar era de R$ 1,408 bilhão, totalizando R$ 18,23 por lote de mil ações ordinárias, sujeito a ajustes em decorrência de auditoria legal, contábil e financeira da TCOC e suas controladas.

Obtidas as aprovações da Anatel, foi celebrado o contrato definitivo de compra e venda das ações, com o que a TCP assumiu o controle acionário da TCOC. O preço pago pela TCP pelas ações integrantes do bloco de controle foi de **R$ 19,49** por lote de mil ações.

A TCP, após concluída a aquisição, na forma da legislação em vigor, realizou oferta pública para aquisição das ações dos acionistas não controladores titulares de ações ordinárias da TCOC por 80% do valor pago por ação ordinária objeto da aquisição. Conforme divulgado pela TCP em fato relevante de 18.11.2003, os minoritários ordinaristas receberam **R$ 16,73** por lote de mil ações.

Interessada em que a TCOC se tornasse sua subsidiária integral, a TCP, por seu Conselho de Administração, aprovou a incorporação das ações, na forma do art. 252 da Lei das S.A. A relação de substituição oferecida foi de **1,27 ações de emissão da TCP para cada ação de emissão da TCOC, com base no critério de cotação das ações em bolsa**.

A referida relação de substituição implicava uma valorização de R$ 5,6134 por ação, se tomado como base o valor de mercado das ações preferenciais no **dia 15 de janeiro de 2003**, multiplicado pela relação de substituição. Refletia, portanto, um prêmio de 15% sobre a cotação média das duas ações nos últimos 30 dias e um prêmio de 9,6% sobre a cotação de fechamento das duas ações no dia 15 de janeiro de 2003.

Esta relação seria ajustada em decorrência da auditoria a ser realizada na TCOC e suas controladas acima mencionadas. O valor pago àqueles minoritários ordinaristas representaria 2,27 ações PN da TCP para cada ação TCOC3, utilizando-se a cotação média de 18.11.2003 como referência (R$ 7,36/mil ações). Tal relação seria 78% superior àquela estabelecida para os preferencialistas.

Ademais, foi atendido ao preceituado pelo art. 30 do Estatuto Social da TCP, obtendo-se os opinamentos independentes da Merril Lynch & Co. e do Citigroup Markets Inc., que, mediante análise econômico-financeira, concluíram que a relação de substituição atribuía tratamento equitativo para ambas as companhias envolvidas na operação.

Em 24.04.2003 e 08.07.2003, dois grupos de acionistas minoritários da TCOC solicitaram à CVM que interviesse na operação de incorporação, sob alegação de que mesma lhes seria prejudicial, o que gerou a instauração do inquérito administrativo 22/03.

Neste procedimento, foi requerida à CVM, que a indeferiu, a suspensão da operação em foco, tendo a mesma tido sequência, e, uma vez ultimada a oferta pública, convocaram-se em 28 e 29.10.2003 as assembleias gerais da TCP e da TCOC, para deliberar sobre a incorporação de ações, tendo sido cumprido o disposto no art. 264 da Lei das S.A., com a produção do laudo de avaliação do patrimônio líquido das empresas, de autoria da KPMG.

Em 18.11.2003, um dos acionistas minoritários, cuja reclamação dera lugar ao citado inquérito administrativo, requereu (a) a interrupção, por uma quinzena, do prazo de antecedência de convocação das assembleias gerais; (b) a declaração, pela CVM, da invalidade da proposta de incorporação.

Instaurou-se, em consequência, processo administrativo, que tornou o 2003/12770, conforme o estatuído pelo art. 124, § 5º, II, da Lei das S.A.

Neste processo é que foi prolatada a decisão objeto desta análise, sendo que contra ela foi ajuizada, pela TCOC e pela TCP, em face da CVM, ação anulatória, perante a 23ª Vara Federal da Seção Judiciária do Rio de Janeiro (processo 2004.51.01.004044-7), sob a arguição de abuso de poder e desvio de finalidade, violação ao princípio da impessoalidade por parte de dois membros do Colegiado da CVM e violação ao princípio da legalidade, pela imposição de condutas não prescritas em lei.

Assim, a operação estrutura-se em três fases distintas. Em primeiro lugar, a Brasilcel NV, por intermédio de sua filial Telesp Celular Participações, adquire da Fixcel os 61,10% das ações com direito a voto da TCOC. Uma vez formalizada esta compra-venda, é realizada uma OPA aos outros acionistas titulares de ações ordinárias remanescentes da sociedade, nos termos do art. 254-A. Posteriormente a esta operação, é pretendida uma incorporação de ações de emissão da TCOC por ações preferenciais da Telesp Celular Participações, o que daria a oportunidade para esta sociedade deter os 100% das ações representativas do capital social da TCOC.

Com base nesta operação foram suscitadas as seguintes questões principais:

(i) Apropriação da empresa pela incorporação de ações e tratamento equitativo;
(ii) Conceito de cessão de empresa e *two step acquisition*;
(iii) Abuso de poder de controle;
(iv) Critério de fixação de relação de troca;
(v) Manipulação de mercado e prática não equitativa.

3.2 Apropriação da empresa pela incorporação de ações e Tratamento Equitativo

O tema em discussão nesta operação refere-se ao fato de que, na venda da totalidade da empresa, salvo quanto ao valor do prêmio que é pago ao detentor do bloco de controle, todos os acionistas da companhia que explora a empresa objeto de cessão têm igual direito a participar do negócio, observada a respectiva proporção de participação no capital social.

A questão em debate, como ponderou o então Presidente da CVM, Luiz Leonardo Cantidiano, consiste em "saber se, no âmbito de uma operação complexa, desdobrada em etapas sucessivas que são implementadas ao longo do tempo, mas que compõem um só negócio, e que visam, desde o momento inicial, assegurar a aquisição de 100% da empresa explorada pela companhia alvo, pode a adquirente tratar de maneira diferenciada os acionistas da companhia de cujo negócio a adquirente pretende se apossar, reforçando – sob o manto de pagamento do prêmio de controle – o preço de uns (que detêm a parcela menor da empresa alvo) e, em contrapartida, reduzindo a parcela a ser pagar àqueles que são detentores de cerca de 70% da empresa objeto de transferência".

Ao julgar referida operação, a CVM demonstrou que uma operação de incorporação de ações não pode ser apreciada como uma operação isolada, desvinculada dos atos que a precederam. Dessa forma, entendeu que a incorporação foi uma **operação complexa**, desdobrada em três momentos distintos, porém que **englobavam um só negócio**, a aquisição de 100% da TCOC.

Por considerar que se tratava de um só negocio, relativo à aquisição de 100% da TCOC, a CVM entendeu que a TCP não poderia pagar aos acionistas minoritários da TCOC um preço inferior ao que foi despendido nas duas etapas anteriores da operação, com exceção do prêmio relativo ao bloco de controle[189].

O Presidente da CVM, entretanto, deixou claro que não **haveria óbice para a realização de uma operação em diferentes etapas**. Para ele, não se trata de reconhecer que em toda e qualquer operação de incorporação de ações pretende-se realizar uma **cessão**

[189] De acordo com o voto de Luiz Leonardo Cantidiano: "Ao deliberar executar aquela operação complexa – que seria implementada ao longo do tempo –, deveria a TCP ter levado em consideração o fato, sumamente relevante, de que o negócio explorado pela TCOC pertencia a todos os acionistas da aludida companhia, independentemente da espécie e classe de ações de que eles eram titulares, razão pela qual, segundo penso, salvo quanto ao valor correspondente ao prêmio de controle, que deveria ser atribuído na sua integralidade aos titulares de ações integrantes do bloco de controle e, parcialmente, aos acionistas minoritários titulares de ações votantes, teriam todos os acionistas da TCOC direito a receber igual valor pela transferência de suas ações (...) Não me parece que o sistema da lei societária permita que o adquirente de controle de uma companhia aberta possa pagar, pela apropriação de todos os ativos da sociedade cujo controle ele adquiriu, apenas aos acionistas titulares de ações votantes um preço que reflita o valor do negócio adquirido, enquanto que aos acionistas titulares de ações preferenciais é ofertado, tempos depois, e em moeda diversa, valor bastante inferior, que supera a diferença relativa ao prêmio de controle. (...) O que não posso admitir, no entanto, é que, travestido de sobrepreço correspondente ao prêmio de controle, procure-se justificar a disparidade de valor entre o preço arbitrado, no negócio de transferência da empresa, entre as ações ordinárias e preferenciais de emissão da sociedade que vinha explorando a empresa que é objeto de cessão."

de empresa, mas que sua utilização no caso analisado visou à conclusão de uma série de atos complexos que pretenderam implementar o desejo da TCP de adquirir a empresa TCOC.

Cantidiano observa que o que não poderia ocorrer seria fixar um preço global para tornar-se titular de 100% e a partir daí fazer uma **conta do fim para começo**, deduzindo o valor pago pelo bloco de controle, aos acionistas minoritários em decorrência da OPA e aí sim destinar o saldo para remunerar os demais acionistas[190]. Já o Diretor Luiz Antonio Sampaio Campos considerou que tal indício não era suficiente para considerar a operação ilegal, pois seria necessário prova mediante a análise acurada dos laudos[191].

No presente caso, chamou a atenção, ainda, o fato de que os acionistas preferencialistas receberiam um tratamento diferenciado na medida em que receberiam ações, enquanto os controladores e ordinaristas minoritários tiveram a opção de receber em dinheiro.

Quanto à relação de troca deve-se esclarecer que ela foi fixada **cerca de um ano antes** da pretendida incorporação de ações, quando a realidade de mercado e das companhias envolvidas era bem diversa do momento da referida incorporação[192]. Criticou-se que a relação de troca havia sido fixada sem qualquer demonstração a respeito da equitatividade do critério escolhido, estabelecendo inclusive a possibilidade de ajustes futuros da relação divulgada, em razão da auditoria, o que demonstrava que o critério estava totalmente ligado ao valor da empresa. Observe-se que a relação de troca e a incorporação foram anunciadas quando da divulgação do primeiro fato relevante: "Após a consumação da Aquisição e o encerramento da OPA, a TCP deverá realizar a incorporação

---

[190] "O que não se pode admitir é que, tendo a adquirente fixado o preço global pelo qual pretende tornar-se titular de 100% da empresa alvo, ela faça uma conta do fim para o começo, deduzindo o valor que tiver sido pactuado com o cedente do bloco de controle e aquele valor a ser pago aos aceitantes da oferta pública de compra das ações ordinárias detidas pelos acionistas minoritários para, então, destinar o saldo do limite de preço pré-estabelecido para remunerar os demais acionistas, pretextando que toda essa diferença de preço decorre da mais-valia inerente ao bloco de controle."

[191] "Assim, por mais que se possa suspeitar de que tenha sido feito uma conta 'do fim para o começo' no momento da definição da operação como um todo – e aparentemente há razões para isso –, essa suspeita não é suficiente, é preciso a prova, que para ser feita, a meu sentir, precisa enfrentar os laudos".

[192] De acordo com Luiz Antonio Sampaio Campos em seu voto: "Além disso, tenho para mim que o prazo do anúncio ou a data de referência dos valores pode não ter relevância, na medida em que a relação de troca continue adequada, conforme demonstra um sem número de operações já realizadas em mercados mais desenvolvidos, como os Estados Unidos e o próprio Brasil, havendo mesmo decisões da CVM nesse sentido".

das ações da TCO. A relação de substituição oferecida será de 1,27 ações de emissão da TCP para cada ação de emissão da TCO. Esta relação será ajustada em decorrência da auditoria a ser realizada na TCO e suas controladas acima mencionada".

Criticou-se na época a não convocação de assembleia geral para escolher a empresa especializada, nem aprovar a relação de troca e os respectivos laudos de avaliação quando do referido anúncio. Alfredo Lamy Filho ensina que, em tais casos, a relação de troca não decorre de nenhuma avaliação dos patrimônios líquidos, equivocando-se a empresa que entende que a relação estaria corretamente fixada em função da cotação das ações, com fundamento na aplicação do art. 170 da Lei das S.A., que visa simplesmente a proteger os antigos acionistas de diluição injustificada praticada pelo controlador[193].

Lamy Filho prossegue explicando que tal procedimento **impede a flutuação natural das ações e congela o valor das ações**, optando por um preço de mercado antes da operação que pode ter beneficiado a incorporadora. Neste sentido ele afirma que qualquer divulgação de futura relação de troca sem o necessário laudo influi no comportamento do mercado, resultando em **manipulação e prática não equitativa**[194].

---

[193] "A tal relação de troca não decorreu, pois, de nenhuma avaliação dos patrimônios líquidos da incorporada e da incorporadora, entendendo esta que a relação seria fixada pela cotação de ações, com aplicação do art. 170 da Lei (sobre aumento de capital social mediante subscrição de ações). Todo o exposto parece deixar evidente o estranho 'equívoco' em que tem incidido a reclamada, que invoca o art. 170 da lei em justificativa de seu procedimento. Não: o art. 170 trata do preço de emissão de ações em caso de aumento de capital mediante subscrição de ações e visa proteger os antigos acionistas de diluição injustificada praticada pelo controlador" (*Temas de S.A.*, p. 395).

[194] (...) "Ora, a divulgação equivocada (na melhor das hipóteses) de que as ações seriam incorporadas e, conseqüentemente, a sociedade seria fechada, com uma relação que não se baseou na apuração do valor dos patrimônios líquidos das empresas, mas, apenas, na referência à cotação das ações em Bolsa (antes da divulgado o fato relevante da compra das ações do controle) não só impediu a flutuação natural das ações, como afastou investidores com a perspectiva do fechamento da subsidiária – sem nenhum fundamento em laudo de avaliação do patrimônio líquido a preço de mercado – confundida com "cotação de Bolsa para aumento de capital social. As conseqüências óbvias do comunicado foi o congelamento do valor das ações, os acionistas ameaçados com um fechamento da companhia e substituição de suas ações em valor cuja escolha não obedecera a nenhum critério legal, optando-se pelo preço do mercado (antes da operação que deve ou pode ter beneficiado a incorporadora). O comunicado feito pela incorporadora sobre sua intenção de incorporar ações da subsidiária, fechar, pois, seu capital e fixar a relação de troca nos limites que o mercado cotava na véspera da operação – que representava uma profunda alteração que provavelmente beneficiava a incorporada – causou, não pode deixar de ter causado, efeito no ânimo dos investidores, e na conseqüente negociação das ações – que ficaram congeladas no nível mais baixo, dada as condições da empresa antes da operação. Trata-se, evidentemente, de violação do comportamento da controladora – e como elementar, ninguém se escusa alegando ignorar a lei –, não há como justificar um procedimento flagrantemente prejudicial à correta flutuação de preços do mercado. Se a operação foi benéfica para a incorporadora (e, por isso, foi completada), é obvio que os minoritários da incorporada têm interesse e direito em delas participar. Em que proporções, em que relação de troca de ações, quem irá fixar é o laudo pericial do valor do patrimônio líquido das duas companhias" (*Temas de S.A.*, p. 395/396).

Diferentemente de Lamy Filho, não vislumbro qualquer ilegalidade em fixar a relação de troca pela cotação de ações com base em momento anterior a divulgação da operação. Ao contrário, a utilização de qualquer cotação futura das ações na relação de troca possibilita manipulações de mercado, uma vez que acionistas poderiam comprar ou vender ações para influir na cotação média, manipulando artificialmente o valor da relação de troca.

Para Luiz Gastão Paes Leaes e Modesto Carvalhosa não haveria qualquer ilegalidade na operação, pois de acordo com eles as ações ordinárias de controle fazem jus ao recebimento de um prêmio, que não deve ser pago aos titulares das ações preferenciais[195].

3.3 Abuso de Poder de Controle

O Presidente da CVM entendeu tratar-se de **abuso de poder de controle**, expressamente capitulado no art. 117, § 1º , alíneas "a" e "b", da Lei das S.A., visto que (i) o novo acionista controlador da TCOC (a TCP) estaria obtendo um favorecimento indevido, em prejuízo da participação dos acionistas minoritários no acervo da referida companhia, (ii) ao promover a pretendida incorporação de ações, estaria a TCP sendo motivada pelo propósito de alcançar, pela compra da totalidade da empresa explorada pela TCOC, o preço limite que estabeleceu para o negócio que decidiu realizar, em prejuízo dos demais acionistas da aludida TCOC, que não estariam recebendo o justo valor que lhes deve ser atribuído, proporcional à participação deles na empresa que é objeto da cessão pretendida.

Dessa forma, embora o protocolo de incorporação não estabelecesse relação de substituição desproporcional para as diversas espécies de ação, a CVM houve por bem considerar os fatos anteriores à operação, ocorridos quando da alienação do controle da TCOC, para concluir que aos acionistas titulares de ações ordinárias estava sendo dado tratamento mais vantajoso, e não equitativo, que aos detentores de ações preferenciais.

---

[195] Veja-se crítica de Luiz Leonardo Cantidiano em seu voto: "O que os ilustres juristas deixam de analisar é o fato de que, na venda da totalidade da empresa, salvo quanto ao valor do prêmio que é pago ao detentor do bloco de controle, todos os acionistas da companhia que explora a empresa objeto de cessão têm igual direito a participar do negócio, observada a respectiva proporção de participação no capital social".

Nesta ocasião, a CVM não se limitou a uma opinião pelo impedimento de voto, que permitiria que a operação fosse realizada, preferindo opinar pela ilegalidade do negócio, considerando, portanto, que uma operação de tal natureza não poderia ser convalidada nem mesmo pela assembleia, ainda que sem o voto dos acionistas beneficiados. Nem tampouco abordou a questão de tratar-se de um negócio jurídico indireto ou simulação.

Assim, por maioria o Colegiado, pelas razões expostas no voto do Presidente, entendeu que a proposta a ser submetida às assembleias gerais da TCOC e de TCP contrariava a legislação vigente, porque não assegura tratamento equitativo a todos os acionistas da TCOC, considerando a operação uma cessão e transferência da empresa. A Diretora Norma Jonssen Parente concordou com o voto do Presidente e apresentou voto em separado. O Diretor Luiz Antonio de Sampaio entendeu, em voto separado, acompanhando a área técnica, não ter a CVM condições de, naquele momento, decidir pela ilegalidade da operação, embora entenda haver indícios que poderão ser constatados pelo Poder Judiciário ou pela CVM em inquérito.

4. CASO ABN/ SUDAMERIS

(Incorporação do Banco Sudameris Brasil S.A. pelo Banco ABN Amro Real S.A. (Processo CVM 2004/2274, julgado em 06.04.2004 e 20.04.2004)

4.1 Da Operação

Conforme divulgado em fato relevante publicado em 24.10.2003, o Banco ABN Amro Real S.A. ("Banco Real") adquiriu da Banca Intesa S.p.A. ("Intesa") o controle acionário do Banco Sudameris Brasil S.A. ("Sudameris"), pelo preço de **R$ 2.189.665.000** (dois bilhões, cento e oitenta e nove milhões, seiscentos e sessenta e cinco mil reais), comprometendo-se, no prazo regulamentar, a apresentar oferta pública de aquisição por alienação de controle de ações ordinárias de emissão do Sudameris, por preço por ação equivalente a 80% do preço pago à Intesa ("OPA por Alienação de Controle").

Cumulativamente à OPA por Alienação de Controle acima descrita, o Banco Real manifestou interesse em requerer à CVM o registro de oferta pública de aquisição de ações de emissão do Banco Sudameris para cancelamento de seu registro como companhia aberta (a "OPA para Cancelamento de Registro"), dirigida aos titulares de todas as ações em circulação de emissão do Banco Sudameris, ordinárias e preferenciais, ofertando o valor de **R$ 595,08 por lote de mil ações – equivalente a 100% do valor pago por lote de mil ações na operação de aquisição do controle acionário do Banco Sudameris** –, a ser pago integralmente em moeda corrente na liquidação da OPA para Cancelamento de Registro, desde que tal valor venha a ser considerado justo pelo laudo de avaliação a ser oportunamente elaborado. A liquidação da OPA para Cancelamento de Registro estaria condicionada à aceitação ou concordância expressa com o cancelamento de registro, de acionistas titulares de pelo menos 2/3 das ações em circulação, na forma do artigo 4º, § 4º, da Lei 6.404/76 e do artigo 16 da Instrução CVM 361/02, sendo certo que na hipótese de não ser alcançado tal percentual o ofertante não adquiriria quaisquer ações no bojo da oferta.

A referida OPA para Cancelamento de Registro teve seu leilão realizado em 11.03.2004, porém sem sucesso, uma vez que a maioria dos minoritários se manifestou de forma contrária à proposta de fechamento de capital.

Em 26.03.2004, o Banco Real e o Sudameris celebraram um protocolo de incorporação de ações de emissão do Sudameris, com a intenção de transformá-lo em subsidiária integral do Banco Real, conforme já havia sido divulgado no fato relevante acima mencionado[196].

Visando a obter parâmetro adequado e justo para a avaliação dos patrimônios líquidos do Banco ABN Real e do Banco Sudameris, e o consequente estabelecimento da relação de substituição das ações, as administrações das referidas companhias contrataram empresas especializadas, que avaliaram na mesma data, pelo seu valor econômico, por meio do método do **fluxo de caixa descontado** a valor presente, resultando nos seguintes valores: patrimônio líquido do Banco ABN Real – **R$ 15.076.653.000,00** e patrimônio líquido do Banco Sudameris – **R$ 2.501.410.000,00**.

Em decorrência dessas avaliações verificou-se a seguinte relação de troca: cada lote de 1.000 (mil) ações a serem incorporadas do Banco Sudameris corresponderia a **78,0** novas ações de emissão do Banco ABN Real, todas ordinárias.

Foi, portanto, sob a alegação de que a referida operação se revelava ilegal e abusiva, por simplesmente ignorar a legítima manifestação dos titulares das ações de emissão do Sudameris em circulação no mercado, que foi formulado em 30.03.2004, por determinados acionistas minoritários, pedido de interrupção do curso do prazo de antecedência da Assembleia Geral do Banco Sudameris marcada para o 12.04.2004.

Deve-se destacar, contudo, que no presente caso, diferentemente dos casos Petrobras/BR e Serrana/Bunge, os acionistas do Banco Sudameris receberiam, por força da operação, ações de emissão de uma companhia fechada, perdendo, portanto, as suas condições de liquidez para o investimento.

---

[196] "Em atenção ao disposto no inciso VIII do parágrafo único do artigo 10 da Instrução CVM 358/02, e sem prejuízo de, se for o caso, ser oportunamente divulgado o aviso de fato relevante de que trata o artigo 2° da Instrução CVM 319/99, informa-se que, após a realização da OPA por Alienação de Controle e, eventualmente, da OPA para Cancelamento de Registro, mas independentemente do resultado de tais ofertas, a administração pretende submeter às assembléias gerais de acionistas de Banco ABN Real e Banco Sudameris proposta de transformação do Banco Sudameris em subsidiária integral do Banco ABN Real, mediante incorporação de ações (a 'Incorporação de Ações'), na forma do artigo 252 da Lei 6.404/76. Em qualquer caso, o Banco ABN Real não apresentará à CVM requerimento de registro como companhia aberta e, por conseguinte, os valores mobiliários de sua emissão, incluindo as ações a serem eventualmente emitidas em decorrência da Incorporação de Ações, continuarão não admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários".

Com base nesta operação foram suscitadas as seguintes questões:

a) **Configuração da operação como negócio jurídico indireto;**
b) **Necessidade de realização de oferta pública de fechamento de capital, visto que os acionistas do Sudameris passariam a ter ações de uma companhia fechada;**
c) **Obrigatoriedade da indenização contingente, de valor aleatório, ser considerada na fixação da relação de troca de ações.**

4.2 Inexistência de Negócio Jurídico Indireto e Realização de Oferta Pública de Fechamento de Capital

O Colegiado, por unanimidade de votos, com fundamento em elementos constantes do MEMO/CVM/SEP/GEA-3/34/04 e na manifestação da Procuradoria Federal Especializada na CVM, nos termos do MEMO/PFE-CVM/GJU-2/70/04, proferiu opinião no sentido de que a proposta de incorporação de ações do Banco Sudameris Brasil S.A. não violava dispositivos legais ou regulamentares.

O Colegiado manifestou-se pela improcedência das alegações de que a operação configuraria negócio jurídico indireto, por ter como finalidade efetiva promover o fechamento do capital do Banco Sudameris Brasil S.A., contornando as exigências legais e regulamentares aplicáveis à espécie[197].

O Colegiado entendeu que a incorporação de ações é modalidade de operação expressamente autorizada pela Lei 6.404, de 1976, cuja disciplina não se confunde com as normas aplicáveis ao fechamento de capital de companhias abertas. O Colegiado considerou, adicionalmente, que a companhia apresentou fundamentos concretos que legitimam a proposta de realização da operação.

---

[197] Declaração de voto do Diretor Luiz Antonio de Sampaio Campos: "O fato de a incorporadora ter formulado, previamente à incorporação de ações, uma oferta pública de cancelamento de registro, em nada altera o seu direito de realizar a incorporação de ações. São operações distintas, com finalidades díspares. Cada uma vale por si e pode ser realizada independentemente da outra, não sendo uma condição da outra. A incorporadora agiu apenas com transparência e buscou dar aos acionistas da companhia incorporada diversas oportunidades de saída, antes de realizar a incorporação de ações. Pretendeu dar tratamento eqüitativo aos acionistas minoritários, assegurando-lhes o mesmo preço pago para o acionista controlador na aquisição de controle".

Como bem apontou a autarquia:

(i) o ABN poderia ter promovido diretamente a incorporação, sem sequer realizado OPA objetivando o cancelamento de registro[198];

(ii) os institutos jurídico-societários de cancelamento de registro de companhia aberta e de incorporação de ações são inconfundíveis;

(iii) A operação de incorporação de ações dispensa a realização de OPA, pois assegura o direito de recesso aos acionistas dissidentes das companhias envolvidas;

(iv) não houve negócio jurídico indireto, pois a realização da incorporação era operação querida pelo controlador independentemente do resultado a ser alcançado com a OPA de cancelamento de registro, o qual obstaria a afirmação de que a conversão em subsidiária integral do Sudameris serviria tão-somente a um fim atípico e menor, qual seja, o fechamento de capital;

(v) somente se poderia falar em fraude à lei se ficasse demonstrado, cabalmente, que a conversão em subsidiária integral tem por finalidade o fechamento de capital; e

(vi) inexiste vedação em lei a que se proceda uma incorporação de ações, quer por um controlador de capital fechado sobre uma companhia aberta, quer depois de feita, sem êxito, OPA para cancelar o registro[199].

---

[198] Manifestação da GER-1 da CVM: "a operação de incorporação em tela tem por fundamento o disposto no art. 252 da Lei nº 6.404/76 ('Lei'), não havendo no referido dispositivo qualquer pré-requisito de realização de oferta pública de aquisição de ações ('OPA'), e muito menos, que tal OPA tenha ou não sucesso. Ainda a esse respeito, poderia o ABN promover tão somente a referida incorporação, sem sequer realizar OPA objetivando o cancelamento de registro de companhia aberta;"

[199] Manifestação do Procurador Alexandre Pinheiro dos Santos: "Independentemente do acima aduzido, não parece razoável que incorporação de ações utilizada segundo os contornos legais, para o salutar alcance de legítimos e específicos interesses e finalidades surgidos na vida de uma companhia (o que, à vista dos elementos ora examinados e por presunção, ocorre in casu), deva seguir os exatos passos de uma operação de cancelamento de registro de companhia aberta. Sabe-se que não se pretende com uma incorporação de ações, ao menos quando se procede com a boa-fé que ora se presume, 'arrancar' companhia de mercado público ou afetar negativamente a liquidez ou o nível informacional concernente a participações societárias, embora, em termos práticos, resultados acessórios semelhantes possam legalmente ocorrer. A Superintendência de Relações com Empresas, por sua vez, foi a única a se manifestar de forma contrária, entendendo, conforme Parecer da GEA-3: 'Conforme comentado no parágrafo anterior, entendemos que as manifestações do Banco Sudameris comprovam que, embora não tenha sido idealizada tão-somente com esse fim, a proposta de incorporação das ações do Banco Sudameris, para sua conversão subsidiária integral do Banco ABN, sociedade anônima de capital fechado, também tem como objetivo promover o fechamento do capital dessa instituição, consistindo, portanto, em uma forma de contornar as disposições legais e regulamentares concernentes ao fechamento de capital de companhias abertas, notadamente aquelas dispostas no art. 4º da Lei nº 6.404/76 e no art. 14 da Instrução CVM nº 361/02'".

4.3 Impacto de eventuais contingências judiciais na relação de troca

No caso ABN/Sudameris, um grupo de minoritários pretendia que o valor provável resultante de duas ações de indenização por eles propostas como substitutos processuais do Banco Sudameris, contra seu antigo controlador (o Banque Sudameris S.A.), fosse considerado no patrimônio da companhia, e, portanto, na relação de troca proposta para a incorporação de ações.

A pretensão foi negada pelo Colegiado sob o entendimento de que as ações judiciais "representariam somente uma expectativa de direito, cujo valor atual é meramente contingente, sem prejuízo de que, caso haja decisão final favorável aos autores da ação proposta, com o respectivo recebimento dos valores apurados, os requerentes busquem obter os eventuais prejuízos que porventura possam vir a sofrer". Acrescentou ainda a decisão que "não se pode impedir a companhia de deliberar e seguir sua vida social por conta dessa demanda".

O mesmo entendimento foi posteriormente seguido no caso Petroquisa/Petrobras, como será abaixo examinado, inclusive comparando-se as suas diferenças.

5. CASO RIPASA/SUZANO/VOTORANTIM

(Incorporação de ações de emissão da Ripasa S.A. Celulose e Papel pela Ripasa Participações S.A. (Processo CVM RJ/2005/5203, julgado em 24.08.2005 e 26.08.2005)

5.1 Da Operação

Até 31.03.2005, a Ripasa S.A. Celulose e Papel ("Ripasa") apresentava a seguinte distribuição acionária, conforme indicado no IAN de 31.12.03:

Acionistas	**Ordinárias**		**Preferenciais**	
	Quant. (*)	**%**	**Quant. (*)**	**%**
ZDZ Participações e Administração S.A.	163.217	97,66	37.329	18,34
Outros Acionistas	3.909	2,34	166.190	81,66
Totais	167.126	100,00	203.519	100,00

(*) em mil

Em 10.11.2004, a Ripasa, em conjunto com a Suzano Bahia Sul Papel e Celulose S.A. ("Suzano") e a Votorantim Celulose e Papel S.A. ("VCP"), publicou fato relevante para comunicar que:

a) as companhias celebraram acordo para a aquisição de todas as ações ordinárias e preferenciais da Ripasa detidas, direta e indiretamente, por seus acionistas controladores, da seguinte forma: (i) 111.417.366 ações ordinárias e 35.988.899 ações preferenciais da Ripasa seriam adquiridas e pagas até 31 de março de 2005, por US$ 480 milhões e (ii) 55.708.684 ações ordinárias e 17.450.639 ações preferenciais da Ripasa seriam adquiridas por meio de opções de compra e venda a serem exercidas no prazo de até seis anos, por US$ 240 milhões;

b) às ações preferenciais seria apropriado o respectivo valor econômico, determinado em laudo elaborado por empresa especializada. No que se refere às ações ordinárias, o preço contemplaria o valor econômico acrescido do prêmio pela aquisição de controle;

c) Suzano e VCP continuariam a atuar como concorrentes nos mercados em que atuam, preservando a independência de suas atividades; e

d) poderia ser implementada uma reestruturação societária, que permitiria aos acionistas de Ripasa a migração para Suzano e VCP, com base no valor econômico das ações preferenciais de que fossem titulares. Ao final desse processo seria promovido o cancelamento de registro de companhia aberta da Ripasa, que seria transformada em unidade produtiva.

Por intermédio de novo fato relevante, divulgado em 31.03.2005, a Ripasa informou que as companhias haviam implementado a operação mencionada acima, o que resultou na transferência de 129.676.966 ações ordinárias e 41.050.819 ações preferenciais de emissão da Ripasa para a Suzano e para a VCP por intermédio de sua controlada Ripasa Participações S.A. ("Ripar"). Adicionalmente, foi celebrada a opção de compra e venda possibilitando a aquisição, por Suzano e VCP, de 37.449.084 ações ordinárias e 12.388.719 ações preferenciais da Ripasa.

Em 20.07.2005, Ripasa, VCP e Suzano divulgaram novo fato relevante para informar uma proposta de reestruturação societária a ser submetida às assembleias gerais das companhias envolvidas, que compreenderia a incorporação de ações de emissão da Ripasa pela Ripar e a posterior cisão total dessa última, com a versão de parcelas de seu patrimônio para a VCP e a Suzano em partes iguais.

Conforme consta do Protocolo e Justificação de Incorporação de Ações e de Cisão Total:

a) na primeira etapa da operação, a **Ripasa será convertida em subsidiária integral** da Ripar, por meio da incorporação da totalidade de ações de emissão da primeira, pertencentes aos acionistas não-controladores, ao patrimônio da segunda, a ser deliberada nas assembleias marcadas para 29.08.2005. Dessa forma, os acionistas da Ripasa receberão as ações de Ripar necessárias para manterem suas atuais participações no capital da Ripasa, sendo que a **relação de troca** foi estabelecida com base no **valor econômico**, apurado no laudo elaborado pelo Unibanco, que resultou nas seguintes relações de conversão:

RIPASA	RIPAR
1 ON	8,69331829 ON
1 PN	8,69331829 PN

b) na segunda etapa, será realizada a **cisão total de Ripar**, a ser deliberada em 30.08.2005, com versão do seu patrimônio, em partes iguais, para VCP e Suzano, o que implicará o aumento do capital dessas empresas, com a emissão de novas ações a serem distribuídas aos acionistas não-controladores de Ripar, sendo que a **relação de troca** foi estabelecida com base no **valor econômico**, apurado no laudo elaborado pelo Unibanco, que resultou nas seguintes relações de conversão:

RIPAR	SUZANO	VCP
1 ON	0,0167 ON	0,0072 PN
1 PN	0,0167 PNA	0,0072 PN

c) a relação de substituição resultante das duas etapas é a seguinte:

RIPASA	RIPAR	SUZANO	VCP
1 ON	8,6933 ON	0,145 ON	0,0627 PN
1 PN	8,6933 PN	0,145 PNA	0,0627 PN

d) os acionistas de Ripasa poderão exercer o **direito de recesso**, cujo valor será baseado no patrimônio líquido constante do último balanço patrimonial da companhia aprovado em Assembleia Geral, ou seja, **R$ 2,8518** para cada ação da Ripasa;

e) cabe ressaltar que o intervalo de **valor econômico** máximo da **Ripasa** foi apontado no Protocolo como sendo de **R$ 5,74 por ação**.

Assim, o presente processo originou-se de petição protocolizada, em 16.08.2005, por Fundo Fator Sinergia FIA e Fundo Fator Sinergia II FIA ("Fundos Sinergia"), acionistas preferencialistas da Ripasa, tendo em vista a deliberação sobre a aprovação do Protocolo e Justificação de Incorporação de Ações e de Cisão Total celebrado em 20.7.2005 entre a Ripasa, a Ripar, a VCP e a Suzano, relativo à incorporação da totalidade das ações de emissão da Ripasa pela Ripar e posterior cisão desta última com versão de seu patrimônio, em partes iguais, para VCP e Suzano.

Na petição, foi requerido, nos termos do art. 124, § 5º, da Lei 6.404/76 e do art. 3° da Instrução CVM 372/02, que a CVM: (a) determine a interrupção do prazo de antecedência da convocação da AGE; (b) considere ilegal a deliberação de incorporação de ações dos acionistas da Ripasa, determinando a suspensão da realização da referida AGE; e (c) instaure procedimento investigativo.

Em apertada síntese, tal assembleia geral faz parte da cadeia de atos societários da Ripasa que deliberarão sobre (i) a incorporação de ações de Ripasa por uma sociedade fechada – Ripar, especialmente criada pelas duas companhias que recentemente adquiriram o controle da Ripasa (VCP e Suzano), e utilizada como veículo para aquisição das ações ordinárias de emissão da Ripasa, e (ii) a cisão da Ripar, e a subsequente incorporação das sociedades resultantes da cisão por VCP e Suzano.

Deve-se ressaltar que as ações de controle adquiridas pelos novos controladores estão sendo vertidas para as sociedades controladoras pela mesma relação de troca das ações preferenciais, não se podendo falar, portanto, de um instrumento para aumentar a posição relativa do novo controlador no capital da sociedade adquirida.

Com base nessa operação foram suscitadas as seguintes questões principais:

a) Configuração da operação como negócio jurídico indireto;

b) Necessidade de realização de oferta pública de fechamento de capital, visto que os acionistas da Ripasa passariam a ter momentaneamente ações de uma companhia fechada;

c) fraude à lei.

Em razão do escopo do presente trabalho, não serão objeto de análise as reclamações de determinados acionistas minoritários relativas (i) à existência do direito recesso na segunda etapa da operação (cisão da Ripar), nos termos do § 3 do artigo 264 da Lei das S.A., por entenderem que se tratava de uma incorporação de controlada; e (ii) existência de direito de *tag along* aos acionistas titulares de ações preferenciais de emissão da Ripasa, em razão de o estatuto social dispor que tais ações detinham os mesmos direitos relativos às ações ordinárias.

5.2 Fechamento indireto do capital – Negócio Jurídico indireto e Fraude à Lei

Os minoritários alegaram que a operação implicaria fechamento indireto do capital da Ripasa, com burla à regra legal que impõe, para esse fim, a realização de oferta pública de aquisição de ações (OPA).

No entanto, como visto acima, a incorporação de ações é modalidade de operação expressamente autorizada pela Lei das S.A., cuja disciplina não se confunde com as normas aplicáveis ao fechamento de capital. No artigo 252 da Lei das S.A., que disciplina expressamente a operação de incorporação de ações, não há qualquer pré-requisito de realização de oferta pública de aquisição de ações. Os institutos jurídico-societários de cancelamento de registro de companhia aberta e de incorporação de ações são inconfundíveis. Além disso, deve-se esclarecer que negócio jurídico indireto é aquele celebrado pelas partes visando à obtenção de fins diversos dos que lhe são típicos.

Como bem demonstraram Marcelo Trindade[200] e Pedro Oliva Marcílio de Souza[201] em seu votos, a incorporação de ações possui um remédio próprio, que afasta a incidências das normas referentes à realização de OPA.

Em sentido oposto, Norma Jonssen Parente[202] entendeu como necessária a

---

[200] "A incidência de tais normas específicas afasta, por evidente, a incidência da norma genérica do art. 4º, § 4º, da Lei 6.404/76, que determina a realização de OPA previamente ao cancelamento de registro de companhia aberta. Tal regra deve ser lida – como aliás toda e qualquer regra – com a ressalva, implícita, óbvia e por isto desnecessária, 'salvo disposição em contrário'. (...) **Por isto tenho dito que é muito injusta a fama da operação de incorporação de ações, de ser um meio especial de fechar o capital indiretamente. Quem o afirma parece não atentar para o fato de que, tanto na incorporação quanto na incorporação de ações, o acionista da sociedade incorporada é obrigado a entregar todas as suas ações, e receber ações da sociedade controladora**. (...) **Em suma: goste-se ou não das normas legais aplicáveis ao caso, elas são específicas e cristalinas, e não comportam interpretação que as afaste, mediante a aplicação da regra geral do art. 4º, § 4º, da Lei 6.404/76 sobre ofertas públicas de cancelamento de registro aos casos de incorporação ou de incorporação de ações, ressalvadas, evidentemente, as hipóteses de fraude ou de outras condutas ilícitas**". (grifos nossos)

[201] "Nesse sentido, o que é mais importante para a tomada de decisão nesse processo é que a Lei 6.404/76 não prevê a prevalência de um tipo sobre outro ou mesmo a necessidade de um ser precedido do outro, como querem os Fundos Sinergia. **Se a lei não faz tal diferenciação não cabe a CVM substituir o legislador e fazê-la**." (grifos nossos)

[202] "27. É fácil perceber então que esta conjugação dos procedimentos de incorporação de ações e subseqüente cisão da incorporadora permitiu à Suzano e VCP valerem-se do art. 252 da Lei 6.404/76 sem que tenham, no entanto, efetivamente cumprido seus requisitos. Significa dizer que os controladores acessaram, por via oblíqua, um dispositivo que merece ser analisado com muita cautela, pois encerra um potencial dano aos acionistas minoritários na medida em que estes podem ser deslocados entre sociedades do mesmo grupo econômico a critério exclusivo do controlador. 28. Embora as formas e procedimentos societários pelos quais a companhia pretenda se reestruturar devam ser escolhidos, a princípio, apenas por

realização de oferta pública, por considerar que, analisadas em conjunto, as operações societárias ocorridas em Ripasa representariam em sua essência o fechamento de seu capital.

Deve-se também observar que a operação foi muito criticada, na medida em que se poderia criar uma subsidiária integral fechada, não se lhe abrir o capital e obrigar-se a retirada dos acionistas minoritários, que não teriam outra opção econômica efetiva que não exercer o recesso.

Como bem apontou Marcelo Trindade em seu voto, somente se poderia falar em fraude à lei se ficasse demonstrado, cabalmente, que a conversão em subsidiária integral tem por finalidade o fechamento de capital. Eventual fraude à lei somente poderia ser verificada se provado que se faz a incorporação não porque quer ser subsidiária integral, mas para cancelar o registro sem feitura de OPA. Além disso, como bem apontado por ele, no caso concreto, tal argumento não teria nenhuma lógica, pois ambas as companhias que afinal terminarão incorporando as sociedades resultantes da cisão de Ripar são abertas (VCP e Suzano), assegurando-se aos acionistas minoritários da incorporada o direito de migração, alternativamente ao de recesso.

Dessa forma, o Colegiado, vencida a Diretora Norma Parente, deliberou negar o pedido de reconsideração, por não terem sido apresentados fatos novos que pudessem alterar a decisão anterior, tendo ficado mantida a Assembleia Geral Extraordinária marcada para o dia 29.08.2005.

---

seus sócios e administradores, não pode a CVM corroborar uma decisão que, sobrepondo a forma ao conteúdo, infrinja prejuízos a determinados sócios, constituindo uma inquestionável fraude à lei. 29. E no caso do qual se cuida a fraude é evidente. Suzano e VCP, se concretizarem seus planos, terão deslocado todos os acionistas minoritários de Ripasa para o âmbito de suas estruturas acionárias. Por conseqüência, terão o controle exclusivo da companhia, o que na prática significa fechar o capital da companhia, deixando todo o caminho pavimentado para o já anunciado cancelamento de registro como companhia aberta sem a necessidade de realização de oferta pública. Tudo isto terá sido feito através de uma subsidiária integral que em momento algum foi verdadeiramente integral, eis que subordinada a dois centros de interesse distintos, Suzano e VCP. 30. Aos minoritários, em indisfarçável assimetria, restará a opção de migrarem ou não para o nível dos novos controladores, trocando suas ações de Ripar parte por ações de Suzano e parte por ações de VCP – o que, vale ressaltar –, representará uma diluição ainda maior da participação percentual que cada acionista originalmente detinha em Ripasa. A outra possibilidade seria o exercício do direito de recesso por ocasião da incorporação de ações feita por Ripar, o que não se afigura vantagem efetiva, uma vez que o valor patrimonial das ações se mostra significativamente inferior ao econômico. 31. Por isso, considero necessária a realização de uma oferta pública, haja vista que, analisadas em conjunto, as operações societárias ocorridas em Ripasa representam, em essência, o fechamento de seu capital."

6. CASO PETROBRAS/PETROQUISA

(Incorporação da Petrobras Química S.A – Petroquisa pela Petróleo Brasileiro S/A – Petrobras (Processo 2006/3160, julgado em 18.05.2006 e 30.05.2006)

6.1 Da Operação

Em 17 de abril de 2006, Petróleo Brasileiro S/A – Petrobras ("Petrobras"), e Petrobras Química S.A – Petroquisa ("Petroquisa"), comunicaram que os seus respectivos Conselhos de Administração haviam aprovado as condições da operação de incorporação de ações da Petroquisa pela Petrobras, autorizando a convocação de Assembleia Geral Extraordinária (AGE) dos acionistas de ambas as companhias para deliberar sobre o assunto no dia 22.05.2006.

No caso específico, cerca de 1% do capital social da Petroquisa encontrava-se pulverizado nas mãos de acionistas minoritários, detendo a Petrobras os outros 99%. Portanto, o objetivo primordial da incorporação de ações era permitir que se favorecesse o alinhamento dos interesses estratégicos de ambas as companhias, prevenindo potenciais conflitos e fomentando a racionalização e otimização dos planos de investimentos.

A relação de troca das ações ordinárias e preferenciais de emissão da Petroquisa por ações preferenciais de emissão da Petrobras seria feita com base em avaliação econômico-financeira mediante metodologia do **fluxo de caixa descontado** tendo como base a data de 31 de dezembro de 2005, atribuindo-se **3,487** ações preferenciais de emissão da Petrobras para cada lote de 1.000 ações ordinárias ou preferenciais de emissão da Petroquisa.

Para cumprimento do critério alternativo de que trata o artigo 264 da Lei das S.A., foi proposta a avaliação das companhias com base no **valor patrimonial contábil** na data base de 31 de dezembro de 2005, resultando na relação de substituição de **4,496** ações preferenciais de emissão da Petrobras por lote de 1.000 ações ordinárias ou por lote de 1.000 ações preferenciais de emissão da Petroquisa.

A CVM, por meio do OFÍCIO/CVM/SEP/GEA-4/246/2006 e do OFÍCIO/CVM/SEP/GEA-2/208/2006, decidiu não aceitar a utilização do valor do **patrimônio contábil** em substituição ao critério de avaliação dos patrimônios das

companhias a **preço de mercado**, para fins de atendimento ao artigo 264 da Lei das S.A.

Em razão do exposto, em fato relevante publicado no dia 23 de maio de 2006, os Conselhos de Administração das companhias aprovaram como critério de determinação da relação de troca das ações o valor contábil de ambas as companhias, na data base de 31 de dezembro de 2005, em que serão atribuídas **4,496** ações preferenciais de emissão da Petrobras para cada lote de 1000 ações ordinárias ou para cada lote de 1000 ações preferenciais de emissão da Petroquisa e serão emitidas 886.670 novas ações preferenciais da Petrobras.

Foi aprovada também, para cumprimento do critério alternativo de que trata o artigo 264 da Lei das S.A., a utilização da relação de troca com base em avaliação econômico-financeira, mediante metodologia do **fluxo de caixa descontado**, tendo como data base 31 de dezembro de 2005, que resultou na atribuição de **3,487** ações preferenciais de emissão da Petrobras para cada lote de 1.000 ações ordinárias ou para cada lote de 1.000 ações preferenciais de emissão da Petroquisa.

Importante mencionar que a avaliação da Petroquisa não considera a existência de uma ação judicial proposta pela Petroquisa com fundamento no artigo 246 da Lei das S.A. Referida ação foi julgada procedente em primeira e segunda instância, sendo que o recurso especial não havia sido admitido no Tribunal *a quo* (estando pendente de decisão pelo STJ um agravo regimental), determinando que a Petrobras pagasse à Petroquisa indenização estimada em aproximadamente R$ 15 bilhões. Consequentemente, não existia trânsito em julgado, eis que pendentes de julgamento os recursos de agravos de instrumento respectivos. Naquele momento, portanto, os acionistas da Petroquisa possuíam tão-somente uma mera expectativa de direito.

Com base nessa operação foram suscitadas as seguintes questões principais:

a) Obrigatoriedade de a indenização contingente, de valor aleatório, ser considerada na fixação da relação de troca de ações;

b) Utilização do critério de patrimônio líquido contábil como critério alternativo para fins do artigo 264 da Lei das S.A.

6.2 Impacto de eventuais contingências judiciais na relação de troca

Embora aqui tenha prevalecido conclusão semelhante, Marcelo Trindade apontou três diferenças quanto ao caso ABN/Sudameris.

Andamento dos Processos. No caso ABN/Sudameris, à época da decisão do colegiado, apenas uma das ações judiciais havia sido objeto de apreciação judicial em primeira instância, favoravelmente aos minoritários. Não havia em nenhuma delas decisão judicial de segunda instância. A inexistência de apreciação colegiada sobre o mérito das ações, bem como o fato de que os próprios minoritários, naquele caso, afirmavam que os valores dali resultantes "eram ilíquidos" e "deveriam ser apurados em momento processual posterior" não se verificam no caso da Petroquisa. Como visto da exposição acima, neste caso a ação judicial já foi julgada procedente em segunda instância, sendo que o valor principal da condenação já havia sido determinado pela segunda instância, que seria objeto de liquidação por cálculo, e não por arbitramento[203].

Negociação entre partes independentes. Ainda, Marcelo Trindade bem apontou que no caso ABN/Sudameris o vendedor não incluiu no preço das ações o valor da indenização que viesse a ser condenado a pagar e tampouco previu a obrigação de o comprador devolver-lhe, ou de abater do preço, os montantes da condenação que viessem a ser pagos. Assim, neste caso, duas partes independentes julgaram que os resultados possíveis da ação de indenização não deveriam ser considerados no preço.

Reconhecimento do direito no futuro. Por fim, importante mencionar a manifestação da SEP que analisou o caso ABN/Sudameris, destacando que "existe a manifestação do Banco Sudameris, efetuada através de seus representantes, no sentido de que, caso essas demandas tenham um fim favorável aos acionistas e as indenizações sejam pagas, será possível utilizar os documentos societários e contábeis do Banco Sudameris e do BCI para (i) reconstituir a base de acionistas na data em que teriam ocorrido os supostos prejuízos às companhias e (ii) calcular qualquer acréscimo patrimonial decorrente das mesmas". No caso da Petroquisa, não houve qualquer manifestação no sentido de

[203] Note-se que a nota explicativa às demonstrações financeiras da Petrobrás classificava a perda como possível, ao passo que, no caso ABN/Sudameris, a contingência judicial sequer havia sido individualizada.

reconhecer, no futuro, o direito da atual base acionária à sua participação (em ações) em eventual acréscimo patrimonial da Petroquisa.

Mesmo com essas diferenças, Marcelo Trindade em seu voto concluiu que "a CVM não pode e não deve impedir a realização de uma operação societária não sujeita a registro com base no fato de que, no futuro, caso a obrigação de pagamento venha a tornar-se definitiva, os acionistas minoritários terão dificuldade (decorrente da aparente necessidade de propositura de outra ação judicial) em receber a diferença que lhes seja devida pela valorização da companhia incorporada. A CVM não pode paralisar a vida societária de uma companhia no pressuposto de um evento futuro e incerto. E, aliás, diante da impossibilidade de estimar-se o momento do trânsito em julgado da decisão final, mesmo o Judiciário teria dificuldade de fazê-lo".

6.3 Critério alternativo para fins do artigo 264 da Lei das S.A.

Pedro Oliva Marcílio de Souza, em seu voto, diferenciou muito bem este caso de incorporação de outros precedentes em que não houve intervenção da CVM, separando-os em três grupos, conforme abaixo:

1º Grupo – Incorporação de sociedades cuja **totalidade** do capital social era detida integralmente pela incorporadora[204].

2º Grupo – Incorporação de sociedades cujo capital era detido de forma **quase integral** pela incorporadora, porém a incorporada era de **capital fechado** (fora, portanto, da competência da CVM)[205].

3º Grupo – Incorporação em que os acionistas seriam migrados para uma sociedade sem atividades ou obrigações, mantendo a **mesma participação acionária absoluta e relativa** (incorporação de ações de companhia aberta em *sociedade casca*)[206].

---

[204] Processo RJ 2005/3735 e RJ 2005/7838.
[205] Processo RJ 2004/2040; RJ 2005/2597; e RJ 2005/7750.
[206] Processo RJ 2005/7365 da Light Serviços de Eletricidade S.A. referente à reestruturação societária decorrente da obrigação de desverticalizar sua estrutura conforme imposto pela legislação do setor energético (Lei 10.848/04). Neste caso, a decisão foi de permitir a comparação pelo valor contábil, pois não havia necessidade de proteção, dado que a operação não implicaria mudança patrimonial ou de risco para os acionistas da incorporada.

Conforme se percebe, este caso diferencia-se dos demais precedentes agrupados acima, pois (i) a incorporada possui acionistas minoritários com participação pequena, mas não ínfima (1%); (ii) a incorporada possui capital aberto; (iii) a incorporação implica mudança patrimonial e de risco do investimento.

Como visto na capítulo segundo do presente trabalho, o objetivo principal do artigo 264 da Lei das S.A. é **informacional**[207]. Trata-se de propiciar uma informação nova aos acionistas não controladores para que possam aferir a equidade da relação de substituição apresentada. Assim, de acordo com Pedro Marcílio, a utilização do patrimônio líquido contábil não preencheria o objetivo de prestar nova informação, dado que, por serem companhias abertas, a legislação já determinaria a divulgação de demonstrações financeiras com indicação de valor contábil delas.

Pedro Marcílio esclarece que o artigo 264 possui também a **função legitimadora** da relação de substituição oferecida pela sociedade controladora e seu acionista controlador:

"03. Na Lei 6.404/76, de regra, a legitimação da relação de substituição se dá por sua aprovação em assembleia de acionistas. Como, normalmente, nem todos os acionistas votam (por questões jurídicas ou fáticas) ou alguns votam em sentido contrário à decisão vencedora, o art. 264 da lei exige, nas situações por ele reguladas, que a relação oferecida seja legitimada por meio de uma avaliação das companhias envolvidas pelo patrimônio líquido a preços de mercado. A legitimação ocorre quando a relação de substituição oferecida demonstra-se superior à relação de substituição obtida pela avaliação. **04. Caso a legitimação não seja obtida por essas formas (votos e avaliação), concede-se direito de retirada aos acionistas discordantes pelo preço das ações obtido nessa segunda avaliação (se maior que o valor patrimonial da ação, se menor, o reembolso é pelo valor patrimonial). Legitima-se a operação, então, pelo direito de saída dos acionistas que não concordaram com a operação"**. (grifos nossos)

[207] Processo RJ 2001/9986; RJ 2004/5914 e RJ 2005/7365.

Assim, conclui pela possibilidade da utilização de outro critério quando (i) **este for diferente do utilizado para definir a relação de troca ou do direito de retirada** e (ii) **a operação seja levada para votação em uma estrutura que permita uma legitimação diferenciada da relação de substituição**.

Entretanto, o entendimento do Diretor Pedro Marcílio a respeito da **função legitimadora do artigo 264** estampado neste caso não parece ter sido mantido quando da reestruturação do grupo Telemar, em que, por meio do Parecer de Orientação 34/06, considerou-se insuficiente a proteção do artigo 264, impedindo o direito de voto do acionista controlador.

7. REESTRUTURAÇÃO DO GRUPO TELEMAR

(Processo CVM RJ 2006/7166; Processo RJ 2006/6785; Processo 2006/7840; Processo 2006/7204 e RJ2006/7213)

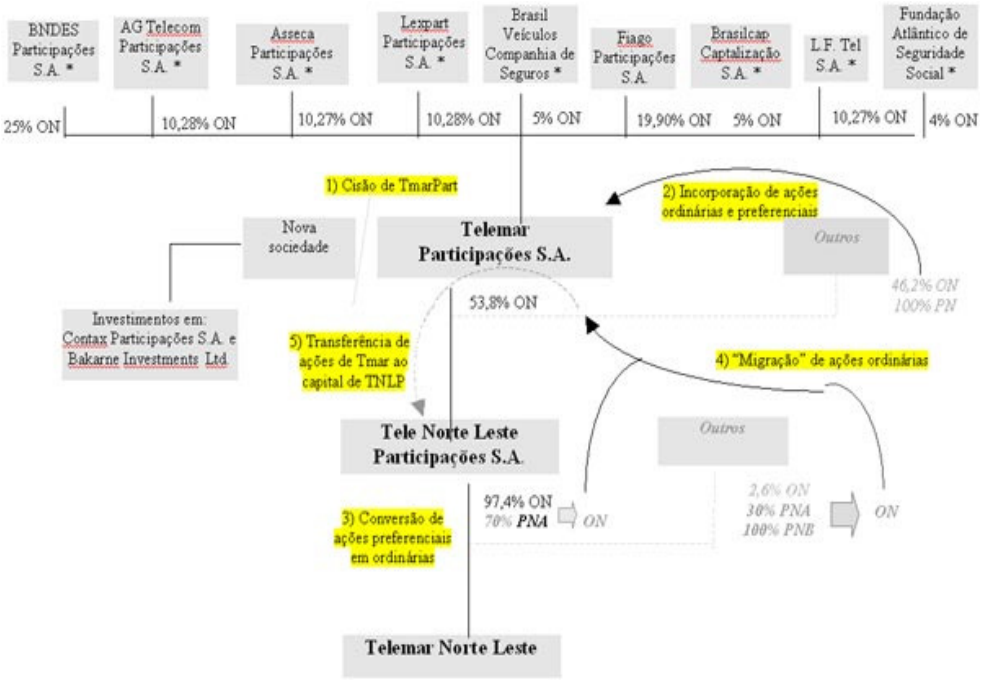
7.1 Da Operação

Nos termos do fato relevante divulgado em 17.04.2006, o Grupo Telemar pretendia realizar uma reestruturação societária visando a simplificar a estrutura societária das empresas e reunir seus acionistas, distribuídos em três sociedades com seis diferentes classes e espécies de ações, em uma única companhia, com o capital dividido exclusivamente em ações ordinárias negociadas no Novo Mercado, conforme principais termos abaixo:

(i) a incorporação de ações da Tele Norte Leste Participações S.A. ("TNL") pela sua controladora Telemar Participações S.A. ("TmarPart");

(ii) a conversão de ações preferenciais da Telemar Norte Leste S.A. ("Tmar"), controlada da TNL, em ações ordinárias, seguida de resgate das ações não convertidas;

(iii) a migração dos acionistas ordinários de Tmar para TmarPart.



Fonte: Processo CVM RJ/2006/7166

As relações de troca, usadas na incorporação de ações, na conversão de ações preferenciais e na migração de ações, basearam-se no Laudo de Avaliação Econômico-Financeira preparado por N. M. Rothschild & Sons (Brasil) Ltda., que utilizou o seguinte método de cálculo, aplicado tanto à TNL quanto à Tmar:

(a) avaliação do valor econômico da TNL pelo método do fluxo de caixa descontado, usando a data base de 31.12.2005;

(b) o valor total das ações da TNL foi obtido por meio da subtração da dívida líquida da companhia de seu valor econômico;

(c) as ações preferenciais da TNL foram avaliadas a partir de seu valor de mercado, cotado na média dos últimos 30 dias, findos em 13.04.2006, acrescido de um prêmio de 25%, baseado no prêmio médio pago em ofertas para aquisições de ações preferenciais implementadas no Brasil por outros emissores que possuem liquidez semelhante;

(d) o valor das ações ordinárias da TNL, detidas pelo acionista controlador, foi obtido por meio da subtração do valor das ações preferenciais (acrescido pelo prêmio) do valor total da TNL; e

(e) o valor atribuído às ações ordinárias da TNL, detidas pelos acionistas minoritários, é de 80% do preço por ação pago aos acionistas controladores, conforme regra prevista no artigo 254-A da Lei 6.404/76.

Com base na avaliação acima, as relações de troca seriam as seguintes: (i) **41,5145** ações da TmarPart para cada **ação ordinária** da TNL; (ii) **15,7897** ações da TmarPart para cada **ação preferencial** da TNL.

Deve-se notar que a deliberação dos acionistas da TNL seria realizada em duas etapas: (i) apreciação por todos os acionistas não controladores da TNL, independentemente da espécie de duas ações, sendo que, caso a proposta de incorporação fosse rejeitada por 50% mais uma das ações dos acionistas não controladores, a TmarPart orientaria seu voto contrariamente à aprovação da operação; (ii) na hipótese de não rejeição, a TmartPart estaria livre para manifestar seu voto quanto à operação de incorporação de ações.

Como se discutiu nos capítulos precedentes, considerando a incidência de casos recentes de incorporação e incorporações de ações, a CVM emitiu, em 18.08.2006, o Parecer de Orientação 34/06, que interpretou o artigo 115, § 1º, da Lei das S.A. manifestando o entendimento de que, em operações de incorporação de ações em que sejam atribuídos **diferentes valores às ações a serem incorporadas**, conforme sua espécie, classes ou titularidade, sem se basear em **critérios objetivos**, os acionistas potencialmente beneficiados estariam previamente impedidos de votar na assembleia geral.

No caso em comento, a CVM entendeu que o Parecer de Orientação 34/06 seria aplicável, pois o benefício particular adviria de atribuição ao acionista controlador de uma participação maior no capital da sociedade resultante da reestruturação societária do que o percentual entregue por esse acionista. Dessa forma, a estrutura de votação da assembleia da TNLP foi modificada para atender o indicado pela CVM.

Com base nessa operação foram suscitadas as seguintes questões principais:

a) Aplicabilidade do Parecer de Orientação CVM 34/06;

b) Impedimento de votos dos acionistas ordinaristas detentores de ações preferenciais.

7.2 Aplicabilidade do Parecer de Orientação CVM 34/06

Com base nos precedentes anteriormente analisados, percebe-se que a aplicação do Parecer de Orientação 34/06 à operação de Reestruturação da Telemar muda o posicionamento da CVM[208]. Em nenhum dos precedentes acima, a CVM havia impedido o direito de voto do acionista controlador. Muito pelo contrário, a CVM entendia que o artigo 264 era suficiente para proteger os acionistas minoritários, exercendo a sua função legitimadora no processo de incorporação de ações.

---

[208] Crítica de Luiz Leonardo Cantidiano quando de sua consulta à CVM sobre a aplicabilidade do Parecer CVM 34/06 à reestruturação do Grupo Telemar: "[A] súbita e inesperada apresentação daquela opinião – que contraria o entendimento pretérito da autarquia sobre a matéria tratada no parecer, que persistia há longo tempo – traz uma insegurança jurídica a todos os seus participantes, de conseqüências ainda não avaliadas corretamente". O entendimento pretérito da CVM sobre a matéria estaria consubstanciado nas decisões dos Processos RJ2000/6117 ("Caso Petrobrás BR") e RJ2001/11663 ("Caso Bunge"). Disse ainda o Consulente que a súbita mudança de posicionamento foi feita "sem que a autarquia tenha justificado as razões determinantes da mudança de entendimento, que deveria prevalecer, na medida em que a legislação aplicável permanece a mesma, além de causar enorme confusão no mercado, viola a lei".

Nos Processos CVM RJ 2006/7204 e RJ 2006/7213 referentes à consulta realizada por Luiz Leonardo Cantidiano e Waldir Corrêa foram firmadas pela CVM as seguintes conclusões:

(i) A estratégia legal adotada no Parecer de Orientação CVM 34/06 foi a da **legitimação**, ao invés de proibir a operação.

(ii) O parecer aplica-se, apenas, a incorporações que preencham os seguintes requisitos: (a) a companhia incorporadora **não possui outros ativos** significativos que não as ações da companhia incorporada; (b) as ações do acionista controlador são **avaliadas por um valor maior** do que a do acionista ordinário não controlador ou do acionista preferencial; e (c) não há um **critério objetivo** a validar o valor apresentado para as ações ordinárias.

(iii) Nenhum benefício ou proteção teria sido concedida pelo artigo 264 da Lei das S.A. aos acionistas não controladores, nas incorporações descritas no Parecer de Orientação 34/06.

(iv) Para fins de relação de troca, a **mais valia do controle não pode ser considerada em operações de incorporações de ações**, em que não ocorre a transferência de controle, e nem mesmo existe uma parte independente (como é o terceiro adquirente do controle), que confirme o sobrepreço às ações de controle.[209]

(v) A convergência das cotações de ações da Telemar para a relação de troca anunciada não caracteriza um critério objetivo para efeito de Parecer de Orientação CVM 34/06[210]

---

[209] Voto de Pedro Oliva Marcílio de Souza na consulta feita por Luiz Leonardo Cantidiano: (Processos CVM RJ2006/7204 e RJ2006/7213): "Incorporações nos moldes da proposta pela Companhia não são comparáveis a aquisições de controle. A primeira diferença que elimina a possibilidade de comparação é o fato de, na incorporação, inexistir um adquirente de controle. Daí decorre a segunda diferença, quando um proponente à aquisição de controle faz uma aquisição, ele fixa o preço levando em consideração o incremento de valor que poderá gerar na empresa, com sua administração (que julga, normalmente, melhor), e, também, as sinergias (com corte de custos, acesso a novos mercados para os produtos da sociedade adquirida e da adquirente, etc.). Nada disso está presente na incorporação descrita."

[210] Voto de Pedro Oliva Marcílio de Souza na consulta feita por Luiz Leonardo Cantidiano: (Processos CVM RJ 2006/7204 e RJ 2006/7213): "Como se sabe, após o anúncio de uma reestruturação societária, as cotações das ações passam a convergir para a relação de substituição, variando dentro dela com relação à expectativa do mercado quanto à conclusão da operação e quanto à melhoria do preço. O preço não se liga à aceitação da relação de substituição desejável, mas apenas à plausibilidade da conclusão da operação".

7.3 Impedimento de voto dos acionistas ordinaristas detentores de ações preferenciais

Em 06.09.2006, a TNL formulou consulta à CVM, apresentando alguns questionamentos relacionados à aplicação do Parecer de Orientação CVM 034/06 à assembleia que deliberaria sobre a incorporação de ações dessa companhia, quais sejam, o impedimento de votos dos acionistas ordinaristas detentores de ações preferenciais, a possibilidade de redução do quorum de aprovação e da realização da 2ª convocação da assembleia juntamente à 3ª[211].

A consulta formulada pela TNL à CVM sobre a aplicação do Parecer de Orientação CVM 034/06 à etapa de incorporação de ações de emissão da companhia pela TmarPart foi analisada e respondida pelo Colegiado, em Reunião Extraordinária de 25.09.2006 (Processo 2006/6785).

O Colegiado, por maioria, entendeu que, nos casos do Parecer de Orientação 34/06, **os acionistas titulares de ações preferenciais poderão votar, ainda que também sejam titulares de ações ordinárias**, quando estas, por força do § 1º do art. 115 da Lei das S.A., e na forma do referido Parecer de Orientação, estiverem impedidas de votar. Ficou vencido o Diretor Relator (Pedro Oliva Marcílio de Souza), que entendia que o impedimento de voto deveria ser apurado caso a caso, mediante a análise dos efeitos da deliberação sobre a participação de cada acionista[212].

Sobre o assunto, o Presidente Marcelo Trindade deixou claro que o benefício particular, consistente no sobrepreço das ações, seria auferido pelo ativo ação e não pelo acionista, pois alcança objetivamente toda uma espécie de ação[213]. Ainda, ponderou que

---

[211] No âmbito dessa decisão, foram autorizadas a redução do quorum de aprovação da assembleia em 3ª convocação para 25% das ações preferenciais, excluídas as ações em tesouraria, bem como a simultânea realização da 2ª e da 3ª convocações da assembleia geral da TNL e a realização da assembleia em 3ª convocação em seguida à 2ª.

[212] "Só poderão votar, na Assembléia, os titulares de ações preferenciais e ordinárias que, ao final da Reestruturação Societária venham a ser titulares de um percentual de ações igual ou inferior ao que já detenham quando da Assembléia, excluindo-se do processo de votação todos os acionistas que, sendo titulares de ações preferenciais e ordinárias, venham a aumentar sua participação no capital social, com a aprovação da Reestruturação Societária, pois isso lhes conferiria um 'benefício particular'".

[213] "quando o impedimento de voto decorrer de um benefício que objetivamente atinja a toda uma classe ou espécie de ações, isto é, a toda uma categoria de acionistas – como ocorre nas hipóteses do Parecer de Orientação 34 –, **o impedimento não alcançará a pessoa do acionista, com as demais ações de que seja**

somente se poderia arguir do impedimento da pessoa do acionista quando decorrente de um benefício obtido por força de uma situação subjetiva, como as primeiras hipóteses mencionadas pelo § 1º do art. 115 da Lei das S.A[214].

titular, de outra classe ou espécie não impedida de votar" (grifos nossos).

[214] "Quando o impedimento de voto decorrer de benefício particular que se produz na esfera jurídica da pessoa do acionista – necessariamente decorrente de uma situação extrínseca a sua qualidade de acionista, por conta da proibição de tratamento personalíssimo –, tal benefício determinará a vedação pessoal ao voto daquele acionista. Nesse caso, portanto, o acionista não poderá votar com quaisquer ações que detenha. Este é o caso das duas primeiras hipóteses de impedimento de que trata o § 1º do art. 115 da Lei das S.A., nos quais é correto vincular o impedimento à pessoa do proprietário do bem avaliado, ou à pessoa do administrador, por que essa vinculação decorre de fatores estranhos à condição de acionista (quais sejam, a propriedade de um bem admitido em aumento de capital, cujo laudo de avaliação será submetido à assembléia, ou a condição de administrador, cujas contas serão examinadas)".

8. CASO BUNGE/FOSFÉRTIL

(Incorporação da Bunge Fertilizantes S.A. pela Fosfértil – Fertilizantes Fosfatados S.A. (Processo RJ 2007/3453, julgado em 18.04.2007 e 04.03.2008)

8.1 Da Operação

O presente processo originou-se de requerimento protocolado, em **10.04.2007**, pela Mosaic Fertilizantes do Brasil S.A. e Mosaic Fertilizantes Ltda. (Requerentes), detentoras de 100 ações ordinárias e 1.388.605 ações preferenciais de emissão da Fertilizantes Fosfatados S.A. – Fosfertil, contendo solicitação de interrupção do curso do prazo de antecedência de convocação de assembleia geral extraordinária e especial de preferencialistas da Fosfertil, marcadas para 19.04.2007.

A Fosfertil é uma sociedade anônima de capital aberto com dispersão acionária de 22,01% e controlada pela Fertifos Administração e Participação S.A. (Fertifos), companhia de capital fechado. A Bunge Fertilizantes S.A. (BFE) é uma sociedade anônima de **capital fechado**, controlada pela Bunge Brasil Holdings B.V., sob controle comum ao da Fosfertil.

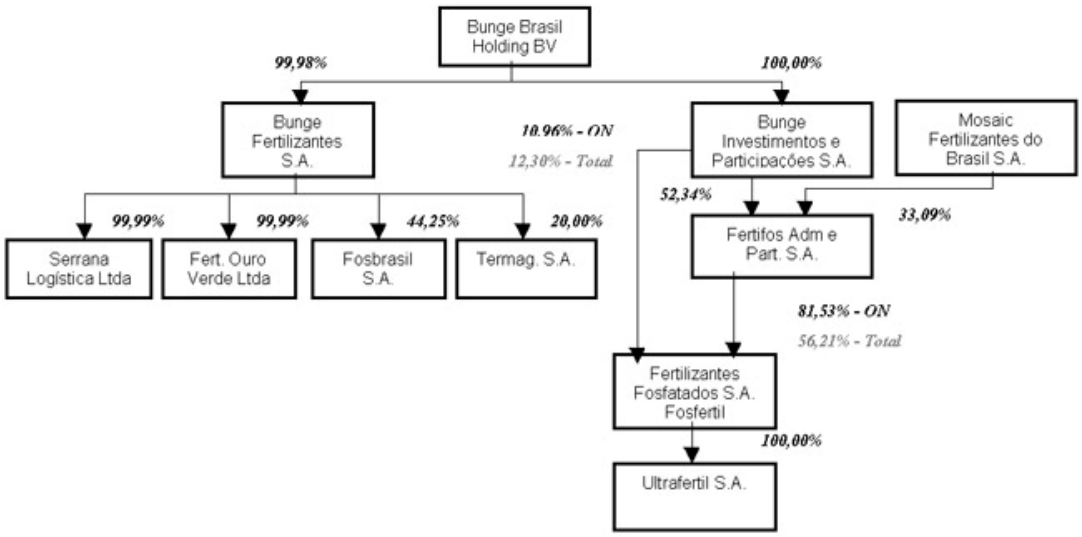
As assembleias de acionistas estavam previstas para o dia 19.04.2007 e as propostas questionadas tratam da reestruturação societária da Fosfertil, por meio da qual a Bunge Fertilizantes S.A. passaria a ser subsidiária integral da Fosfertil. A operação de reorganização societária, divulgada pela Fosfertil mediante o fato relevante de 15.12.2006, foram submetida à Assembleia Geral Extraordinária e à Assembleia Geral Especial, marcadas para o dia 19.04.2007, contemplando:

a) a incorporação das ações da BFE pela Fosfertil, com a consequente transformação da BFE em subsidiária integral da Fosfertil, conforme o art. 252 da Lei das S.A.;
b) a conversão da totalidade das ações preferenciais de emissão da Fosfertil em ações ordinárias, com as mesmas características e vantagens das ações existentes, inclusive o direito de voto, à razão de uma ação preferencial para uma ação ordinária;
c) a atribuição à totalidade das ações ordinárias de emissão da Fosfertil do direito de serem incluídas em eventual oferta pública de alienação de controle da Fosfertil,

por valor correspondente a 100% do preço das ações integrantes do controle, observadas as demais condições previstas no Art. 254-A da Lei das S.A.; e

d) o aumento do dividendo mínimo obrigatório, apurado na forma do art. 202 da Lei das S.A. e previsto no art. 29 do Estatuto Social da Fosfertil, de 25% para 27,5% do lucro líquido.

A estrutura societária das companhias (antes da operação) segue abaixo:



Foi informado, ainda, que, após a realização da reorganização, as administrações das partes adotarão as medidas necessárias com vistas à integração das operações da Fosfertil, da sua controlada Ultrafertil S.A. e da BFE, e consequentemente aproveitamento integral das sinergias, remanescendo a Fosfertil como companhia aberta, titular direta ou indireta das citadas operações.

Com base nesta operação foram suscitadas as seguintes questões principais:

a) Necessidade de prévia realização de oferta pública;

b) Benefício particular e impedimento de voto.

8.2 Necessidade de prévia realização de oferta pública

Neste caso, em que uma companhia fechada teria as suas ações incorporadas por uma companhia aberta, o Diretor Pedro Oliva Marcílio de Souza deixou claro que a operação de incorporação de ações de sociedade controlada não estaria sujeita à prévia

oferta pública de cancelamento de registro, exceto se a nossa lei fosse alterada[215]. Na sua decisão, o então diretor da CVM entendeu que a própria lei criou o seu padrão de equidade para este tipo de operação (relação de substituição ou recesso baseado no valor do patrimônio líquido a preço de mercado), não cabendo à CVM criar um regime alternativo.

8.3 Benefício Particular e Impedimento de Voto

Os requerentes argumentaram que, além de o ato se configurar abusivo, está-se diante de hipótese em que a Bunge obterá um benefício particular. Esse benefício decorreria não apenas da incorporação das ações por meio de uma relação de troca desfavorável, mas também, para culminar, porquanto por meio da conversão de ações, a Bunge alcançaria um percentual de participação na Fosfertil que lhe dará a maioria do capital votante, sem precisar de nenhum voto da Fertifos[216].

---

[215] "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." (grifos nossos)

[216] Argumentos dos requerentes, conforme ata da decisão da CVM: "a. 'Resulta claro, portanto, o benefício particular da Bunge na deliberação da assembléia especial de preferencialistas que irá deliberar sobre a conversão dessas ações, o que acarreta o impedimento da Bunge de votar nesse conclave'; 'b Essa interpretação está condizente com a manifestação da CVM no Parecer de Orientação nº 34/06, segundo o qual o impedimento de voto se dá à vista da particularidade dos efeitos da deliberação relativamente a um acionista, comparado com os demais. Não estará a CVM emitindo, quanto a este aspecto, um julgamento sobre a ilicitude da deliberação – que poderia, em tese, ser um benefício lícito, mas apenas constatando, em tese preliminar, que há um benefício particular na decisão assemblear cogitada, na medida em que está vinculada à incorporação de ações e que, se todas as medidas propostas forem aprovadas, a situação da Bunge resultará absolutamente diversa da anteriormente vigente, com predomínio de sua vontade exclusiva;' 'c. O fato de o Parecer de Orientação nº 34/2006 se referir expressamente às operações de incorporações de ações de sociedades holdings não retira a validade da menção feita pelos Requerentes ao referido Parecer, visto que o controle circunstancial que a Bunge passou a exercer, lhe permitiu direcionar a operação de forma a satisfazer seus interesses'; e 'd. o reconhecimento do impedimento de voto não levará essa D.CVM a emitir

Em sua resposta, as companhias alegaram acertadamente que (i) a situação ora tratada não tem qualquer relação com as hipóteses de existência de benefício particular mencionadas pelo Parecer de Orientação CVM 34/06; (ii) a reorganização societária não prevê a existência de **relações de troca distintas para as ações detidas por determinado acionista ou para determinada espécie de ações**. Ao contrário, está sendo atribuído um único valor, decorrente da avaliação econômica realizada pelo Credit Suisse, para todas as ações de emissão da Fosfertil, independentemente da espécie ou da pessoa de seu titular; e (iii) de acordo com o posicionamento da CVM, o acionista titular de ações ordinárias, inclusive o controlador, não fica impedido de votar como detentor de ações preferenciais na assembleia especial de preferencialistas.

Pedro Oliva Marcílio de Souza entendeu que o acionista controlador não se encontra em conflito de interesses quando vota na assembleia da sociedade incorporada, favoravelmente, a uma incorporação de ações. Para ele, a nossa Lei das S.A., ao regular no art. 264 a situação dos acionistas nas reestruturações societárias envolvendo sociedade controlada, e não prever a vedação de voto, implicitamente aceitou o voto. A vedação só ocorreria se alguma situação excepcional se fizesse presente, **como na situação descrita no Parecer de Orientação 34/06**, que trata especificamente de relação de troca diferenciadas, o que não ocorreu no presente caso.

8.4 Decisão

O Colegiado decidiu, com base no Memo SEP/GEA-4/42/07, de 16.04.2007, e na declaração de voto do Diretor Pedro Marcilio, ser desnecessária a interrupção do curso do prazo de antecedência da convocação de assembleia geral extraordinária e da assembleia geral especial de acionistas preferenciais da companhia, previstas para o dia 19.04.2007, uma vez que é possível conhecer e analisar as propostas que serão submetidas às assembleias e pronunciar-se sobre a legalidade delas sem a interrupção do seu prazo de convocação.

---

um julgamento sobre a ilicitude da deliberação – que poderia, em tese, ser um benefício lícito, mas apenas constatando, em sede preliminar, que há um benefício particular na decisão assemblear cogitada, na medida em que está vinculada à incorporação de ações e que, se todas as medidas propostas forem aprovadas, a situação da Bunge resultará absolutamente diversa da anteriormente vigente, com predomínio de sua vontade exclusiva'".

Após a análise de alguns aspectos do procedimento previsto no art. 124, § 5º, II, da Lei das S.A., que regula esse processo, o Colegiado entendeu, sobre o mérito das propostas, que:

(a) a disputa societária no âmbito da Fertifos S/A, sociedade controladora da Fosfertil – argumento principal do pedido de interrupção – não é da competência da CVM, uma vez que ela é uma companhia fechada;

(b) a CVM deve, portanto, pressupor a validade dos atos societários da acionista controladora na análise da legalidade das propostas a serem submetidas às assembleias de acionistas da companhia, a não ser que haja decisão judicial que determine de forma provisória ou definitiva que esses atos societários são ilegais;

(c) alguns dos argumentos apresentados não foram comprovados documentalmente, necessitando de provas adicionais, e, portanto, não podem ser analisados no âmbito do processo estabelecido pelo art. 124, § 5º, II, da Lei das S.A.

(d) em razão das conclusões anteriores e com base na opinião da área técnica sobre os laudos e demais documentos utilizados na reestruturação societária, o Colegiado não considerou ilegais as propostas a serem submetidas à assembleia de acionistas da Fosfertil, marcadas para o dia 19.04.2007.

9. CASO ULTRA/IPIRANGA

(Processo RJ 2007/14245, julgado em 14.12.2007 e 17.12.2007)

9.1 Da Operação

O presente processo originou-se de quatro pedidos de interrupção do curso de prazo de antecedência das Assembleia Gerais Extraordinárias de Refinaria de Petróleo Ipiranga S.A. ("RPI"), de Distribuidora de Produtos de Petróleo Ipiranga S.A. ("DPPI") e de Companhia Brasileira de Petróleo Ipiranga ("CBPI"), convocadas para o **dia 18 de dezembro de 2007**, a fim de deliberar sobre a operação de **incorporação das ações** de emissão dessas companhias por sua controladora, Ultrapar Participações S.A. ("Ultrapar").

Em 19 de março de 2007, a Ultrapar, a Petróleo Brasileiro S.A. ("Petrobras") e a Braskem S.A. ("Braskem") publicaram fato relevante, informando que seria implementada reorganização societária no âmbito daquelas companhias, conforme as etapas abaixo resumidas:

(a) Aquisição, pela Ultrapar, de ações de RPI, DPPI e CBPI detidas diretamente pelos então controladores, por R$ 2 bilhões, representativas das seguintes participações societárias e pelos valores informados na tabela abaixo: (i) 61,6% das ações ordinárias e 13,8% das ações preferenciais de emissão da RPI; (ii) 65,5% das ações ordinárias e 12,6% das ações preferenciais de emissão da DPPI; (iii) 3,6% das ações ordinárias e 0,4% das ações preferenciais de emissão da CBPI.

Companhia	Ação	Preço de Compra (R$/ação)
RPI	Ordinária Vinculada	132,85184
	Ordinária não Vinculada	106,28147
	Preferencial	38,93000
DPPI	Ordinária Vinculada	140,08671
	Ordinária não Vinculada	112,06937
	Preferencial	29,57000
CBPI	Ordinária não Vinculada	58,10000
	Preferencial	20,55000

(b) Oferta Pública de Aquisição das Ações ordinárias de emissão da RPI, DPPI, CBPI e IPQ, detidas pelos respectivos acionistas minoritários, por um preço equivalente a 80% do preço por ação pago pelas ações ordinárias detidas pelos acionistas controladores, nos termos do artigo 254-A da Lei das S.A. e da Instrução CVM 361:

Companhia	**Ação**	**Preço de Compra (R$/ação)**
RPI	Ordinária	106,28147
DPPI	Ordinária	112,06937
CBPI	Ordinária	58,10000

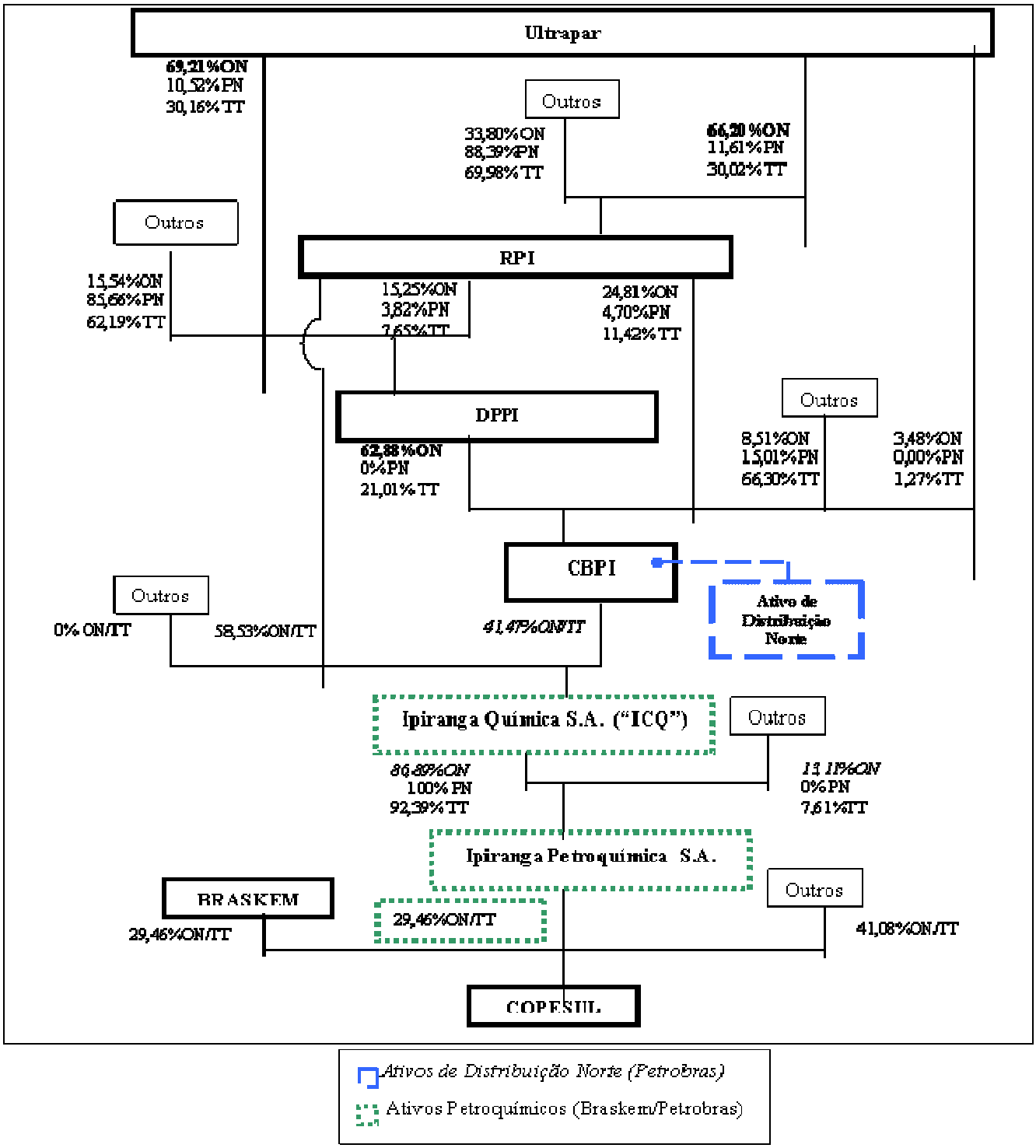
(c) Oferta Pública para Cancelamento do Registro de Companhia Aberta da Copesul, nos termos do artigo 4º, § 4º, da Lei das S.A. e da Instrução CVM 361, pelo preço de R$37,60 por ação ordinária, calculado com base em avaliação pelo **método de fluxo de caixa descontado**;

(d) Incorporação, pela Ultrapar, das ações de RPI, DPPI e CBPI, nos termos do artigo 252 da Lei das S.A., passando as companhias a ser subsidiárias integrais da Ultrapar e recebendo seus acionistas ações preferenciais de emissão da Ultrapar. Para fins de estabelecimento das relações de troca de ações, a Ultrapar, RPI, DPPI e CBPI foram avaliadas com base no **critério do valor econômico conforme avaliação elaborada utilizando-se do método do fluxo de caixa descontado.** A relação de substituição de cada uma das ações de emissão da RPI, DPPI e CBPI, independentemente da classe ou espécie, por ações preferenciais da Ultrapar, será a seguinte:

Companhia	Tipo	Ações Preferenciais de Ultrapar
RPI	ON	0,79850
	PN	0,79850
DPPI	ON	0,64048
	PN	0,64048
CBPI	ON	0,41846
	PN	0,41846

(e) Segregação de Ativos, por meio da redução de capital da RPI e da CBPI, a fim de transferir os Ativos Petroquímicos (representados pela Ipiranga Química S.A., Ipiranga Petroquímica S.A. ("IPQ") e pela participação desta na Copesul – Companhia Petroquímica do Sul ("Copesul"), na proporção de 60% para a Braskem e 40% para a Petrobras), diretamente para a Ultrapar, para posterior entrega à Braskem e à Petrobras, nos termos do contrato de comissão celebrado entre essas companhias, nos termos dos artigos 693 a 709 do Código Civil; e da cisão da CBPI para transferir os Ativos de Distribuição Norte (negócios de distribuição de combustíveis e lubrificantes localizados nas regiões Norte, Nordeste e Centro-Oeste) para uma sociedade controlada pela Petrobras.

De acordo com o IAN/06, as companhias apresentavam a seguinte estrutura acionária (Distribuição do Capital após aquisição do controle das companhias pela Ultrapar e antes da Oferta Pública de Aquisição de Ações):



Em razão do escopo do presente trabalho, abordaremos apenas as questões principais atinentes à incorporação, pela Ultrapar, das ações de RPI, DPPI e CBPI, sem adentrar ao mérito das discussões sobre a existência de *tag along* na Copesul, por exemplo.

Assim, com base nesta operação foram suscitadas as seguintes questões principais:

a) Requisitos para definição da relação de troca;

b) Manipulação de mercado e prática não equitativa;

c) Necessidade de realização de oferta pública.

9.2 Da Relação de Troca

Os requerentes alegam que as relações de troca das incorporações de ações teriam sido acordadas entre a incorporadora Ultrapar, a Braskem e a Petrobras, sem qualquer participação das administrações de RPI, DPPI ou CBPI, bem como que sua divulgação se deu em data anterior (fato relevante de 19 de março de 2007) àquela da conclusão do Laudo de Avaliação de Deutsche Bank (19 de abril de 2007), o que sugeriria que a mesma não teria sido baseada no mencionado Laudo.

As companhias argumentam que inexistiria exigência legal à confecção de laudo de avaliação em operações de incorporação de ações, pelo que haveria liberdade das administrações para estabelecer as relações de troca, desde que demonstrada sua equitatividade.

Neste aspecto, a CVM entendeu que: (a) o estabelecimento da relação de troca é uma decisão que cabe à administração das sociedades, à condição de que seja comutativa; (b) no caso específico, para fins da incorporação de ações, foram emitidos laudos pelos seguintes avaliadores independentes: Deutsche Bank (laudo de avaliação econômica por fluxo de caixa descontado, com data base de 31 de dezembro de 2006); Credit Suisse (laudo de avaliação econômica por fluxo de caixa descontado, com data base de 30 de setembro de 2007); KPMG (laudo de avaliação contábil, com data base de 30 de setembro de 2007); e Apsis (laudo de avaliação do patrimônio líquido a preços de mercado, com data base de 30 de setembro de 2007); (c) a relação de troca estabelecida para fins da incorporação de ações das companhias, divulgada no fato relevante de 19 de março de 2007, encontra-se dentro das faixas de preço apuradas pelos Laudos de Avaliação DB e CS; (d) as faixas de preço apuradas pelo Laudo CS aproximam-se daquelas encontradas pelo Laudo DB; (e) não obstante a data de assinatura do Laudo DB ser de 04 de abril de 2007, a data-base tomada como referência é 31 de dezembro de 2006.

Deve-se também observar que o critério econômico foi entendido pelos avaliadores independentes DB e CS como o parâmetro mais indicado para a determinação da relação de troca[217].

Dessa forma, a CVM entendeu que não se poderia afirmar que a proposta submetida à assembleia nos termos acima seria ilegal.

9.3 Manipulação de Mercado e Prática não Equitativa

Neste tipo de operações, sempre foi muito questionada a legalidade da divulgação, concomitantemente à contratação da aquisição do controle da intenção de realizar incorporações de ações, juntamente com as relações de substituição respectivas.

O princípio do "full disclosure" das informações relevantes é fundamental para o nosso mercado de capitais, dando ampla divulgação ao público investidor. Tal mandamento visa a dar elementos suficientes para os investidores negociarem valores mobiliários de emissão da companhia, bem como coibir a utilização de informação privilegiada.

Assim, em observância ao dever legal de ampla e imediata divulgação, por tratar-se de uma decisão relevante, a intenção da incorporação deve ser divulgada concomitantemente à aquisição do controle, por ser uma decisão concreta e relevante da administração[218]. A comunicação dessa decisão implica também divulgar seu principal

---

[217] "A avaliação econômica por fluxo de caixa descontado é a que melhor traduz o valor da empresa e permite a comparação entre as companhias, especialmente para fins de estabelecer a relação de troca" (**Companhias**). "Reiteramos que a metodologia de avaliação mais apropriada dos ativos em questão deve refletir a capacidade de geração de caixa da cada companhia, o que é consistente com a avaliação por meio de fluxo de caixa descontado a valor presente e múltiplos de valor. Assumir que o valor das companhias deveria ser determinado por um contrato privado entre três empresas (Ultrapar, Braskem e Petrobras) contraria esta lógica e vai contra as teorias de finanças corporativas e práticas de mercado, e, portanto, é metodologia incorreta para os fins que se propõe o Laudo. Note-se, também, que tal contrato é incompleto para o que propõem os Reclamantes, pois não apresenta um valor para a Ultrapar" **(Deustche Bank)** "Julgamos o método de fluxo de caixa descontado ('DCF') é o mais adequado porque este: (i) reflete o valor intrínseco dos ativos; (ii) captura apropriadamente as oportunidades da empresa, ajustando distorções extraordinárias e; (iii) incorpora o crescimento da empresa, fruto de investimentos futuros. Além disso, o método de fluxo de caixa é notadamente uma referência para avaliações de ativos, tendo sido utilizado em diversos outros laudos com propósitos similares" **(Credit Suisse).**

[218] Instrução CVM 358, de 2002: "Art. 10. **O adquirente do controle acionário de companhia aberta** deverá divulgar fato relevante e realizar as comunicações de que trata o art. 3º, na forma ali prevista. Parágrafo único. A comunicação e a divulgação referidas no caput deverão contemplar, no mínimo, as seguintes informações: (...) VIII – outras informações relevantes referentes a planos futuros na condução dos

elemento, qual seja, a relação de substituição de ações pretendida.

Obviamente a divulgação da relação de substituição de ações para qualquer incorporação tem como consequência a fixação de um referencial limite para a cotação das ações. No entanto, a não divulgação de informações relevante deixaria o mercado sem elementos razoáveis na determinação dos preços das ações, podendo propiciar a atuação de *insiders*.

A divulgação da informação da intenção da incorporação conjuntamente com a aquisição do controle é um dever legal, não podendo ser caracterizada, portanto, como **manipulação de mercado**[219].

Não se trata de manipulação de mercado, pois não há qualquer **procedimento ou artifício** destinado a alterar a cotação das ações, induzindo terceiros a comprar ou vender valores mobiliários, se os valores utilizados para a obtenção da relação de substituição refletiam os critérios permitidos em lei[220].

Tampouco pode-se falar de **prática não equitativa**[221], pois a divulgação de todas as informações faz com que todos os participantes do mercado atuem em igualdade de condições, impedindo indevidas posições de desequilíbrio.

Neste sentido, Modesto Carvalhosa[222]: "Respondemos que não apenas é facultado como é dever legal da Consulente, na qualidade de adquirente do controle das companhias abertas ÉPSILON S/A, DELTA S/A e ZETA S/A comunicar, publicar e, portanto, divulgar, concomitantemente à contratação da aquisição do controle, sua intenção de

---

negócios sociais, notadamente no que se refere a **eventos societários específicos que se pretenda promover na companhia, em especial reestruturação societária** envolvendo fusão, cisão ou **incorporação**" (grifos nossos).

[219] Instrução CVM 8, de 1979: "II – Para os efeitos dessa instrução conceitua-se como: (...) b) **Manipulação de preço** no mercado de valores mobiliários a **utilização de qualquer procedimento ou artifício destinado, direta ou indiretamente, a elevar, manter ou baixar a cotação de um valor mobiliário, induzindo terceiros à sua compra ou venda**". (grifos nossos)

[220] A formação artificial é elemento fundamental do ilícito. "A manipulação caracteriza tipicamente um processo de formação artificial de preços, um 'falso mercado' e, conseqüentemente, agride o funcionamento regular do mercado de capitais" (Nelson Eizirik, Modesto Carvalhosa, *A nova Lei das S.A.*, p. 534).

[221] Instrução CVM 8, de 1979: "III – (...) d) Prática não equitativa no mercado de valores mobiliários aquela de que resulte, direta ou indiretamente, efetiva ou potencialmente, um tratamento para qualquer das partes, em negociações com valores mobiliários, que a coloque em uma indevida posição de desequilíbrio ou desigualdade em face dos demais participantes da operação".

[222] Modesto Carvalhosa e Nelson Eizirik, *Estudos de Direito Empresarial*, p. 109.

realizar a incorporação das ações de emissão das mesmas companhias, transmitindo ao mercado todas as informações relacionadas com a operação inclusive a relação de substituição estabelecida, não configurando tal divulgação manipulação de preços no mercado ou prática não equitativa".

9.4 Necessidade de Realização de Oferta Pública

Importante observar que, neste caso, embora alguns fundos de investimento titulares de ações preferenciais da RPI, DPPI e CBPI tenham ingressado com ação cominatória postulando que os acionistas controladores se abstivessem de deliberar acerca das incorporações de ações enquanto não realizada a oferta pública para a aquisição das ações em circulação no mercado, por equivaler a fechamento de capital das incorporadas, referido entendimento não prosperou.

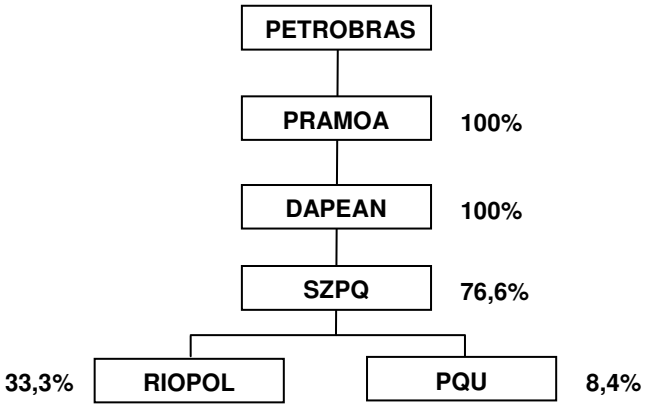
Em decisão de agravo de instrumento (546.024-4/6 e 548.565-4/9, 10ª Câm. de Direito Privado – TJSP – j. 11.03.2008, rel. Des. Galdino Toledo Junior) tirados de decisão, que nos autos de ação ordinária 2007.253416-4 deferiu tutela antecipada visando à abstenção de incorporação de ações posto não realizada oferta pública de aquisição em favor dos acionistas não controladores, decidiu-se por permitir a realização das assembleias relativas à incorporação de ações das companhias, demonstrado claramente a consolidação do entendimento no sentido da ilegalidade de exigir a formulação de oferta pública em casos de incorporação de ações.

10. CASO PETROBRAS/UNIPAR

Incorporação da Fasciatus Participações S.A. pela Dapean Participações S.A. (Processo RJ-2008-4156, julgado em 17.06.2008)

10.1 Da Operação

Nos termos da Exposição aos Acionistas da Assembleia Geral Extraordinária realizada em 9 de junho de 2008, a Petrobras assinou, em 3 de agosto de 2007, o contrato de aquisição da totalidade das ações representativas do capital social da Suzano Petroquímica S.A. ("SZPQ"), detidas, direta ou indiretamente, pelos controladores da Suzano Holding S.A. ("SH"), operação concluída em 30 de novembro de 2007, que resultou na assunção do controle acionário, conforme estrutura abaixo ilustrada.

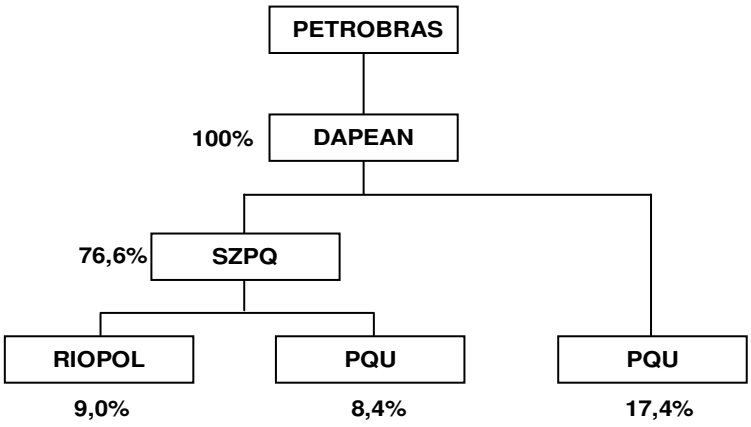


Em 30 de novembro de 2007, Petrobras e Unipar firmaram Acordo de Investimento definindo ativos e etapas para a constituição da Sociedade Petroquímica ("CPS"). Os compromissos assumidos pelas partes foram divulgados ao mercado por meio de fato relevante na mesma data, em que se anuncia que, ao término do processo de integração, Petrobras deterá uma participação de 40% e Unipar de 60% no capital votante da CPS.

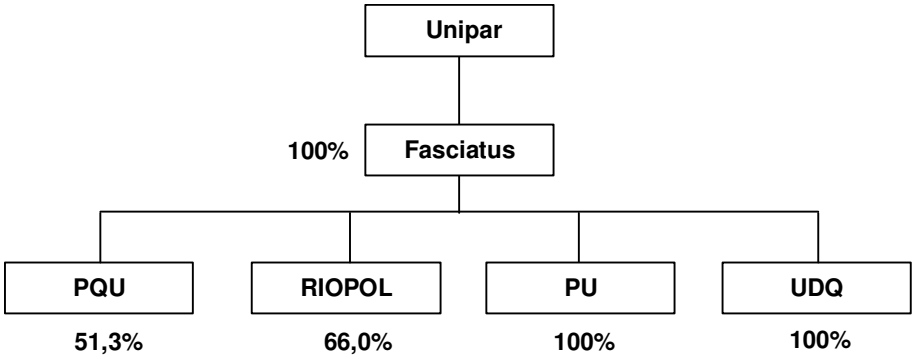
Em Assembleia Geral Extraordinária (AGE) realizada em 24 de março de 2008, os acionistas da Petrobras aprovaram a incorporação de Pramoa Participações S.A., sociedade controlada integralmente pela Petrobras e que possuía o controle também integral de Dapean Participações S.A. ("Dapean"), propiciando assim o aproveitamento do ágio gerado na operação de aquisição da SZPQ.

Neste ato, a Dapean, sociedade veículo criada com o propósito específico de concentrar os "Ativos Petrobras" envolvidos na formação da CPS, passou a ser controlada integral e direta da Petrobras.

Completando o conjunto de "Ativos Petrobras" foi ainda acrescida a participação de Petrobras Química S.A. (Petroquisa) em Petroquímica União S.A. ("PQU").

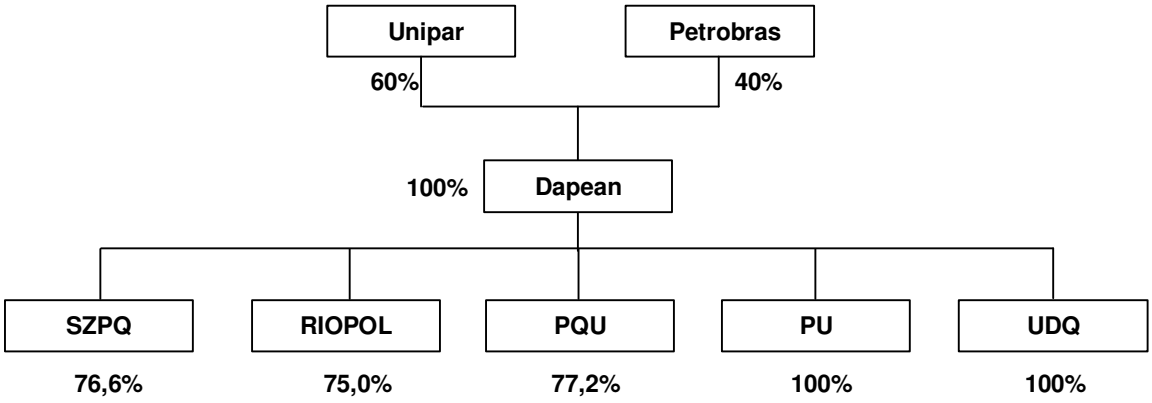


Por sua vez, Unipar também dispõe de uma sociedade de propósito específico, Fasciatus Participações S.A., constituída para reunir os "Ativos Unipar", a saber: PQU, Polietilenos União ("PU"), o ativo União Divisão Química ("UDQ") e 66% de Riopol, correspondentes aos 33,3% originais da Unipar, mais 15,98% e 16,7% adquiridos à Suzano e Petroquisa, respectivamente.



Para dar prosseguimento ao processo de constituição da CPS, foi previsto no Acordo de Investimentos que, após a obtenção das autorizações contratuais necessárias e submetida à aprovação dos seus respectivos acionistas, a Dapean incorporaria a Fasciatus,

o que representa o surgimento da CPS pela concentração de todos os ativos de Petrobras e Unipar sob um mesmo controle.



No ato societário da incorporação supracitada, Unipar **assumirá o controle** de Dapean, passando a deter 60% do capital votante da outrora empresa controlada integralmente pela Petrobras, em virtude do maior valor dos ativos que serão aportados.

Embora se trate de uma operação de incorporação de sociedade e não de ações, tal decisão tem total impacto no nosso estudo, pois neste caso a CVM decidiu que não haveria direito ao *tag along* em operações de incorporação. Com base nesta operação foram suscitadas as seguintes questões principais:

a) Existência de alienação de controle em operação de incorporação;

b) Incidência do artigo 254-A da Lei das S.A. em operações de incorporação.

10.2 Oferta pública de aquisição de ações por alienação de controle

O presente processo trata do recurso interposto contra entendimento manifestado pela SRE de que haveria incidência do art. 254-A (e, portanto, necessidade de formular OPA por alienação de controle) em virtude de consolidação de ativos entre Petrobras e Unipar em que, após operação de incorporação, a Unipar passou a ser controladora indireta da Suzano Petroquímica S.A., sendo que, antes da dita incorporação, o mencionado controle era detido pela Petrobras.

O Diretor Sergio Weguelin entendeu necessária a oferta pública pelas seguintes razões:

(i) **O artigo 254-A da Lei das S.A. se aplica à hipótese de incorporação**, argumentando que o **simples consenso** entre o acionista que deixa o controle e aquele que o assume configura hipótese de **transferência indireta** de controle, existindo um efeito prático equivalente, que justifica a realização da OPA[223];

(ii) A caracterização da alienação de controle em operação de incorporação não é trivial, mas que o fato de o acionista controlador da incorporadora deixar de deter a maioria do capital social votante e que outro acionista, egresso da incorporada, passe a deter as ações que asseguram o controle da companhia resultante somente

[223] "1. A questão central deste processo é a presença de elementos suficientes para ensejar a realização de oferta pública de aquisição de ações por alienação de controle. Não se nega que ao fim de todo o processo a Unipar assumirá o controle da SZPQ, em substituição à Petrobras. Nega-se, porém, que isto ocorra por meio de (i) uma **transferência de valores mobiliários**; e (ii) que esta eventual transferência seja **onerosa**, dois requisitos sem os quais não haveria que se falar na necessidade de realização de oferta pública nos termos do art. 254-A da Lei 6.404/76. 2. Realmente não há transferência direta de valores mobiliários entre Petrobras e Unipar. Do ponto de vista estritamente formal, os valores mobiliários que assegurarão a esta última o controle da Dapean (e assim indiretamente da SZPQ) serão alcançados em razão da incorporação da Fasciatus pela Dapean, por mera conseqüência matemática (i) do valor dos ativos detidos por estas duas sociedades e (ii) do fato de a Unipar ser titular da totalidade do capital da Fasciatus. 3. Porém, o fato é que a Petrobras inicia a segunda parte da operação como controladora da SZPQ e passa à condição de minoritária, tendo sua participação indireta diminuída de 99,9% para aproximadamente 40% do capital votante desta sociedade. Inversamente, a Unipar resulta detentora indireta da maioria do capital votante, antes pertencente à Petrobras. 4. Uma operação com tal desfecho só poderá ocorrer com o consentimento da Petrobras, que será recompensada por não mais possuir as ações suficientes ao exercício do poder de controle. 5. Em linha com decisão anterior do Colegiado(3), considero que o art. 254-A se aplica às hipóteses de **transferência indireta de controle**, assim considerada a transferência, por meio de acordo, dos direitos políticos e econômicos dos valores mobiliários que asseguram o poder de controle. **O consenso entre o acionista que deixa o controle e aquele que o assume** – a alternância do controle da SZPQ foi um dos objetivos declarados de todo o processo – configura esta hipótese de transferência indireta, a meu sentir(4). 6. Em outras palavras, embora não haja transferência direta de valores mobiliários, há um efeito prático equivalente, que justifica a realização da OPA. Este efeito prático se reflete, inclusive e principalmente, na compensação financeira da mudança de controle. Passo agora a analisar esse ponto, e ao fazê-lo tentarei demonstrar que a onerosidade negada pelos requerentes está presente na operação. 7. Os ativos com os quais a Petrobras contribui para a formação da CPS (dentre os quais, a SZPQ, incluindo o seu controle) refletem-se na participação final alcançada pela Petrobras no capital da CPS. Esta participação, de 40%, seria certamente menor caso a Petrobras não tivesse aportado o controle da SZPQ ou se, por exemplo, este controle tivesse sido adquirido pela Petrobras e pela Unipar conjuntamente e só então fosse aportado na Dapean. 8. A compensação recebida pela Petrobras, portanto, é uma parcela (5) dos 40% de participação direta na CPS e, indiretamente, nos ativos nela aportados pela Unipar. Não há – e, aliás, nem poderia haver – gratuidade alguma por parte da Petrobras. 9. Mais do que não ser gratuita, a troca do controle da Dapean (e da SZPQ) por uma participação minoritária nos ativos da CPS será, ao menos sob a ótica da Petrobras, racional do ponto de vista econômico. Presume-se que se tenha identificado na participação minoritária na sociedade que agrega os seus ativos e os da Unipar um valor maior (decorrente provavelmente de sinergias, ganhos de escala e escopo, etc.) do que a titularidade da totalidade de seus próprios ativos. 10. Aos minoritários de SZPQ, portanto, deve ser dada esta mesma opção feita pela Petrobras. Se não aderirem à Primeira Oferta, deve-se permiti-los converter suas participações em SZPQ em ações da CPS, de modo que, se julgarem conveniente, possam equiparar-se à Petrobras. De outro modo não se estará atendendo a principal finalidade do art. 254-A, que é promover o alinhamento de interesses e o tratamento eqüitativo entre o acionista controlador e os minoritários." (grifos nossos)

poderia existir porque normalmente a incorporação tem uma contrapartida para o acionista controlador, por exemplo, **uma relação de troca mais favorecida que a dos demais acionistas, embutindo o ágio pelo controle até o limite permitido pelo art. 254-A**; e

(iii) A incorporação como forma de aquisição originária de controle é diferente de um simples aumento de capital. No aumento de capital, se o acionista deixar de exercer seu direito de preferência e em razão disso outro acionista resultar em titular da maioria do capital votante, a operação ocorrerá, independentemente do acionista controlador, e a capitalização reverterá em benefício de toda a companhia e acionistas, não havendo que se falar de uma contrapartida ao controlador pela perda da maioria do capital[224].

O Colegiado deliberou, por maioria, vencido o Diretor Relator Sergio Weguelin, acolher o recurso apresentado, por entender que, no caso em análise, não houve alienação de controle de companhia aberta, conforme conceito previsto no § 1º do art. 254-A da Lei das S.A. Nos termos do voto do Diretor Marcos Pinto, o Colegiado entendeu que (i) a incorporação não equivale a uma alienação de controle; (ii) a Lei das S.A. afasta qualquer dúvida pois trata dessas operações por meio dispositivos distintos; (iii) na incorporação, todos os acionistas devem, via de regra, receber o mesmo valor pelas suas ações; (iv) para que a oferta seja obrigatória, é preciso que o controle passe das mãos de um controlador

[224] No seu próprio voto, Sergio Weguelin em nota de rodapé ao referido caso, faz o seguinte comentário "A caracterização da alienação de controle nesta hipótese, reconheça-se, não é trivial. Qualquer operação de incorporação, como se sabe, envolve um aumento de capital da incorporadora, subscrito e realizado pelo patrimônio líquido da incorporada. Os acionistas da incorporadora não possuem direito de preferência para subscrever ações no aumento de capital da incorporadora, e conseqüentemente suas participações relativas no capital total da sociedade ficam diminuídas. É teoricamente possível – e é o que ocorre no presente caso – que esta diluição dos acionistas da incorporadora leve o controlador a deixar de deter a maioria do capital social votante. É possível, ainda, que outro acionista, egresso da incorporada, passe a deter as ações que asseguram o controle da companhia resultante. Neste caso, uma operação com tais contornos só poderia ser conduzida com o consentimento do acionista a ser diluído. Do contrário a incorporação teria sido rejeitada em assembléia. **Por isto, esta operação normalmente terá uma contrapartida para o acionista controlador, por exemplo, uma relação de troca mais favorecida que a dos demais acionistas, embutindo o ágio pelo controle até o limite permitido pelo art. 254-A.** Figure-se agora outra hipótese, a de que a companhia, fora do âmbito de qualquer operação de incorporação ou similar, promova um aumento de capital e o acionista controlador deixe de exercer seu direito de preferência (e tampouco o aliene) e em razão disso um outro acionista resulte titular da maioria do capital votante. Neste caso, o desfecho da operação não dependerá exclusivamente do acionista controlador e a capitalização da companhia promovida pelo novo titular da maioria do capital reverterá em benefício de toda a companhia e da coletividade de seus acionistas. Não pode, portanto, afirmar que há uma contrapartida ao controlador pela perda da maioria do capital. Assim, parece-me que a primeira operação caracteriza a alienação indireta (vocábulo aqui utilizado não na acepção de 'por via transversa', não no sentido de 'por meio de uma sociedade veículo') do controle, e a segunda, não." (grifos nossos)

para outro, isto é, que ocorra uma transferência de ações[225].

Como bem examinou a CVM, na operação de incorporação não ocorre qualquer alienação de controle. Como inexiste um adquirente do controle e como não há pagamento de preço pela aquisição de ações, não fica caracterizada, para os efeitos da legislação vigente, a realização de uma transferência onerosa do poder de controle.

---

[225] "**2.1 Ninguém tem dúvidas, acredito eu, que a incorporação de uma companhia não equivale a uma alienação de controle**. **A Lei nº 6.404/76 não deixa margem para discussão a esse respeito, pois trata essas operações por meio de dispositivos distintos e de maneira completamente diversa.** 2.2 Tampouco resta dúvida, acredito eu, de que **a incorporação não gera a necessidade de oferta púbica** para os acionistas das companhias diretamente envolvidas, nem mesmo quando ocorre mudança do acionista controlador de uma das companhias. Não há necessidade de oferta pública porque, na incorporação, todos os acionistas devem, via de regra, receber o mesmo valor pelas suas ações. 2.3 Neste caso, porém, o que se disputa não é a necessidade de oferta pública aos acionistas das sociedades diretamente envolvidas na incorporação – Dapean e Fasciatus – mas sim aos acionistas de uma companhia aberta controlada pela incorporadora – Suzano, que deixará de ser controlada por Petrobras e passará a ser controlada por Unipar. 2.4 Se essa disputa pudesse ser decidida mediante a simples determinação de quem era acionista controlador da Suzano antes da operação e de quem é acionista controlador depois dela, eu seria obrigado a concordar com a SRE e com o Diretor Sérgio Weguelin. Mas nossos precedentes deixam claro que não é assim que se resolve a questão. 2.5 Nesse sentido, o colegiado da CVM já deixou claro que a existência de um novo acionista controlador não é suficiente para disparar a obrigação de oferta pública. **Para que a oferta seja obrigatória, é preciso que o controle passe das mãos de um controlador para outro. Por isso, não há oferta pública nas aquisições originárias de controle**. (...) 2.7 Portanto, nossa análise deve concentrar-se no próprio art. 254-A (...) 2.15 Interpretando o texto do § 1º do art. 254-A, não vejo como exigir oferta pública neste caso concreto. Por mais problemas interpretativos que esse dispositivo possa ensejar, um requisito parece estar acima de dúvida: a necessidade de uma **'transferência' ou 'cessão'**, seja de ações, seja de valores mobiliários, seja de direitos de subscrição, seja de outros títulos. (...) 2.17 Neste caso, não houve qualquer transferência: as ações detidas pela Petrobras nunca mudaram de mãos. Antes e depois da incorporação, Petrobras mantém as mesmas ações e em mesmo número. Sua participação societária sofre diluição significativa, o que faz com que ela perca o controle da companhia, mas não há nenhuma transferência. Por conseguinte, não há alienação de controle segundo o critério previsto no § 1º do art. 254-A. (...) 2.20 Antes de encerrar, gostaria de fazer um esclarecimento importante. Prestigiar a interpretação literal e reconhecer que o art. 254-A não se aplica a este caso concreto não significa dizer que todas as operações de incorporação estão isentas da obrigação prevista no art. 254-A. A interpretação literal não afasta o regime da fraude à lei, previsto no art. 166, VI, do Código Civil e aplicável a todos os negócios jurídicos." (grifos nossos)

11. CASO DATASUL/TOTVS; TENDA/ GAFISA; COMPANY/BRASCAN

Inaplicabilidade do art. 254-A da Lei 6.404/76 em casos de incorporações (Processo RJ-2008-7849 de 17.09.2008)

11.1 Da Operação

No caso Datasul/Totvs, a referida reorganização envolvia a unificação das duas companhias em um só grupo. A operação dar-se-ia por incorporação de ações da Datasul pela Makira do Brasil S.A., companhia fechada controlada pela Totvs, e subsequentemente, por incorporação da Makira pela Totvs, de modo que a base acionária da Datasul seria unificada à base acionária da Totvs.

Desse modo, todos os acionistas da Datasul passariam a ser acionistas da Totvs, mediante a emissão pela Totvs de novas ações ordinárias representativas de 14,3% do seu capital social. Ademais, os acionistas da Datasul receberiam o montante total de R$ 480 milhões, sendo parte em dividendos e parte como pagamento pelo resgate de ações preferenciais da Makira a ser deliberado pelos acionistas da Datasul.

De acordo com as informações anuais referentes a 31.12.2007, disponibilizadas no site da CVM, a Datasul apresentava como acionistas controladores Miguel Abuhab (25,65% ações ordinárias) e Fundo Fator Sinergia III FIA (7,14% ações ordinárias), que totalizavam 32,79% do capital votante da companhia.

Ademais, o estatuto social da Datasul apresentava cláusulas de proteção à dispersão acionária, no caso de alguém adquirir ou se tornar titular de ações em quantidade igual ou superior a 15% do total de emissão da companhia[226].

---

[226] "Artigo 39 – Qualquer Acionista Adquirente, que adquira ou se torne titular de ações de emissão da Companhia, em quantidade igual ou superior a 15% (quinze por cento) do total de ações de emissão da Companhia, deverá, no prazo máximo de 60 (sessenta) dias a contar da data de aquisição ou do evento que resultou na titularidade de ações em quantidade igual ou superior a 15% (quinze por cento) do total de ações de emissão da Companhia, realizar uma oferta pública de aquisição da totalidade das ações de emissão da Companhia, observando-se o disposto na regulamentação aplicável da Comissão de Valores Mobiliários – CVM, inclusive quanto à necessidade ou não de registro de tal oferta pública, os regulamentos da BOVESPA e os termos deste Artigo 39, estando o Acionista Adquirente obrigado a atender as eventuais solicitações ou as exigências da CVM com base na legislação aplicável, relativas à oferta pública de aquisição, dentro dos prazos máximos prescritos na regulamentação aplicável. Parágrafo 2º – O preço de aquisição na oferta pública de aquisição de cada ação de emissão da Companhia não poderá ser inferior ao maior valor entre (i) o Valor Econômico apurado em laudo de avaliação; (ii) 130% (cento e trinta por cento) do maior preço de

No segundo caso, Tenda/Gafisa, as companhias ajustaram a integração societária das atividades de Tenda e de Fit Residencial Empreendimentos Imobiliários Ltda., sociedade controlada por Gafisa, por meio de incorporação de Fit por Tenda.

Após a referida incorporação, a Gafisa passaria a ser titular de ações representativas de 60% do capital total e votante de Tenda. Na data da incorporação, Fit deveria ter capital social de, no mínimo, R$ 420 milhões, totalmente subscrito e integralizado por Gafisa, e caixa líquido de, pelo menos, R$ 300 milhões.

Já na Tenda, eram acionistas controladores HPJO Participações S.A. (47,15% ações ordinárias), José Olavo Mourão Alves Pinto (1,74%) e Henrique Alves Pinto (1,74%), totalizando 50,63% do capital votante. Ressalta-se a divulgação, em 01.09.2008, de acordo de acionistas composto pelos três acionistas acima e André Aragão Martins Vieira (0,57% das ações ordinárias), qualificado como acionista minoritário, totalizando 51,20% do capital votante.

Ademais, o estatuto social da Tenda apresentava cláusulas de proteção à dispersão acionária, no caso de alguém adquirir ou se tornar titular de ações em quantidade igual ou superior a 20% do total de emissão da companhia[227].

---

emissão das ações em qualquer aumento de capital realizado mediante distribuição pública ocorrido no período de 12 (doze) meses que anteceder a data em que se tornar obrigatória a realização da oferta pública de aquisição nos termos deste Artigo 39, devidamente atualizado pelo IGPM/FGV até o momento do pagamento; e (iii) 130% (cento e trinta por cento) da cotação unitária média das ações de emissão da Companhia durante o período de 90 (noventa) dias anterior à realização da oferta pública de aquisição. Parágrafo 6º – O disposto neste Artigo não se aplica na hipótese de uma pessoa se tornar titular de ações de emissão da Companhia em quantidade superior a 15% (quinze por cento) do total das ações de sua emissão em decorrência (i) de sucessão legal, sob a condição de que o acionista aliene o excesso de ações em até 60 (sessenta) dias contados do evento que foi atingida tal participação; (ii) **incorporação de uma outra sociedade pela Companhia; (iii) incorporação de ações de uma outra sociedade pela Companhia**; ou (iv) da subscrição de ações da Companhia, realizada em uma única emissão primária, que tenha sido aprovada em Assembléia Geral de acionistas da Companhia." (grifos nossos)

[227] "Na hipótese de haver Controle Difuso, qualquer Acionista Adquirente (conforme definição abaixo), que adquira ou se torne titular de ações de emissão da Companhia, inclusive por força de usufruto que lhe assegure direitos políticos de sócio, em quantidade igual ou superior a 20% do total de ações de emissão da Companhia, excluídas para os fins deste cômputo as ações em tesouraria, deverá, no prazo de 60 dias a contar da data de aquisição ou do evento que resultou na titularidade de ações nessa quantidade, realizar ou solicitar o registro de uma oferta pública para aquisição da totalidade das ações de emissão da Companhia ('OPA'), observando-se o disposto na regulamentação aplicável da Comissão de Valores Mobiliários, os regulamentos da Bolsa de Valores de São Paulo e os termos deste Capítulo.
O disposto neste Artigo não se aplica na hipótese de uma pessoa se tornar titular de ações de emissão da Companhia em quantidade superior a 20% do total das ações de sua emissão, em decorrência: **da incorporação de uma outra sociedade pela Companhia ou da incorporação da Companhia por uma outra sociedade; e da incorporação de ações de uma outra sociedade pela Companhia ou da incorporação de ações da Companhia por uma outra sociedade**". (grifos nossos)

No terceiro caso, Company/Brascan, a operação dar-se-ia por meio de uma incorporação de ações da Company pela Brascan SPE SP-3 S.A., subsidiária da Brascan, e, subsequentemente, por incorporação da subsidiária pela própria Brascan, de modo que a base acionária da Company seria unificada à base acionária da Brascan, nos moldes descritos para o caso Datasul/Totvs.

Assim, a incorporação das ações de emissão da Company pela subsidiária da Brascan resultaria na emissão, pela subsidiária, de ações ordinárias e de ações preferenciais resgatáveis. No mesmo ato, haveria a deliberação do resgate das ações preferenciais, com pagamento do valor total de R$ 200 milhões, menos o valor de qualquer distribuição de dividendos que venha a ser declarada pela Company.

No caso da Company, os acionistas controladores eram Company Adm. e Participações Ltda. (31,67% ações ordinárias) e Walter Lafemina (7,78% ações ordinárias), totalizando 39,45% do capital votante. No entanto, somando as participações de Gilberto Benevides (4,67%), Elias Jorge (2,33%), Luiz Rogelio Tolosa (3,11%) e Luiz Angelo Zanforlin (1,56%), acionistas da Companhia e cotistas de sua controladora, chega-se a 51,12% do capital votante.

Ademais, o estatuto social da Company S.A. apresentava cláusulas de proteção à dispersão acionária, no caso de alguém adquirir ou se tornar titular de ações em quantidade igual ou superior a 20% do total de emissão da companhia[228].

---

[228] "Artigo 47 A partir da data em que o Controle da Companhia passe a ser qualificado como Controle Difuso, conforme definido no Parágrafo 3º do Artigo 44 acima, qualquer Acionista Adquirente, que adquira ou se torne titular de ações de emissão da Companhia, em quantidade igual ou superior a 20% (vinte por cento) do total de ações de emissão da Companhia, deverá, no prazo máximo de 60 (sessenta) dias a contar da data de aquisição ou do evento que resultou na titularidade de ações em quantidade igual ou superior a 20% (vinte por cento) do total de ações de emissão da Companhia, realizar uma oferta pública de aquisição da totalidade das ações de emissão da Companhia, observando-se o disposto na regulamentação aplicável da Comissão de Valores Mobiliários – CVM, inclusive quanto à necessidade ou não de registro de tal oferta pública, os regulamentos da BOVESPA e os termos deste Artigo 47, estando o Acionista Adquirente obrigado a atender as eventuais solicitações ou as exigências da CVM com base na legislação aplicável, relativas à oferta pública de aquisição, dentro dos prazos máximos prescritos na regulamentação aplicável.
Parágrafo Sétimo: O disposto neste Artigo não se aplica na hipótese de uma pessoa se tornar titular de ações de emissão da Companhia em quantidade superior a 20% (vinte por cento) do total das ações de sua emissão em decorrência (i) de sucessão legal, sob a condição de que o acionista aliene o excesso de ações em até 60 (sessenta) dias contados do evento que foi atingida tal participação; **(ii) incorporação de uma outra sociedade pela Companhia; (iii) incorporação de ações de uma outra sociedade pela Companhia**; ou (iv) da subscrição de ações da Companhia, realizada em uma única emissão primária, que tenha sido aprovada em Assembléia Geral de acionistas da Companhia." (grifos nossos)

Com base nessas operações foram suscitadas as seguintes questões principais:

a) **Existência de alienação de controle em operação de incorporação de ações;**
b) **Incidência do artigo 254-A da Lei das S.A. em operações de incorporação de ações.**

11.2 Da Decisão

O posicionamento da CVM tomou por base principalmente a decisão proferida pelo Colegiado, em junho de 2008, no caso da associação entre Petrobras e Unipar que alterou o controle da Suzano Petroquímica (Proc. RJ 2008/4156), bem como a decisão proferida no pedido apresentado por RFS Holding B.V., de não realização de OPA em decorrência do processo de aquisição do controle acionário do ABN Amro Holding N.V.

Com base em referidos precedentes, e nas operações acima descritas, a CVM divulgou no dia 06.10.2008 entendimento da Superintendência de Registro de Valores Mobiliários (SRE) sobre a não-obrigatoriedade de realização de oferta pública de aquisição de ações de emissão de Construtura Tenda S.A., Datasul S.A. e Company S.A., seja por força do art. 254-A da Lei 6.404/76 ou por definição em cláusula estatutária, no momento das incorporações anunciadas em agosto e setembro de 2008 (Memo SRE/214/2008).

No referido entendimento ficou consubstanciado que (i) nem toda troca de controle enseja a obrigatoriedade de realização da OPA, devendo ser observado o requisito de **transferência ou cessão onerosa** de ações, valores mobiliários ou de direitos de subscrição; (ii) os estatutos sociais expressamente excluem da obrigatoriedade de realizar OPA quando se trata de operação de incorporação, ou mesmo de subscrição em emissão primária de ações.

Assim, embora nos casos em comento tenha havido diluição dos acionistas controladores, a CVM entendeu que não houve transferência de valores mobiliários dos antigos para os novos controladores, por tratar-se de uma operação que gerou simplesmente uma **aquisição originária de controle** das companhias envolvidas.

12. CASO DURATEX/SATIPEL

Incorporação da Duratex S.A. pela Satipel Industrial S.A. (Processo CVM RJ 2009/5811, julgado em 28.07.2009)

Deve-se observar que, embora a presente operação seja de incorporação de sociedade e não de ações, fizemos questão de estudar referido caso em razão de sua importância quanto ao impedimento de voto do acionista controlador em operações de incorporação com relações de troca diferenciadas entre partes independentes, bem como para efeitos do alcance do Parecer de Orientação 34/06.

12.1 Da Operação

Trata-se de incorporação da Duratex S.A. ("Duratex") pela Satipel Industrial S.A. ("Satipel"). Em 22.06.2009, a Duratex e a Satipel divulgaram fato relevante acerca da associação entre as duas companhias, nos seguintes principais termos:

(a) a Itaúsa – Investimentos Itaú S.A. e Companhia Ligna de Investimentos, controladores respectivamente da Duratex e da Satipel, assinaram contrato irrevogável e irretratável de associação entre as empresas visando unificar as suas operações;

(b) a operação será implementada por meio de reorganização societária na qual a Satipel incorpora a Duratex, cujos acionistas receberão ações ordinárias a serem emitidas pela Satipel;

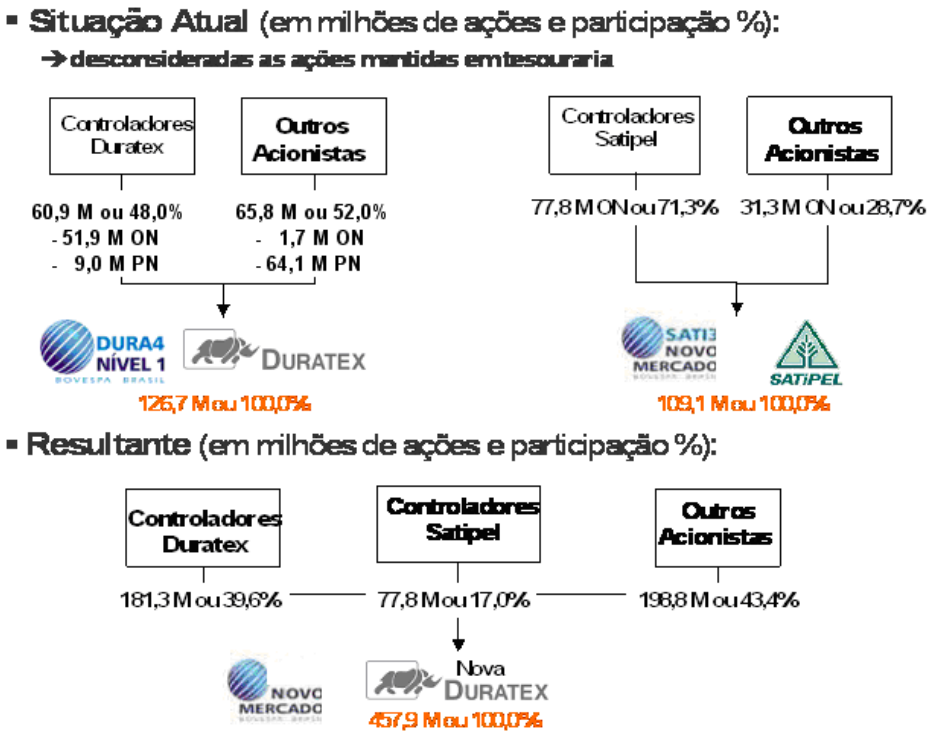
(c) serão emitidas 348.785.970 ações ordinárias a serem atribuídas aos acionistas da Duratex na seguinte proporção:

(i) 3,05360401 ações de emissão da Satipel por ação ordinária da Duratex detida pelos controladores; e

(ii) 2,54467001 ações de emissão da Satipel por ação ordinária e preferencial da Duratex, detida pelos demais acionistas.

(d) a companhia resultante será denominada Duratex S.A., com ações listadas no Novo Mercado da BM&FBovespa, com *free float* acima de 40% do capital e o compromisso de manter os mais elevados padrões de governança corporativa;

a estrutura societária das empresas antes e após a incorporação está representada a seguir:



Conforme foi informado pela Duratex, foram adotados como base da relação de substituição das ações preferenciais da Duratex por ações ordinárias da Satipel valores que foram fruto de negociação entre partes independentes e cuja escolha se refletiu de forma bastante positiva nas cotações das ações envolvidas a partir da divulgação da operação.

Com base nesse valor, e sempre de forma objetiva, definiu-se um diferencial correspondente à diferença de direitos em caso de operações envolvendo o controle da companhia, nos termos do art. 254-A da lei societária e na alínea "c" do art. 5° do estatuto social da Duratex, que assegura às ações preferenciais o mesmo direito das ações ordinárias dos acionistas minoritários, ou seja, 80% do valor recebido pelo acionista controlador.

Na relação de substituição de ações estabelecida, esse valor objetivamente determinado no texto legal sofreu ainda uma redução, favorável aos acionistas minoritários, que irão receber ações da Satipel (com o novo nome de Duratex S.A.) com base em uma relação de substituição correspondente a 83,33% daquela aplicável ao acionista controlador da Duratex, que passou a compartilhar esse controle com o bloco controlador da Satipel.

Não se aplicou no caso o procedimento subtrativo criticado no Parecer de Orientação 34/06, de determinação do valor econômico da companhia ("*equity value*"), subtraindo dele o valor de mercado apurado com base na ação mais líquida, para definir-se a diferença como valor do bloco de ações do acionista controlador.

Esse diferencial foi estabelecido com base em um critério objetivo, qual seja, aquele previsto na lei para a distinção de tratamento entre as ações dos minoritários (inclusive as ações preferenciais) e as ações do acionista controlador. A baixíssima liquidez das ações ordinárias da Duratex torna inaplicável a comparação das cotações de valores de mercado das duas espécies de ações da companhia.

Assim, foram estabelecidas duas relações de substituição: uma para os acionistas controladores da Duratex (resultante de negociação entre partes independentes) e outra para os acionistas minoritários da referida companhia, ordinaristas e preferencialistas (baseada no critério previsto no art. 254-A da Lei 6.404/76 para os casos de ofertas públicas por alienação de controle).

A relação de substituição atribuída às ações ordinárias e preferenciais detidas pelos acionistas minoritários da Duratex (2,54467001 ações ordinárias da Satipel/ação) é 16,67% menor que aquela atribuída às ações ordinárias detidas pelo acionista controlador (3,05360401 ações ordinárias da Satipel/ação).

Em resumo, verifica-se que, na presente operação, existem **diferentes relações de troca**: (i) **para uma mesma espécie de ações**, uma vez que as ações ordinárias detidas pelo controlador farão jus a uma relação de troca mais vantajosa que aquela atribuída às ações ordinárias detidas pelos acionistas minoritários; e (ii) **entre espécies de ações**, já que

as ações ordinárias detidas pelo controlador farão jus a uma relação de troca mais vantajosa que aquela atribuída às ações preferenciais detidas pelos acionistas minoritários.

Com base nesta operação foram suscitadas as seguintes questões principais:

a) Atribuição de relação de troca com base no art. 254-A da Lei das S.A.;
b) Impedimento de voto em casos de negociação entre partes independentes; e
c) Aplicação do Parecer de Orientação 34/06 e benefício particular.

12.2 Impedimento de Voto e Aplicação do Parecer de Orientação 34/06

Foi alegado pela área técnica da CVM que, segundo o Parecer de Orientação 34/06, (i) a justificativa, com base no artigo 254-A da Lei 6.404/76, para a diferença entre as relações de substituição estabelecidas para os acionistas controladores e para os acionistas minoritários, ordinaristas e preferencialistas, não seria suficiente para afastar o impedimento de voto do acionista controlador por benefício particular; (ii) tal justificativa seria válida no âmbito de uma OPA por alienação do controle porque a lei assim o determina; e (iii) o impedimento de voto por benefício particular somente estaria afastado se a diferença de relação de troca se baseasse em critérios objetivamente verificáveis (como fluxo de caixa descontado ou as diversas cotações em mercados organizados), e não na justificativa de que as ações detidas pelo acionista controlador têm valor maior que as ações não integrantes do bloco de controle, nos termos do referido artigo 254-A.

Dessa forma, a área técnica entendeu existir um benefício particular ao acionista controlador da Duratex, estando impedido de votar, mesmo diante de casos de negociação entre partes independentes, sugerindo o encaminhamento ao Colegiado para manifestação de seu entendimento acerca do **eventual afastamento do impedimento de voto em casos de negociação entre partes independentes, em que a relação de substituição atribuída aos acionistas não integrantes do bloco de controle (ordinaristas e preferencialistas) seja calculada com base no art. 254-A da Lei das S.A.**

Para o Diretor Eli Loria, a diferenciação de relação de substituição entre acionistas detentores de ações ordinárias, mais do que configurar benefício particular ao acionista controlador da Duratex, configura uma **ilegalidade**, tratando-se de uma infração art. 15, §

1º[229], que veda a existência de classes de ações ordinárias na companhia aberta, bem como de infração ao disposto no art. 109, § 1º[230], ambos da lei societária, que determina direitos iguais aos titulares de ações de mesma classe[231].

Quanto à utilização do parâmetro de 80% de diferença de valor entre ações de controladores e não-controladores, os Diretores Eli Loria, Otavio Yasbek e Marcos Barbosa Pinto entendem que somente pode ser empregada no âmbito do art. 254-A, sendo totalmente equivocada a equiparação de institutos diversos. Eles observam que a incorporação obriga todos os acionistas enquanto a oferta de aquisição de ações em decorrência de alienação de controle é de aceitação facultativa[232].

O Diretor Otavio Yazbek concluiu que, embora considere, haver benefício privado na operação proposta, a operação em questão não pode sequer ser realizada nos termos em que foi apresentada à CVM.

Para Marcos Barbosa Pinto, trata-se de uma hipótese de impedimento de voto, por força do art. 115, § 1º, da lei societária. Ele destaca que eventual negociação independente não afasta a necessidade de aprovação pela assembleia, nem elimina o benefício particular atribuído ao controlador, entendendo que, se a operação for mesmo comutativa e o benefício particular for justificado, os demais acionistas certamente aprovarão a operação.

---

[229] "Art. 15. As ações, conforme a natureza dos direitos ou vantagens que confiram a seus titulares, são ordinárias, preferenciais, ou de fruição. § 1º As ações ordinárias da companhia fechada e as ações preferenciais da companhia aberta e fechada poderão ser de uma ou mais classes."

[230] "Art. 109. Nem o estatuto social nem a assembléia-geral poderão privar o acionista dos direitos de: (...) § 1º As ações de cada classe conferirão iguais direitos aos seus titulares."

[231] Trecho do voto do Diretor Eli Loria: "A operação apresentada, entretanto, no que tange à diferenciação de relação de substituição entre acionistas detentores de ações ordinárias, no meu entender, mais do que configurar benefício particular ao acionista controlador da DURATEX, nos termos do art. 115, § 1º) (1), da lei societária, configura uma ilegalidade. Trata-se de infração ao disposto no art. 15, § 1º) (2), que veda a existência de classes de ações ordinárias na companhia aberta, bem como de infração ao disposto no art. 109, § 1º) (3), ambos da lei societária, que determina direitos iguais aos titulares de ações de mesma classe. A ação ordinária na companhia aberta é de classe única e, portanto, possui características únicas, não podendo existir classes diferentes de ações ordinárias tal como a lei societária permite às ações preferenciais. **Desta forma, todas as ações ordinárias devem ser tratadas igualmente, não se admitindo que as ações dos acionistas não controladores tenham um tratamento diverso daquele dado às ações detidas pelos acionistas controladores, não sendo o tratamento não isonômico passível de legitimação nem mesmo em uma assembleia em que somente votem os ordinaristas minoritários**." (grifos nossos)

[232] Voto de Marcos Barbosa Pinto: "4.4 A interpretação proposta pela Duratex subverte toda a lógica do art. 254-A, convertendo o tag along dos minoritários em um drag along para o controlador. Em termos econômicos, o entendimento da companhia cria uma opção de compra para o acionista controlador, quando a lei prevê uma opção de venda para o acionista minoritário. 4.5 Se levássemos o raciocínio proposto pela companhia ao limite, chegaríamos à conclusão absurda de que os titulares de ações sem direito a voto não deveriam receber nada na incorporação, pois o art. 254-A não lhes dá o direito de vender suas ações em caso de alienação de controle. Obviamente, essa interpretação não pode prosperar."

O Diretor Marcos Pinto concordou com o entendimento da SEP, concluindo que: (i) os controladores da Duratex não poderão votar na deliberação da assembleia geral relativa à incorporação pela Satipel; (ii) em operações em que se estabeleçam relações de troca distintas para ações de diferentes espécies ou classes, todos os acionistas beneficiados estarão impedidos de votar; e (iii) na hipótese referida no item anterior, caso todos os acionistas com direito a voto estejam impedidos de votar, a companhia poderá convocar assembleia especial de preferencialistas para deliberar sobre a operação.

A Presidente Maria Helena Santana acompanhou o voto do Diretor Marcos Pinto. Para o Diretor Eliseu Martins, a Duratex, na essência, adquire a Satipel e, na forma, ocorre o contrário. O diretor observou que a operação, na incorporação, inclui alteração na proporção entre as ações da adquirente em poder de seus controladores e as em poder dos demais acionistas. Como estes se agrupam em dois conjuntos, os dos minoritários no controle e o dos preferencialistas, o diretor considera que, em tese, caso fosse juridicamente possível, esses dois grupos deveriam deliberar separadamente. Em não sendo possível, o Diretor Eliseu Martins também acompanhou o voto apresentado pelo Diretor Marcos Pinto.

Ao final da discussão, vencidos os Diretores Eli Loria e Otavio Yazbek, nos termos de seus votos, o Colegiado deliberou, por maioria, nos termos do voto apresentado pelo Diretor Marcos Pinto, que (i) **os controladores da Duratex não poderão votar na deliberação da assembleia geral relativa à incorporação pela Satipel**; (ii) **em operações em que se estabeleçam relações de troca distintas para ações de diferentes espécies ou classes, todos os acionistas beneficiados estarão impedidos de votar**; e (iii) na hipótese referida no item anterior, caso todos os acionistas com direito a voto estejam impedidos de votar, a companhia poderá convocar assembleia especial dos acionistas detentores de ações preferenciais para deliberar sobre a operação.

Como demonstrado no capítulo em que foi discutido o conceito de benefício particular, não haveria de se falar de impedimento de voto nesta operação, vez que a própria lei reconhece a possibilidade de atribuir um valor maior para ações de controle: Como bem ponderou Erasmo Valladão[233]: "Já no que toca ao caso Duratex, também não

[233] Ainda o conceito de benefício particular: anotações ao julgamento do processo CVM RJ -2009/5.811, *Revista de Direito Mercantil* (RDM), 149/321-322.

me parece que o caso seria de benefício particular, só pelo fato de ter sido estabelecido um valor maior para as ações de controle – já que é a própria lei que reconhece isso, sendo, assim, se se quiser, um benefício legal e não contratual. O que ocorre é que, sendo a incorporação uma operação em que ocorre transferência de patrimônio, soa estranho que, na mesma operação, seja atribuído valor diverso às ações, como anotado no voto do ilustre Diretor Otávio Yazbek".

Deve-se também ressaltar que neste caso não haveria que se falar em aplicabilidade do Parecer de Orientação 34/06, pois a operação não ocorreu entre companhias sob controle comum, e sim mediante duas partes independentes. Como acima já estudado, o parecer tem aplicação restrita, não podendo ser aplicado em outros tipos de operação com peculiaridades distintas.

13. CASO BRF/SADIA

Incorporação de ações da HFF Participações S.A. e da Sadia S.A. na BRF Brasil Foods S.A. (Processo CVM RJ2009/4691, julgado em 11.08.2009)

13.1 Da Operação

Em 19.05.2009 foi firmado, entre as administrações da então Perdigão S.A., atual Brasil Foods S.A. ("BRF"), e da Sadia S.A. ("Sadia"), Acordo de Associação com a participação inicial das duas companhias e da sociedade de participações HFF Participações S.A. ("HFF")[234], a qual deteria a maioria das ações ordinárias de emissão de Sadia, de forma a viabilizar, mediante operações sucessivas, a unificação das operações de Sadia e BRF.

A associação foi inicialmente condicionada a três compromissos que deveriam ser firmados em até 15 dias da data de assinatura do Acordo de Associação, quais sejam: (i) adesão dos acionistas signatários do acordo de voto da Perdigão; (ii) adesão dos acionistas da Sadia detentores de mais de 51% de ações ordinárias de sua emissão, os quais conferirão tais ações ao capital social da HFF, e (iii) indicação à Perdigão, até a Incorporação de Ações de HFF, do conjunto de acionistas da Sadia que se obrigará a adquirir, direta ou indiretamente, as ações de emissão da Concórdia Financeira, sociedade controlada pela Sadia, a qual controla o Banco Concórdia S.A. e a Concórdia S.A. – Corretora de Valores Mobiliários, Câmbio e Commodities.

Em 03.06.2009 foi divulgado fato relevante conjunto comunicando que as condições estabelecidas no Acordo de Associação haviam sido cumpridas.

A primeira etapa da reestruturação societária ora analisada se deu com a incorporação de ações da HFF pela BRF, imediatamente depois da alienação, pela Sadia, para outra sociedade de participações sujeita ao mesmo controle, da totalidade das ações da

---

[234] A HFF Participações S.A., foi criada para servir como veículo para a transferência das ações dos controladores da Sadia para a base acionária da BRF. Nesse sentido, e nos termos do Acordo de Associação, aqueles acionistas (pertencentes ao grupo familiar controlador), transferiram suas ações ordinárias de emissão da Sadia para a HFF, na proporção de 1: 1, passando a HFF a deter, como seu único ativo, o controle da Sadia.

Concórdia Holding Financeira S.A., bem como da comprovação, pela HFF, de que é detentora de 88% das ações ordinárias de emissão da Sadia. A relação de substituição aplicável aos acionistas da HFF na incorporação de suas ações pela BRF, conforme "Protocolo e Justificação da incorporação das ações de emissão da HFF Participações S.A. pela Perdigão S.A." ("Protocolo e Justificação HFF-Perdigão"), foi de **0,166247** ação ordinária de emissão da BRF para cada ação ordinária de emissão da HFF, dividido em um número de ações igual ao número de ações ordinárias da Sadia de sua propriedade.

Com a conclusão dessa etapa, a HFF tornou-se subsidiária integral da BRF, que consequentemente tornou-se controladora indireta da Sadia, detendo, por intermédio da HFF, 226.395.405 ações ordinárias de emissão da Sadia, ou 88% de tal classe, as quais haviam sido transferidas à HFF pelos membros do bloco de controle da Sadia. Consequentemente, os referidos acionistas de Sadia passaram a deter 15,4% da BRF (antes do aumento de capital da BRF), nos termos da relação de troca de 0,166247 ação ordinária de emissão da BRF para cada ação ordinária de emissão da HFF.

Subsequentemente, as assembleias gerais de BRF e Sadia foram convocadas para deliberar, em 18.08.2009, sobre a incorporação das ações da Sadia pela BRF, na segunda etapa da operação, exceto aquelas por ela detidas por intermédio da HFF, adotando-se uma relação de substituição correspondente a **0,132998** ação ordinária de emissão da BRF para cada ação ordinária ou preferencial de emissão da Sadia. Após essa etapa, a Sadia se tornaria subsidiária integral da BRF.

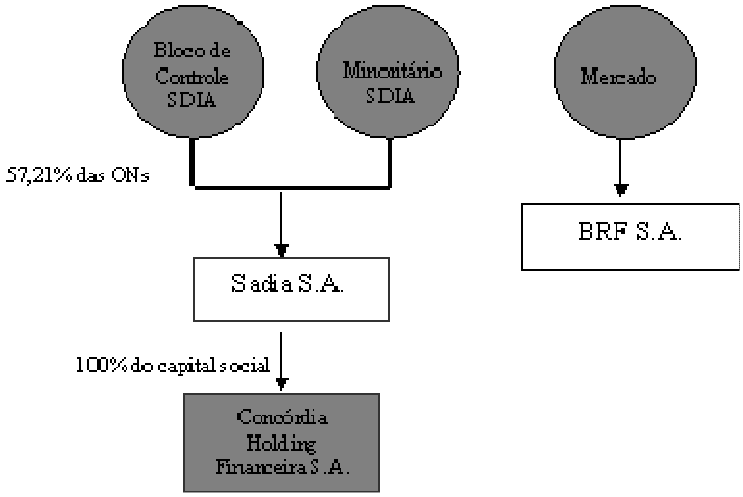
Tal relação de substituição foi analisada por Comitês Especiais de cada uma das companhias, tendo sido divulgado, em 10.07.2009, fato relevante conjunto informando que os comitês haviam confirmado entendimento de que a relação de substituição era adequada e justa, recomendando a sua aprovação[235].

A seguir é apresentado fluxograma das etapas acima descritas, por meio das quais a Sadia se tornará subsidiária integral da BRF:

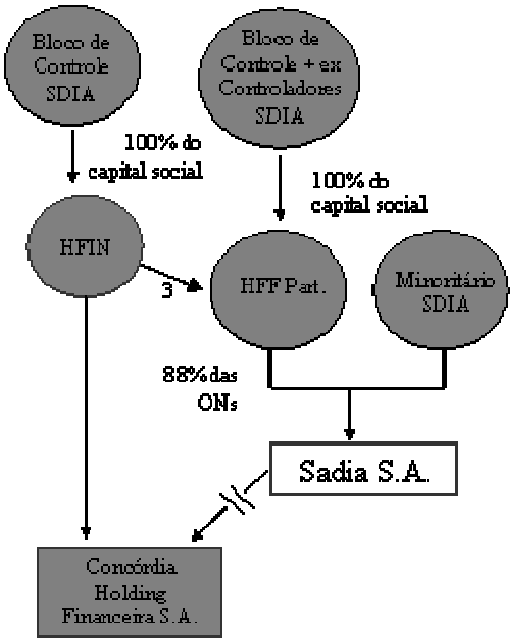
---

[235] "(...) após haverem exercido o seu juízo informado, refletido e desinteressado, entenderam os Comitês Independentes, separadamente, e confirmaram este entendimento após as discussões verificadas entre si, que a relação de substituição estabelecida para a Incorporação de Ações da SADIA é adequada e justa, recomendando aos conselhos de administração das respectivas Companhias que, a seu turno, a submeterão à deliberação dos acionistas de cada uma delas, com proposta favorável, cabendo aos mesmos acionistas a decisão final sobre a matéria."

a) Situação anterior:



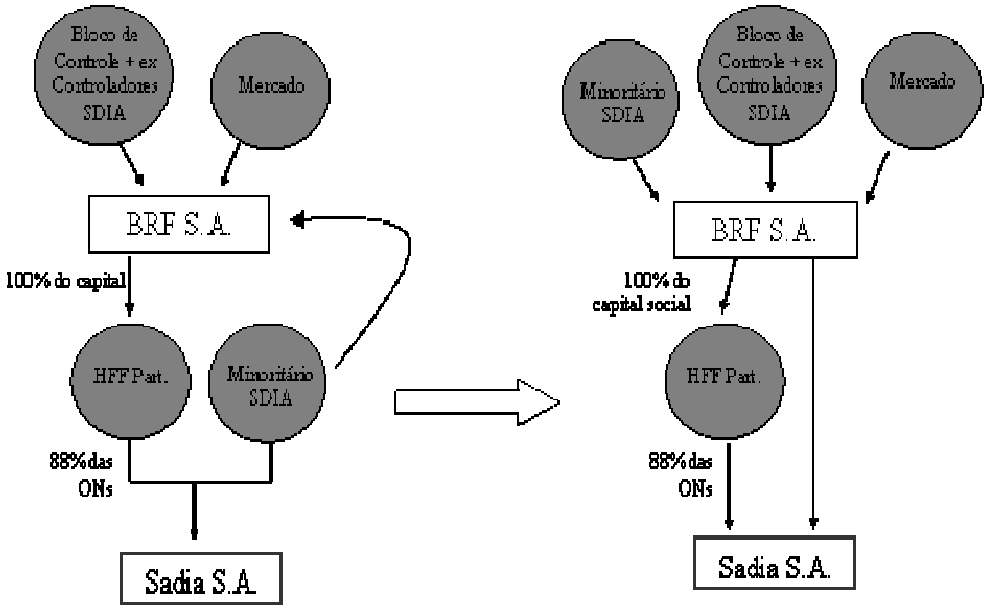
b) Controladores aportam suas ações ordinárias de Sadia na HFF Participações recebendo uma ação da HFF para cada ação SDIA3 aportada e Bloco de controle da Sadia cria HFIN que adquire a participação na Concórdia[236].



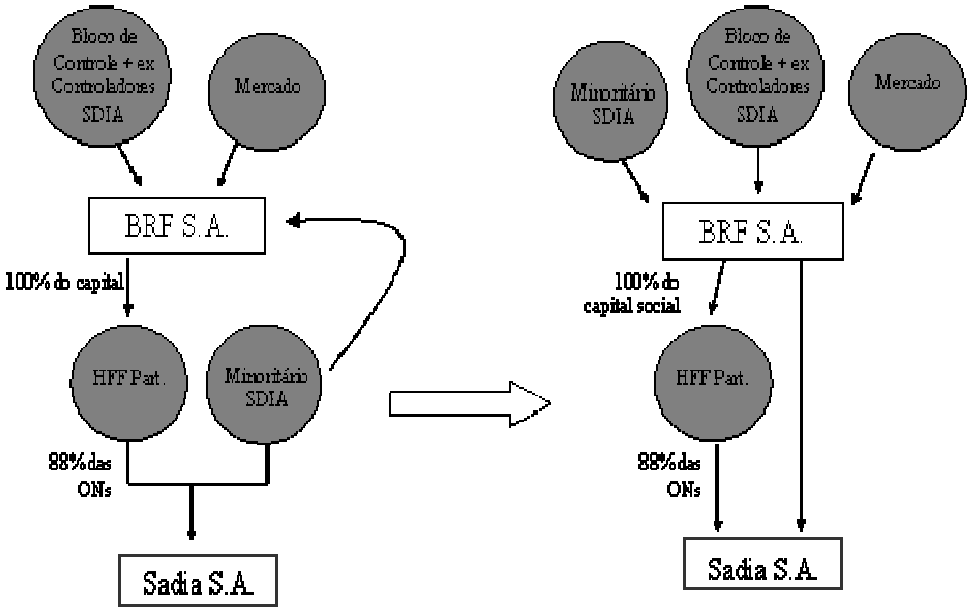
c) **1ª Etapa** – BRF incorpora as ações da HFF emitindo 0,166247 ações ONs para

[236] HFIN é criada a partir do aporte de parte das ações da HFF (5,3% do total ou 11.977.425 ações ONs da HFF) detidas pelos acionistas que então compunham o bloco de controle da Sadia. O pagamento da aquisição da Concórdia Holding Financeira pela HFIN foi efetuado com as ações da HFF que foram por seu turno, incorporadas à BRF. Desta forma a HFIN deu à Sadia, em pagamento do ativo alienado, 1.991.211 ações ONs da BRF. Esta operação foi analisada nos termos do RA CVM/SEP/GEA-4/047/09

cada ação da HFF, logo os controladores da Sadia se tornam acionistas da BRF, que por sua vez passa a controlar a Sadia, indiretamente, por meio da subsidiária integral HFF, detendo 88% de suas ações ordinárias.



d) **2ª Etapa –** BRF incorporará as ações dos minoritários da Sadia emitindo 0,132998 ações ONs para cada ação ON ou PN da Sadia, que por sua vez passa a ser direta e indiretamente controlada da BRF.



Assim, conforme acima analisado, trata-se de operação de reestruturação societária,

realizada em duas etapas, por meio da qual 100% do capital social da Sadia passará a ser detido, direta ou indiretamente, por BRF. Na primeira etapa, as ações pertencentes aos integrantes do bloco de controle foram conferidas ao capital social da HFF (empresa veículo). Ato contínuo, as ações de HFF foram incorporadas pela BRF, com uma relação de troca de **0,166247** ações da incorporadora para cada ação ordinária da HFF (a relação de transferência das ações de Sadia ordinária para HFF foi de 1:1). A segunda etapa envolve a incorporação das ações pertencentes aos minoritários da já controlada, Sadia, por BRF, a uma relação de **0,132998** ações da incorporadora para cada ação ordinária ou preferencial de emissão da Sadia. **Desse modo, a operação contemplou relações de troca diferenciadas, sendo superior para os acionistas ex-integrantes do bloco de controle da Sadia e pessoas a eles ligadas**.

A Superintendência de Relações com Empresas – SEP, por meio do RA/CVM/SEP/GEA-4/073/09, manifestou o entendimento de que, não obstante a operação ocorrer em duas etapas, sem a concomitante submissão à mesma assembleia geral da Sadia das relações de troca das ações dos minoritários e dos acionistas integrantes do bloco de controle, dela resultou a atribuição de **benefício particular** aos integrantes do grupo de controle de Sadia, tendo em vista a **diferença entre as relações de troca de ações não baseada em um critério objetivamente verificável**. Por essa razão, solicitou a manifestação do Colegiado quanto à ocorrência de benefício particular, nos termos do art. 115 da Lei das S.A., e quanto ao consequente impedimento de voto do eventual beneficiado.

Com base nesta operação foram suscitadas as seguintes questões principais:

a) Aplicação do Parecer de Orientação 35/08;

b) Funcionamento e poderes dos comitês especiais; e

c) Relação de troca diferenciada e impedimento de voto.

13.2 Manifestação de Entendimento sobre Aplicação do Parecer de Orientação 35/08

Em 27.05.2009, o Colegiado da CVM deliberou aprovar, por unanimidade, o comunicado ao mercado contendo manifestação de seu entendimento sobre a aplicação do

Parecer de Orientação 35/08 no caso da incorporação de ações da Sadia S.A. pela Perdigão S.A., divulgada pelas companhias em fato relevante de 19 de maio de 2009.

Questionadas pela CVM acerca da função a ser exercida pelos comitês especiais, as companhias informaram ao mercado, em 26 de maio de 2009, que o referido parecer não seria aplicável às operações em questão, pois a relação de troca da incorporação foi estabelecida mediante negociação entre duas companhias independentes. Não obstante, ambas as companhias reiteraram sua intenção de submeter a relação de troca à apreciação dos referidos comitês.

O colegiado da CVM entendeu que o Parecer de Orientação 35/08 é aplicável a toda e qualquer incorporação de controlada. Como a incorporação da Sadia pela Perdigão ocorrerá após a incorporação da HFF, momento em que Perdigão já será controladora de Sadia, a operação em questão é uma incorporação de controlada sujeita às recomendações do parecer, mesmo que Acordo de Associação tenha sido **negociado previamente por partes absolutamente independentes**.

Diferentemente do estabelecido no comunicado emitido pela CVM, o Parecer de Orientação 35/08 não deveria ser aplicável ao caso em comento, vez que, não obstante o fato de que a BRF ser controladora da Sadia por ocasião da incorporação das ações da Sadia, a relação de substituição das ações das companhias – **foi negociado pelas companhias num momento em que suas administrações eram totalmente independentes**.

O comunicado destacou que a (i) constituição de um comitê especial para negociar a relação de troca das ações **não é obrigatória** para as companhias envolvidas na operação, tratando-se de uma recomendação da autarquia, à luz dos rigorosos deveres fiduciários impostos aos administradores pela Lei 6.404/76; e (ii) caso as companhias comuniquem ao mercado que instalarão o comitê especial "nos termos do Parecer de Orientação 35/08", seus administradores devem **observar de fato** os termos do parecer acerca da composição e função do referido comitê.

O comunicado aprovado pelo colegiado foi incisivo no sentido que o comitê especial deve ser constituído para **"negociar a operação"**, sendo que a constituição de

comitê especial para mera confirmação de relação de troca previamente estabelecida desvirtua as finalidades de tal órgão.

13.3 Benefício particular na incorporação das ações de Sadia/HFF (impedimento de voto do eventual beneficiado)

O Diretor Marcos Pinto lembrou que referida operação é bastante similar à do Processo CVM RJ 2009/5811, referente à incorporação da Duratex pela Satipel, decidido pelo Colegiado em 28.07.2009 **(relação de troca mais favorável aos controladores)**, sendo a diferença entre as duas operações apenas **formal**.

Na operação Duratex/Satipel, conforme acima examinado, a incorporação foi feita em apenas uma etapa, mas com duas relações de troca, uma aplicável aos controladores e outras aos demais acionistas. No presente caso, a operação é a mesma, porém em duas etapas. Primeiramente, ações de uma sociedade holding dos controladores da Sadia (HFF) foram incorporadas pela Perdigão e depois ações dos demais acionistas da Sadia são incorporadas, mas com uma relação de troca menos favorável.

Nos termos do voto do Diretor Marcos Barbosa Pinto, as duas etapas configuram uma única operação, sendo que ela configura um **benefício particular** aos antigos controladores da Sadia, por terem uma relação de troca mais favorável que os demais acionistas minoritários da própria Sadia. Entretanto, referido diretor esclarece que tal benefício particular não torna a operação ilegal, mas impede os acionistas controladores da Sadia e seus sucessores legais de votar na assembleia que deliberar sobre a operação[237].

---

[237] Trecho do voto do Diretor Marcos Barbosa Pinto: "2. A diferença entre as duas operações é formal. A incorporação da Duratex pela Satipel foi feita em apenas uma etapa, mas com duas relações de substituição, uma aplicável aos controladores, outra aos demais acionistas. Neste caso, a operação se dá em duas etapas: primeiro, ações de uma holding dos controladores da Sadia foram incorporadas pela Perdigão; agora, ações dos demais acionistas da própria Sadia serão incorporadas, mas com uma relação de troca menos favorável. 3. Na prática, essas duas incorporações configuram uma única operação, por meio da qual Perdigão e Sadia combinarão seus negócios e suas bases acionárias. Ambas as incorporações foram objeto de um único acordo de associação, negociado entre os administradores e controladores das duas companhias. É evidente, portanto, que eles devem ser apreciadas em conjunto, seja do ponto de vista econômico, seja do ponto de vista jurídico; de outro modo, o art. 116, VI, do Código Civil teria incidência. 4. Analisando a operação como um todo, fica claro que ela confere um benefício particular aos antigos controladores de Sadia. Ao final da operação, cada ação dos acionistas controladores de Sadia será substituída por 0,166247 ação da Brasil Foods S.A., nova denominação da Perdigão. Porém, cada ação dos demais acionistas de Sadia S.A. será substituída por apenas 0,132998 ação da Brasil Foods. 5. Esse benefício particular não torna a operação ilegal, mas impede os acionistas controladores da Sadia e seus sucessores legais de votar na assembléia que deliberar sobre a operação, conforme dispõe o art. 115, § 1º, da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Por esse

A Presidente Maria Helena Santana e os Diretores Eliseu Martins e Otavio Yazbek acompanharam o voto do Diretor Marcos Pinto.

13.4 Ilegalidade da Operação

O Diretor Eli Loria, em conformidade com seu voto proferido no caso Duratex Satipel, opinou no sentido de que a incorporação de ações ordinárias utilizando-se de diferentes relações de troca, uma mais favorecida para os acionistas controladores do que para os demais acionistas ordinaristas, **configura uma ilegalidade**. Tal expediente termina por criar classes de ações ordinárias, ainda que fictamente, em infração ao disposto no art. 15, § 1º, da Lei 6.404/76, que veda a existência de classes de ações ordinárias na companhia aberta, bem como ao disposto no art. 109, § 1º, do mesmo diploma, que determina direitos iguais aos titulares de ações de mesma classe. No entendimento do Diretor Eli Loria, essa ilegalidade pode acontecer de maneira direta, como ocorreu no precedente citado, ou de maneira indireta, como no presente caso.

13.5 Decisão do Colegiado

Ao final da discussão, vencido o Diretor Eli Loria, o Colegiado deliberou, por maioria, nos termos do voto apresentado pelo Diretor Marcos Pinto, acompanhar a manifestação da SEP no sentido de que a negociação resultou na atribuição de benefício particular aos integrantes do grupo de controle de Sadia, o que impede os acionistas controladores e sucessores legais de votarem na assembleia que deliberar sobre a operação, conforme dispõe o art. 115, § 1º, da Lei 6.404/76.

Referida decisão não nos satisfaz. As companhias envolvidas adotaram o Parecer de Orientação 35/08, mediante a criação de comitês especiais. Não faz sentido, dessa forma, impedir o direito de voto do controlador quando os procedimentos recomendados no parecer foram totalmente obedecidos.

---

motivo, concordo com a manifestação de entendimento proposta pela Superintendência de Relações com Empresas."

14. CASO VCP/ARACRUZ

Incorporação de ações da Aracruz Celulose S.A. pela Votorantim Celulose e Papel S.A. (Manifestação da Superintendência de Relações com Empresas da CVM)

14.1 Da Operação

A estrutura societária da Aracruz Celulose S.A. ("Aracruz") era exercida até o ano de 2008 por um bloco de acionistas composto pela Arapar (Famílias Lorentzen, Moreira Salles e Almeida Braga), Votorantim Celulose e Papel S.A. ("VCP") e Arainvest (Grupo Safra).

Em 06.08.2008, os administradores da VCP e da Aracruz divulgaram por meio de fato relevante que os controladores indiretos da Arapar aceitaram a proposta apresentada pela Votorantim Industrial S.A. ("VID"), controladora da VCP, para aquisição de forma direta e indireta, por VID e/ou VCP, de 127.506.457 ações ordinárias de emissão da Aracruz, representativas de aproximadamente 28% de seu capital votante. O preço global da aquisição anunciado foi de **R$ 2.710.000.000,00**, que deveria ser pago na data da efetiva transferência das ações.

Além disso, a VCP informou por meio do referido fato relevante sua intenção de consolidar-se no controle da Aracruz e promover a incorporação das ações de emissão da Aracruz mediante a relação de troca por meio do critério de **fluxo de caixa descontado.** Baseando na avaliação do Banco ABN-Amro Real S.A., **a relação de troca seria entre 0,22 e 0,24 ação** (ordinária ou preferencial) de emissão da VCP por **uma ação** (ordinária ou preferencial) de emissão da Aracruz, tornando esta companhia sua subsidiária integral.

Importante mencionar que, nos termos do fato relevante, considerando que a transferência de ações decorrentes da alienação seria apenas entre os integrantes do bloco de controle da Aracruz, a aquisição ora referida não iria requerer a apresentação aos demais titulares de ações ordinárias de emissão da Aracruz, de oferta pública de aquisição de suas ações, uma vez que inexistia alienação de controle.

Em meados de setembro de 2008, o agravamento da crise financeira mundial e a supervalorização do real levaram a Aracruz a divulgar por meio de fato relevante

(02.10.2008) a exposição da companhia a prejuízos de cerca de **R$ 1,95 bilhão** oriundos de operações com derivativos cambiais.

Em 03.11.2008, a Aracruz publicou outro fato relevante pelo qual anunciou o encerramento da maior parte dessas operações de derivativos, com a contabilização de um prejuízo total de US$ 2,13 bilhões, inviabilizando o cumprimento da proposta de compra pelo grupo Votorantim e a implementação da reestruturação societária, nos moldes originalmente concebidos.

Entretanto, o grupo Votorantim tinha se obrigado a cumprir com a proposta de aquisição, nos moldes originalmente pactuados, pois se tratava de um negócio jurídico perfeito, acabado, ensejador de execução específica e de pagamento de multa de **R$ 1 bilhão** em caso de descumprimento. Mas qualquer acordo para cumprimento da proposta de aquisição dependia do equacionamento da dívida da Aracruz com os bancos, pois o projeto de união das duas empresas somente teria sentido se a Aracruz tivesse solucionada sua pendência com os bancos. Já os bancos credores somente equacionariam a dívida da Aracruz se tivessem certeza de que a proposta de compra e reestruturação societária seriam implementadas.

Qualquer acordo com os bancos dependia, portanto, da implementação da proposta da aquisição e do prosseguimento da operação de incorporação de ações de emissão da Aracruz pela VCP para união das atividades das duas companhias, o que geraria fluxo de caixa necessário para pagamento escalonado da dívida bancária.

Após a divulgação em 04.11.2008 e 01.12.2008 de que a Aracruz e os bancos estariam negociando os termos e condições da dívida, **em 19.01.2009 às 21h19min**, a Aracruz anunciou, por meio de fato relevante, ter firmado acordo com os seus bancos credores, de modo a consolidar o total devido em razão das operações de derivativos. Em linhas gerais, a VID conseguiu prazo de 3 anos para pagamento, em 6 parcelas semestrais, o que reduziu consideravelmente o valor presente da transação.

Em 20.01.2009, à 1h35min (poucas horas depois da divulgação do acordo com os bancos), a VID informou ao mercado que as condições da operação de incorporação de ações da Aracruz por VCP haviam sido alteradas. Basicamente, o conselho de

administração da VCP entendeu ser justo fixar a relação de troca de **uma ação** de emissão de Aracruz para cada **0,1347 ação** de emissão da VCP, relação essa fixada segundo os valores de **mercado de ações** de emissão da Aracruz e da VCP, calculados com base na média da relação de troca diária em mercado de ações de emissão da VCP e de Aracruz nos pregões de 2 de dezembro de 2008 (inclusive) a 16 de janeiro de 2009 (inclusive).

Ainda, em fato relevante do dia 20.01.2009, foi informado que, em até 270 dias **após a incorporação de ações** de emissão de Aracruz por VCP, VID faria com a VCP adira ao Novo Mercado, sendo que, para permitir a referida adesão, as ações preferenciais de emissão da VCP seriam convertidas em ações ordinárias, observada a relação de **uma ação preferencial para 0,91 ação ordinária**.

Posteriormente as companhias convocaram assembleias especiais de preferencialistas para deliberar sobre a conversão de suas ações preferenciais em ordinárias, antes da incorporação. A conversão de preferenciais em ordinárias foi feita no âmbito da VCP mediante a substituição de uma ação preferencial de emissão de VCP por 0,91 ação ordinária de emissão da VCP, mas não se realizou no âmbito da Aracruz por falta de quorum.

Assim, a relação de troca originalmente divulgada no fato relevante de 20.01.2009 foi alterada, porque seriam trocadas ações ordinárias e preferenciais de emissão de Aracruz, somente por ações ordinárias de VCP, já que todas as ações de VCP haviam sido convertidas.

Mais precisamente, em fato relevante divulgado pelas companhias, em 23.07.2009, foi comunicada a alteração das condições da incorporação de ações anteriormente divulgadas. Segundo o mencionado fato relevante, passaria a incidir um “fator de ajuste” de 0,91 sobre as ações preferenciais de emissão de Aracruz, quando da substituição de tais ações por ações ordinárias de emissão de VCP. Como resultado disso, uma ação preferencial de emissão de Aracruz faria jus a **0,1226** ação ordinária de emissão de VCP, ao passo que cada ação ordinária de Aracruz fará jus a **0,1347** ação ordinária de emissão de VCP, dentro, portanto, das recomendações dos comitês independentes.

A área técnica da CVM considerou que, dos documentos divulgados pelas companhias, não constava justificativa que permita identificar a utilização de um **critério objetivo** para determinação do referido "fator de ajuste" de 0,91.

Desse modo, a Superintendência de Relações com Empresas da CVM manifestou-se no sentido de que a operação estava considerando **relações de troca diferenciadas** e que tal diferença não se baseava em um **critério objetivamente verificável**. Com base nisso a SEP manifestou o entendimento de que, em linha com decisões anteriores do Colegiado da CVM, e sem prejuízo dos questionamentos acerca do critério utilizado para determinação da relação de substituição, estaria caracterizado benefício particular dos acionistas detentores de ações ordinárias e a Aracruz deveria aplicar por analogia o disposto no art. 136, § 1º, da Lei das S.A., submetendo a operação à aprovação de uma assembleia especial de acionistas preferencialistas.

Dessa forma, questionaram-se os seguintes pontos:

a) **Razões pelas quais a relação de troca teria sido divulgada logo em seguida à divulgação do acordo da Aracruz com os bancos, e se tal acordo teria sido devidamente refletivo na citada relação de troca;**
b) **O fator de ajuste de 0,91 aplicado às ações preferenciais de emissão de Aracruz, que serão trocadas por ações ordinárias de emissão da VCP, não teria se baseado em critérios objetivos, podendo trazer ao controlador das companhias alguma espécie de benefício particular direto ou indireto, o que conduziria ao impedimento do exercício de seu direito de voto na assembleia que deliberaria sobre a incorporação de ações.**

14.2 Divulgação simultânea da relação de troca

A divulgação simultânea das condições da relação de troca teve como objetivo evitar uma especulação no mercado, com base nas expectativas da relação "não divulgada", o que poderia comprometer e prejudicar acionistas de ambas as companhias envolvidas na operação.

Não seria possível utilizar como critério para a relação de troca qualquer cotação

futura das ações da Aracruz porque isso possibilitaria manipulações de mercado. Se a relação de troca fosse estabelecida com base na cotação futura, alguns acionistas poderiam comprar ou vender ações para influir na cotação média, manipulando artificialmente o valor da relação de troca. A relação de troca estaria afetada pela expectativa dos investidores em torno dos potenciais efeitos da operação para cada uma das companhias envolvidas.

Além disso, o acordo com os bancos já estava refletido nas cotações das ações de emissão da Aracruz, no período utilizado para apuração da relação de troca. O mercado acompanhou a evolução das negociações com os bancos credores, desde a divulgação da exposição da Aracruz aos derivativos até a notícia da realização de negociações para reestruturação da dívida. No mês de dezembro, de acordo com os fatos relevantes divulgados (01.12 e 12.12), o mercado já detinha conhecimento do avanço nas negociações com os bancos. Assim, as expectativas positivas relacionadas ao acordo com os bancos já estavam refletivas no período utilizado para cálculo da relação de troca.

Deve-se ainda ressaltar que a utilização da média das cotações das ações na Bolsa de Valores era o critério mais objetivo para refletir o valor econômico das companhias, pois as ações de ambas as companhias eram líquidas e compunham o índice IBOVESPA. Em face da dívida com os derivativos, a elaboração de qualquer projeção sobre o fluxo de caixa da Aracruz apresentaria resultados muito inferiores que a avaliação da companhia a mercado.

Importante também destacar que o valor pago aos controladores da Aracruz e aos acionistas ordinaristas não poderia ser utilizado como referencial para o valor de troca das ações preferenciais da incorporação das ações de emissão da Aracruz pela VCP. Em primeiro lugar, a proposta de compra aos controladores era um negócio jurídico perfeito, acabado e irretratável, cujo descumprimento ensejaria execução especifica e pagamento de multa de R$ 1 bilhão. Em segundo lugar, a própria avaliação das ações preferenciais pelo método de fluxo de caixa descontado se mostrava inviável após a dívida e a mudança nas condições do mercado de celulose.

Ainda, cumpre observar que a relação de troca foi adequadamente atestada por dois

comitês especiais independentes constituídos tanto no âmbito da VCP[238], como da Aracruz[239], numa aplicação pioneira do Parecer de Orientação 35/08. Não houve qualquer dúvida de que a relação de troca divulgada estava inserida dentro dos intervalos aceitos por ambos Comitês.

14.3 Nova relação de troca e "fator de ajuste" de 0,91

Como acima mencionado, a relação de troca que seria implementada foi alterada, em relação à originalmente divulgada no anúncio de fato relevante de 20.01.2009, porque seriam trocadas ações ordinárias e preferenciais de emissão de Aracruz, somente por ações ordinárias da VCP, já que todas as ações preferenciais de emissão de VCP já haviam sido convertidas em ordinárias.

Tal conversão teve caráter voluntário, pois resultou de deliberação majoritária dos titulares de ações preferenciais da VCP, reforçando a ideia de que o mercado havia considerado justo o desconto aplicado na conversão, que seria o mesmo aplicado aos acionistas da Aracruz, na incorporação de suas ações por VCP.

O que mudou foi simplesmente o fato de que o redutor que seria aplicado aos acionistas da Aracruz após a incorporação de suas ações será aplicado na incorporação. Assim, seria aplicado para as ações preferenciais de emissão da Aracruz o mesmo deságio que foi aplicado na conversão de ações preferenciais de emissão da VCP por ações ordinárias de emissão da mesma VCP, garantindo-se, assim, tratamento isonômico aos preferencialistas de ambas as companhias.

Referido desconto foi calculado por critérios objetivamente verificáveis. Em primeiro lugar, o Comitê Especial Independente da Aracruz realizou uma análise complementar sobre a relação de valor de mercado entre ações ordinárias e preferenciais de companhias listadas na Bolsa de Valores de São Paulo. O comitê selecionou as companhias mais líquidas, no período de 2 de janeiro de 2009 até 15 de julho de 2009, e

---

[238] O Comitê Independente da VCP sugeriu ao Conselho da companhia uma relação de troca entre o mínimo de 0,0924 ação de emissão da VCP por uma ação de emissão da Aracruz, até o máximo de 0,1347 ação de emissão da VCP por uma ação de emissão da Aracruz.

[239] O Comitê Independente da Aracruz sugeriu ao Conselho da companhia que qualquer média das relações de troca calculadas a partir das cotações de fechamento dentre 15 a 50 pregões que antecedem ao pregão de 20 de janeiro de 2009, resultando em um intervalo entre 0,1342 a 0,1473 seria adequada.

obteve que, na média, as ações preferenciais são negociadas a 0,90 do valor das ações ordinárias, confirmado o que já dissemos alhures, que o mercado atribui um prêmio para as ações ordinárias. Em segundo lugar, o critério considerado foi fruto de ampla negociação dentro de uma operação maior (renegociação do passivo; aquisição de controle; migração para o novo mercado etc.).

Não haveria qualquer impedimento de voto do controlador neste tipo de operação. Diferentemente do alegado na manifestação da SEP[240], tal operação é diferente das decisões anteriormente julgadas pela CVM.

Como vimos acima, diferentemente da operação da Sadia/Perdigão e Duratex/Satipel, nesta operação (i) não há atribuição de tratamento diferenciado aos acionistas titulares de ações de mesma espécie e classe; (ii) a VCP permanecerá com a mesma quantidade de ações ordinárias que detinha antes da incorporação; (iii) a VCP não terá incremento de nenhum direito político, pois já detém o controle e manterá o controle. Some-se a isso o fato de que a definição de relação de troca com base em outras metodologias em substituição ao critério de valor de mercado apurado por cotação em bolsa resultaria sempre em resultados inferiores para os próprios acionistas preferencialistas.

Além disso, os comitês independentes aprovaram a relação de troca. De acordo com o Parecer de Orientação 35/08, o acionista não poderia ficar impedido de votar quando decide seguir os parâmetros indicados nos pareceres da CVM.

Por fim não haveria qualquer sentido para aplicação analógica do artigo 136, § 1º, da Lei das S.A, "submetendo a operação à aprovação de uma assembléia especial de acionistas preferencialistas", uma vez que não há qualquer tipo de lacuna legal na operação de incorporações ou similaridade fática objeto de operações anteriores, sendo que a enumeração legal dos casos em que a eficácia da deliberação depende de prévia aprovação

[240] Manifestação da Superintendência de Relações com Empresas sobre a operação de incorporação de ações de emissão da Aracruz pela VCP: "(...) Desse modo, considerando a adoção de relação de troca diferenciada no âmbito da operação de incorporação de ações, e que a diferença entre as relações de troca não se baseou em um critério objetivamente verificável, a SEP manifestou o entendimento de que, em linha com decisões anteriores do Colegiado da CVM, e sem prejuízo dos questionamentos acerca do critério utilizado para determinação da relação de substituição, estaria caracterizado benefício particular dos acionistas detentores de ações ordinárias e a Aracruz deveria aplicar por analogia o disposto no art. 136, § 1º, da Lei nº 6.404/76, submetendo a operação à aprovação de uma assembléia especial de acionistas preferencialistas".

ou ratificação de titulares de ações preferenciais é taxativa, e a incorporação de ações não está compreendida nessa enumeração, excluindo-se, portanto, qualquer interpretação extensiva ou analógica.

CONCLUSÃO

A utilização do instituto da incorporação de ações tem sido muito recorrente no processo crescente de concentração empresarial das empresas. Com a importância que o tema requer, tomou-se o cuidado de diferenciar da típica operação de incorporação de sociedade determinando os motivos de escolha para cada um dos institutos. Após intensas reflexões, abordamos a questão da natureza jurídica da incorporação de ações, percorrendo desde a sua configuração como aumento de capital, permuta de ações, estipulação em favor de terceiro, sub-rogação real até concluirmos tratar-se de um instituto jurídico próprio do nosso direito societário.

O contraste da operação de incorporação de ações com o direito norte-americano torna-se altamente relevante para o nosso estudo, buscando-se identificar dentro de seus institutos a estrutura mais similar à nossa. Com as características que lhe são peculiares, a *stock swap* ou *share exchange* foi a que mais se assemelhou à estrutura brasileira. Buscou-se, dessa forma, entender as diferenças existentes de proteção aos minoritários nos dois sistemas, principalmente nas *self dealing transactions*, para assim explicar o porquê de no sistema norte-americano serem necessários outros mecanismos de proteção em complemento ao direito de recesso, principalmente no que tange ao *intrinsic fairness test* e ao *business purpose test*.

O estudo do direito comparado é imprescindível para o estudo do presente tema, pois a importação do modelo norte-americano tem sido implantado no Brasil levando a sérios problemas de legalidade quanto às posições adotadas pela CVM no sentido de criação de novos procedimentos não estabelecidos em lei. A importação do modelo norte-americano descarta a realidade diversa do nosso sistema societário, especificamente quanto à existência de um controle concentrado *vis a vis* o controle difuso existente nos Estados Unidos. Além disso, se esquece que no Brasil não há possibilidade de pagamento em dinheiro aos acionistas minoritários, recebendo estes sempre ações da sociedade incorporadora, carecendo o nosso sistema da possibilidade de eliminação dos acionistas minoritários, como ocorre nos Estados Unidos nas *freezout mergers*, em que eles são obrigados a receber em dinheiro a sua participação.

Na parte atinente à incorporação de ações de companhia controlada, ponderou-se a respeito da proteção adicional aos acionistas minoritários, demonstrando que neste tipo de operação a nossa Lei das S.A. buscou propiciar o voto do acionista controlador. Delimitou-se o conceito do acionista controlador, apresentando-se as diferenças entre o controle majoritário e minoritário para efeitos da nossa lei, pois a abrangência de sua definição é que determinará à sujeição da operação às normas especiais de proteção ao acionista minoritário.

A relação de troca, como um dos temas mais sensíveis nas operações de incorporação de controlada, foi amplamente discutida, concluindo-se pelo princípio da liberdade convencional dos parâmetros para a determinação das relações de substituição, sem deixar de tratar sobre a finalidade da apresentação da avaliação das companhias com base no critério do patrimônio líquido a preço de mercado. A sua exigência é imprescindível aos acionistas minoritários como forma de possibilitar a comparação com os critérios de relação de troca escolhidos pela administração das companhias, dimensionando a sua equidade e de servir como critério alternativo para o cálculo do valor de reembolso aos acionistas dissidentes, na hipótese de a relação de troca ser menos vantajosa do que aquela que decorreria dos patrimônios líquidos a preço de mercado.

Foram examinadas as estratégias legais de proibição, saída e de legitimação, com a finalidade de avaliar qual delas seriam adotadas pela nossa Lei das S.A. em operações de incorporação de controlada. Reconhecemos assim que nossa legislação societária permitiu o voto do acionista controlador, adotando a estratégia de saída, ao permitir o direito de recesso aos acionistas minoritários dissidentes.

Com base nas estratégias legais estudadas, fomos ao encontro dos Pareceres de Orientação editados pela CVM (34 e 35), nos quais nos deparamos com a alteração da estratégia de regulamentação sem qualquer modificação na nossa Lei das S.A, em afronta ao princípio da legalidade. Com a edição dos pareceres, passamos da estratégia de saída para uma estratégia de legitimação no seu estado puro, consistente na obrigação de deixar votar somente o acionista minoritário, impedindo o voto do acionista controlador, por motivos da existência de benefício particular.

Em respostas às críticas de diversos especialistas, tratamos sobre o instituto do *tag*

along e do fechamento de capital e a necessidade de realização de oferta pública em operações de incorporação de ações que impliquem transferência de controle ou cancelamento de registro de companhia aberta.

Quanto ao *tag along*, concluímos pela inexistência de qualquer tipo de transferência onerosa de ações na incorporação de ações capaz de alimentar a obrigação do adquirente do controle acionário de uma companhia aberta fazer uma oferta pública para a compra das ações ordinárias em poder dos minoritários. Do mesmo modo, argumentamos pelo descabimento de exigir uma oferta pública de fechamento de capital quando da incorporação de ações de uma companhia aberta, por inexistir qualquer fundamentação legal como condição de sua validade.

No último capítulo do trabalho, em caráter pioneiro e inédito, discutiu-se de forma pormenorizada os principais precedentes nos quais a CVM decidiu impor restrições ou impedir a realização de reestruturação societária, na qual considerou ter havido um tratamento não equitativo. De forma a aplicar os conceitos teóricos utilizados nos capítulos anteriores, analisaram-se nos precedentes os principais aspectos relativos à incorporação de ações, como a questão referente à relação de troca diferenciada entre companhias controladas e partes independentes, impedimento de voto, benefício particular, aplicação dos recentes pareceres de orientação editados pela CVM, entre outros assuntos.

Enfim, a mudança de entendimento da CVM estampada nas decisões estudadas traz tanto para os acionistas controladores como os acionistas minoritários uma insegurança jurídica quando do anúncio das operações de incorporação de ações. É salutar que se decida ou pela mudança da lei ou pela sua observância estrita, sem adoção neste ínterim de qualquer procedimento ou exigência que não aquele definido ou pautado em lei.

BIBLIOGRAFIA

ABRAMCZYK, Jon E.; CINCILLA, Jason A.; HONAKER, James D. Honaker, *Going Private Dilemma? Not in Delaware*, 58 Bus. Law. 1.351 (2003)

ALLEN, William T.; JACOBS, Jack B.; STRINE, JR., Leo E., *Function Over Form: a Reassessment of Standards of Review in Delaware Corporate Law*, Delaware Journal of Corporate Law (2001).

ANDRADE, Manuel A. Domingues de. *Teoria geral da relação jurídica*. Vol. I, Almedina, Coimbra , 1997

ARONSTAM, Bradley R.; BALOTTI, R. Franklin; REHBOCK Timo, *Delaware's Going-Private Dilemma: Fostering Protections for Minority Shareholders in the Wake of Siliconix and Unocal Exploration*, 58 Bus. Law. 519 (2003).

_____. *Revisiting Delaware's Going-Private Dilemma Post Pure Resources*, 59 Bus. Law. 1.459 (2003-2004)

ASCARELLI, Tullio. *Problemas das sociedades anônimas e direito comparado.* São Paulo, Saraiva, 1946.

_____. *Problemi giuridici*. Milano: Giuffrè, 1959.

_____. *Saggi di diritto commerciale.* Milano: Giuffrè, 1955.

_____. *Studi in tema di società.* Milano: Giuffrè, 1952.

AZEVEDO, Antonio Junqueira de. *Negócio Jurídico – Existência, Validade e Eficácia.* 4ª ed. São Paulo: Saraiva, 2002.

BAINBRIDGE, Stephen M. *Corporation Law and Economics*. New York: Foundation Press, 2002.

BALLANTINE, Henry Winthrop. *Ballantine on Corporations.* Chicago: Callaghan and Company, 1946.

BASTOS, Celso Ribeiro. *Curso de Direito Constitucional*. Rio de Janeiro: Saraiva, 1983.

BATALHA, Wilson de Souza Campos, *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas.* Rio de Janeiro: Forense, 1977.

BERLE, ADOLF A.; MEANS, Gardiner C. *The Modern Corporation and Private Property.* New York: Harcout, Brace & World, Inc, 1968.

BETTI, Emilio, *Teoria General del Negocio Juridico.* 2ª ed. Madrid: Editorial Revista del Derecho Privado, 1959.

_____. *Teoria Geral do Negócio Jurídico.* Trad. de Ricardo Rodrigues Gama. Campinas: LZN Editora, 2003.

BEVILÁQUA, Clovis. *Código Civil dos Estados Unidos do Brasil Comentado*. 11ª ed. Rio de Janeiro: Francisco Alves, 1956.

BLACK, Bernand. *Strengthening Brazil's Securities Markets.* Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, vol. 120, 2000.

BORBA, José Edwaldo Tavares. *Direito Societário.* 9ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2004.

BORGES, João Eunápio. Sociedade por Ações – Incorporação de Reservas Legais ao Capital (Parecer). *Revista Forense*. Rio de Janeiro, v. 144, nov./dez., 1952, p. 78-81.

BULGARELLI, Waldírio *Estudos e Pareceres de Direito Empresarial.* São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 1980.

_____. *Questões de Direito Societário.* São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 1983.

_____. O Direito nas Hipóteses de Incorporação, Fusão, Cisão e Participação em Grupos de Sociedades. Exclusão Acarretada pela Lei nº 7.958 de 20.12.89. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, Ano XXXIII, n. 95, jul./set., 1994, p. 71-79.

_____. *Fusões, Incorporações e Cisões de Sociedades.* 2ª ed. São Paulo: Editora Atlas, 1996.

_____. *A incorporação das Sociedades Anônimas.* São Paulo: Edição Universitária de Direito, 1975.

_____. Regime Jurídico da Proteção às minorias nas S.A., Rio de Janeiro: Renovar, 1998.

CAMPOS, Francisco, *Lei e Regulamento. Direitos Individuais*. Revista de Direito Público 80/373.

CANTIDIANO, Luiz Leonardo. *Reforma da Lei das S.A.*, 1ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2002.

_____. *Direito Societário e Mercado de Capitais*. Rio de Janeiro: Renovar, 1996.

_____. *Análise crítica do Parecer de Orientação CVM 34*. Revista de Direito Bancário 2008 – RDB 41.

_____. *Incorporação de Sociedades e Incorporação de Ações*. Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais. CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; AZEVEDO, Luís André N. de Moura (coordenadores), Quartier Latin, 2010.

CAMACHO, Marília; 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*, 28/46.

CARVALHOSA, Modesto, *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*; 2ª e 3ª ed . São Paulo: Saraiva, 2002-03.

CARVALHO DE MENDONÇA, José Xavier. *Tratado de Direito Comercial Brasileiro.* vols. III e IV. 4ª ed. Rio de Janeiro-São Paulo: Freitas Bastos, 1945-46.

CARY, William L.; EISENBERG, Melvin Aron. *Cases and Materials on Corporations*, 5th ed. Mineola: The Foundation Press, 1995.

CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos de (coordenadores). *Direito Societário. Desafios Atuais.* Quartier Latin, 2009.

CLARK, Robert Charles. *Corporate Law.* Aspen Law & Business, 1986.

COÊLHO, Sacha Calmon Navarro, *Imposto sobre a renda e incorporação de ações da sociedade "Holding"*, Revista Dialética de Direito Tributário, nº 77, Fevereiro 2002.

COMPARATO, Fabio Konder. *Novos ensaios e pareceres de direito empresarial.* Rio de Janeiro: Forense, 1981.

_____. *Ensaios e Padeceres de Direito Empresarial.* Rio de Janeiro: Forense, 1978.

_____. Valor de Reembolso no Recesso Acionário; Interpretação do Art. 45 Lei das Sociedades por Ações (Parecer). *Revista dos Tribunais*, São Paulo, v. 563, set., 1982, p. 48-56.

_____. *O Poder de Controle na Sociedade Anônima.* 3ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 1983.

_____. *Aspectos jurídicos da macro-empresa*. São Paulo, RT, 1970.

_____. *Direito Empresarial: estudos e pareceres.* Saraiva, 1995.

COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na sociedade anônima*. 4ª ed. Forense, 2005.

CRISTIANO, Romano, *A Subsidiária Integral no Brasil*. Revista dos Tribunais, 1986.

DOOLEY, Michael P. *Fundamentals of Corporation Law.* The Foundation Press, 1995.

DOOLEY, Michael P.; GOLDMAN, Michael D. *Some Comparisons between the Model Business Corporation Act and the Delaware General Corporation Law*, 56 Bus. Law. 737

EISENBERG, Melvin Aron. *Corporations and Other Business Organizations.* 8th ed. New York: Foundations Press, 2000.

_____. *The Divergence of Standards of Conduct and Standards of Review in Corporate Law*, 62 Fordham L. Rev. 437, 456

EIZIRIK, Nelson. *Temas de Direito Societário.* Renovar, 2005.

_____. *Aspectos Modernos do Direito Societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 1992.

_____. *Sociedades Anônimas; Jurisprudência*. Rio de Janeiro: Renovar, 1996-98.

_____. *Reforma das S.A. e do Mercado de Capitais*. Rio de Janeiro: Renovar, 1997.

_____. *Incorporação de Ações: Aspectos Polêmicos*. Fusão, Cisão, Incorporação e Temas Correlatos. WARDE, Walfrido Jorge, (coordenador), Quartier Latin, 2009.

_____. *A Nova Lei das S.A.* São Paulo: Saraiva, 2002.

_____. *Estudos de Direito Empresarial.* Saraiva, 2010.

ENRIQUES, Luca. *The Law on Company Director's Self-Dealing: a Comparative Analysis*, 2 Int'l & Comp. Corp. L. J. 297, 2000.

FERREIRA, Waldemar Martins. *Tratado de Sociedades Mercantis.* 5ª ed. Rio de Janeiro: Editora Nacional de Direito, 1958.

_____. *Tratado de Direito Comercial.* São Paulo: Saraiva. 1960-66

FERRO-LUZZI, P., *I contratti associativi*, Milano: Giuffrè, 1976.

FIGUEIREDO, Paulo Roberto Costa. *Subsidiária Integral – a sociedade unipessoal no Direito Brasileiro.* São Paulo, 1984.

FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *Conflito de Interesse nas Assembléias de S.A.* São Paulo: Malheiros Editores, 1993.

_____. *Invalidade das Deliberações de Assembléia das S.A.* São Paulo: Malheiros Editores, 1999.

_____. *Temas de Direito Societário, Falimentar e Teoria da Empresa.* São Paulo: Malheiros Editores, 2009.

_____. *Ainda o conceito de benefício particular: anotações ao julgamento do processo CVM RJ -2009/5.811*, Revista de Direito Mercantil (RDM), 149/293-322

GALGANO, Francesco. *Il Negozio Giuridico.* 2ª ed. Milano: Giuffrè, 2002.

GILSON, Ronald; BLACK, Bernard. *The Law and Finance of Corporate Acquisitions.* 2ª ed. Wetsbury, Foundation Press, 1995.

GOMES, Orlando. *Contratos.* 26ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2008.

GONÇALVES, Luiz da Cunha. *Tratado de Direito Civil em Comentário ao Código Civil Português.* 2ª ed. São Paulo: Max Limonad, 1956.

GOSHEN, Zohar, *The Efficiency of Controlling Corporate Self Dealing: Theory Meets Reality*, 91 Cal. L. Rev. 393 (2003)

GOWER, Paul L.C.B.; DAVIES, Paul L. *Gower's Principles of Modern Company Law.* 6th ed. London: Stevens & Sons, 1997.

HAAS, Steven M. *Towards a Controlling Shareholder Safe Harbor*, 90 Va. L. Rev. 2.245.

HERTIG, Gerard; KANDA, Hideki, KRAAKMAN Reiner R., ARMOUR John, DAVIES, Paul, HOPT, Klaus, ENRIQUES Lucas, *The anatomy of Corporate Law, A Comparative and Functional Study*, Oxford: University Press, 2009.

JAEGER, Pier Giusto. L'Interesse Sociale Rivisitatto (Quarant'Anni dopo). *Gurisprudenza Commerciale.* Parte I. Milano: Giuffrè, 2000.

IACONO, Christopher A. *Tender Offers and Short-Form Mergers by Controlling Shareholders under Delaware Law: the '800 Pound Gorilla' Continues Unimpeded - In Re Pure Resources, Inc. Shareholders Litigation*, 28 Del. J. Corp. L 645.

JENNINGS, Richards W.; MARSH JR., Harold; COFFEE JR., John C.; SELEIGMAN, Joel. *Securities Regulations.* 8th ed. New York: Foundation Press, 1998.

JUNIOR, Ecio Pr.; KALANSKY, Daniel; PEYSER Luis (coordenadores). *Direito Empresarial. Aspectos Atuais de Direito Empresarial Brasileiro e comparado*. Método, 2005.

JUNIOR, Mairan Gonçalves Maia. *A representação do negócio jurídico,* São Paulo: Revista dos Tribunais, 2001.

KELSEN, Hans. *Teoria Pura do Direito.* Tradução de Fernando Miranda. Coimbra: Armênio Amado Editor, 1945.

KLEIN, William A.; COFFEE JR., John C. *Business Organizations and Finance.* New York: Foundation Press, 1996.

LATORRACA, Nilton, *Direito Tributário.* São Paulo: Atlas, 1990.

LAMY FILHO, Alfredo. *Temas de S.A.: Exposições, Pareceres*. Rio de Janeiro: Renovar, 2007.

LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A Lei das S.A.*, Pressupostos, Elaboração, Modificações*,* vol. I, Rio de Janeiro: Renovar, 3ª Edição, 1997.

_____. *A Lei das S.A.,* v. II, Rio de Janeiro: Renovar, 2ª Edição, 1996.

_____. *Direito das Companhias.* v. I e II. Forense, 2009.

LAZARESCHI NETO, Alfredo Sérgio. *Lei das Sociedades por Ações Anotada.* São Paulo: Saraiva, 2006.

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

_____. *Incorporação de companhia controlada*. Revista de Direito Mercantil 94/87.

_____. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas (Arts. 52 a 120*). São Paulo: Saraiva, 1980.

_____. *Estudos e Pareceres sobre Sociedades Anônimas.* São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 1989.

LETSOU, Peter V.; HAAS, Steven M., *The Dilemma that Should Never Have Been: Minority Freeze Outs in Delaware!*, 61, Bus Law, 25, 73, 2005.

LOBO XAVIER, Vasco da Gama. *Anulação de Deliberação Social e Deliberações Conexas.* Coimbra: Atlântida Editora, 1976.

LUCENA, Waldecy Jose. *Das Sociedades Anônimas. Comentários à Lei.* Volume II. Renovar, 2009.

MARCONDES, Sylvio. *Problemas de Direito Mercantil*. Max Limonad, 1970.

_____. *Questões de direito mercantil*. São Paulo: Saraiva, 1977.

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

MARTINS NETO, Carlos; COSTA E SILVA, Francisco da. *A utilização do instituto da incorporação de ações como forma de burlar a exigência legal de OPA para fechamento de capital*. Revista Semestral de Direito Empresarial – RSDE n° 1, jul/dez 2007.

MAXIMILIANO, Carlos. *Hermenêutica e Aplicação do Direito.* 9 ed. Rio de Janeiro: Forense, 1979.

MELLO, Celso Antonio Bandeira de. *Curso de Direito Administrativo*. São Paulo: Malheiros, 1996.

MENDONÇA, José Xavier Carvalho de, *Pareceres*. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1932-36.

_____. *Tratado de Direito Comercial Brasileiro.* 6 ed. Rio de Janeiro: Livraria Freitas Bastos, 1957-61.

MESSINA, Paula de Lorenzo; FORGIONI, Paula. *Sociedades por Ações – Jurisprudência, Casos e Comentários.* São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 1999.

MUNHOZ, Eduardo Secchi, *Desafios do Direito Societário Brasileiro na Disciplina da Companhia Aberta: Avaliação dos Sistemas de Controle Diluído e Concentrado in Direito Societário.* Desafios Atuais, CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos de (coordenadores).Quartier Latin, 2009.

OCHMAN, Renato; FORGIONI, Paula A. *Direito de Retirada do Acionista no "Fechamento de Capital" de Companhia*. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, São Paulo, ano XXXII, n.90, abr./jun., 1993, p. 38-51.

PEIXOTO, Carlos Fulgêncio da Cunha. *Sociedades por ações; Comentários ao Decreto-Lei nº 2.627 de 26/10/1940, com alterações da Lei nº 4.728 de 14/07/1965 – Lei do mercado de Capitais.* São Paulo: Saraiva, 1972-73.

PENTEADO, Mauro Rodrigues. *Reorganização Operacional e Societária. Ação Declaratória de Nulidade de Deliberações do Conselho de Administração de S.A. Suposto*

conflito de interesses. Revista de Direito Mercantil, 146.

PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Instituições de Direito Civil.* Vol I, 17ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 1995.

PLANIOL, Marcel. *Traitè Èlmèntaire de Droit Civil.* v. II. Paris, 1902.

PONTES, Aloysio Lopes. *Sociedades Anônimas.* 4ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 1957.

PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de Direito Privado.* 3ª ed. vols. 1, 3, 4 e 49. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 1970.

_____. *Comentários à Constituição de 1967, com a Emenda 1/69.* São Paulo: Revista dos Tribunais, 1969.

RAO, Vicente. *O Direito e a Vida dos Direitos*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1997.

RATHENAU, Walther. *Do Sistema Acionário- uma análise negocial*. Tradução e introdução de LAUTENSCHLEGER JR, Nilson. Revista de Direito Mercantil, 128, Malheiros, ano XLI, out-dez. 2002, p. 202.

REQUIÃO, Rubens. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas (art. 1º ao 51).* São Paulo: Saraiva, 1980.

_____. *Aspectos Modernos de Direito Comercial (Estudos e Pareceres).* 2ª ed. São Paulo: Saraiva, 1980-88.

_____. *Curso de Direito Comercial.* 25ª ed. São Paulo: Saraiva, 2003.

SALOMÃO FILHO, Calixto. *A sociedade unipessoal.* Malheiros Editores, 1995.

_____. *O novo direito societário.* 2ª ed. Malheiros Editores, 2002.

_____; COMPARATO, Fábio Konder. *O poder de controle na sociedade anônima*. 5ª ed.

Forense, 2008.

SANTAGATA, Carlo. *La Fusione tra Società.* Napoli: Morano Editore, 1969.

SILVA, De Plácido e. *Vocabulário Jurídico.* 23ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2003.

STRINE, Leo E. *The Inescapably Empirical Foundation on the Common Law of Corporations*, 27 Del. J. Corp. L. 499, 509 (2002).

SUBRAMANIAN, Guhan. *Fixing Freeze Outs*, 115 Yale L. J. 2, 11-13, 2005.

STOCCO, Rui. *Abuso de Direito e Má-Fé Profissional*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2002.

SZTAJN, Rachel. O Direito de Recesso nas Sociedades Comerciais. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, Ano XXVII, n. 71, jul./set., p 50-54, 1988.

_____. Conceito de Liquidez na Disciplina do Mercado de Valores Mobiliários. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, Ano XLI, n. 126, p. 7-29, abr./jun., 2002.

_____. Contrato de Sociedade e Formas Societárias, Saraiva, São Paulo, 1989.

TEIXEIRA, Egberto Lacerda; GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *Das Sociedades Anônimas no Direito Brasileiro.* São Paulo: José Bushatsky, 1979.

TEIXEIRA, Sálvio de Figueiredo. *Comentários ao Novo Código Civil*, v. II, Rio de Janeiro, 2003.

THEODORO JUNIOR, Humberto. *Comentários ao Novo Código Civil*. v. II. Rio de Janeiro, 2003.

VALVERDE, Trajano de Miranda. *Sociedades por Ações (Comentários ao Decreto-Lei nº*

2.627 de 26/09/1940). 3 ed. Rio de Janeiro: Forense, 1959.

VAMPRÉ, Spencer. *Tratado Elementar de Direito Comercial.* Rio de Janeiro: Briguiet & Cia., 1922.

VERÇOSA, Haroldo M. D. *Contratos Mercantis e a Teoria Geral dos Contratos*. Quartier Latin. 2010.

_____. *Curso de Direito Comercial.* Vol. 2, Malheiros. 2006.

_____. *Curso de Direito Comercial*, Vol. 3. Malheiros. 2008.

VIDIGAL, Geraldo de Camargo; MARTINS, Ives Gandra da Silva. *Comentários à Lei das Sociedades por Ações.* 1ª ed. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 1999.

VIVANTE, Cesare, *Tratado di Direito Commerciale*, Le società Comerciali. 3 ed. Milano: Vallardi, 1906.

WALD, Arnoldo. *Direito de preferência e a incorporação de ações em outra sociedade*. Revista de Direito Mercantil 46/5.

WARDE, Walfrido Jorge (coordenador), *Fusão, Cisão, Incorporação e Temas Correlatos*, Quartier Latin, 2009.

XAVIER, Alberto. *Incorporação de ações: natureza jurídica e regime tributário.* Sociedade anônima – 30 anos da Lei 6.404/76. CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos de (coordenadores). Quartier Latin, 2007.

PRINCIPAIS CASOS CONSULTADOS DOS ESTADOS UNIDOS:

CITRON V. E.I DUPONT DE NEMOURS & CO., 584 A.2d 490 (Del. Ch. 1990).

HALDEMAN V. HALDEMAN, 197 S.W. 376, 381 (Ky. 1917)

HOLLINGER INTERNATIONAL V. BLACK, 844 A.2 d 1022 (Del. Ch. 2004)

IN RE COX COMMUNICATION, INC. SHAREHOLDERS LITIGATION, 879 A.2d 604 (Del. Ch. 2005)

IN RE SILICONIX INC. SHAREHOLDERS LITIGATION. N. Civ. A. 18700, 2001 WL 716787 (Del. Ch. June 19, 2001)

IN RE TRANS WORLD AIRLINES, INC. SHAREHOLDERS LITIGATION, not reported in A.2d. 1988 WL 111271 (Del. Ch), 14 Del. J. Corp. L. 870

KAHN V. LYNCH COMMUNICATIONS SYSTEMS, INC. 638 A.2d at 1114 (Del. 1994).

KAHN V. TREMONT CORPORATION, not reported in A.2d, 1996 WL 145452 (Del. Ch.) 21 Del. J. Corp. L. 1161

KAHN V. TREMONT CORP. 694 A.2d 422, 428-29

PUMA V. MARRIOT, 283 A.2d 693 (Del. Ch. 1971)

RABKIN V. PHILIP A. HUNT CHEMICAL CORP. 498 A.2d 1099, 1107 (Del. 1985)

ROLAND INTERNATIONAL CORP. V NAJJAR, 407 A.2d 1032 (1979)

ROSENBLATT V. GETTY OIL CO., 493 A.2d 929 (Del. 1985)

SINCLAIR OIL CORP. V. LEVIEN, 280 A. 2d 712, 720 (Del. 1971)

SINGER V. MAGNAVOX CO. 380 A.2d 969

T. ROWE PRICE RECOVERY, L.P. V RUBIN, 770 A.2d 536,552 (Del. Ch 2000)

TANZER V. INTERNATIONAL GENERAL INDUSTRIES, INC. 379 A.2d 1121 (1977)

THORPE V. CERBCO, INC. A.2d 436 (Del. 1996).

WEINBERGER V. UOP, INC. 457 A.2d 701 (Del. 1983)

PRINCIPAIS DECISÕES DO COLEGIADO; **PARECERES DE ORIENTAÇÃO E PROCESSOS ADMINISTRATIVOS SANCIONADORES DA CVM** (Todos Disponíveis em: www.cvm.gov.br)

Em ordem cronológica

1978

Parecer de Orientação n. 001 – 27.09.1978

1979

Parecer de Orientação n. 005 – 03.12.1979

2001

Processo CVM RJ2000/6117

2002

Processo CVM RJ2001/11663

2003

Processo CVM RJ2003/12770

2004

Processo CVM RJ2004/2040

Processo CVM RJ2004/2274

2005

Processo CVM RJ2005/3735

Processo CVM RJ2005/5203

2006

Parecer de Orientação n. 034 – 18.08.2006

Processo CVM RJ2006/3160

Processo CVM RJ2006/7166

Processo CVM RJ2006/6785

Processo CVM RJ2006/7840

Processo CVM RJ2006/7204

Processo CVM RJ2006/7213

Processo CVM RJ2005/4069

2007

Processo CVM RJ2007/3453

Processo CVM RJ2007/4933

Processo CVM RJ2007/13175

Processo CVM RJ2007/14245

Processo Administrativo Sancionador CVM No. 08/05

2008

Parecer de Orientação n. 035 – 01.09.2008

Processo CVM RJ2008/4156

Processo CVM RJ2008/7849

Processo Administrativo Sancionador CVM No. 25/03

2009

Processo CVM RJ2009/1956

Processo CVM RJ2009/4691

Processo CVM RJ2009/5811