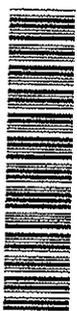


Nelson Eizirik
Ariadna B. Gaal
Flávia Parente
Marcus de Freitas Henriques

Mercado de Capitais Regime Jurídico

3ª Edição
Revista e ampliada

DEDALUS - Acervo - FD



20400213614

10

RENOVAR

Rio de Janeiro • São Paulo • Recife
2011



nos de 2/3 (dois terços) das ações em circulação, o ofertante somente poderá: (i) adquirir até 1/3 (um terço) das ações em circulação da mesma espécie e classe, procedendo-se ao rateio entre os aceitantes; ou (ii) desistir da OPA, desde que tal desistência tenha sido expressamente manifestada no instrumento de OPA, ficando sujeita apenas à condição de a oferta não ser aceita por acionistas titulares de pelo menos 2/3 (dois terços) das ações em circulação.

Tal regra complementa aquela prevista no artigo 10, § 2º, da Instrução CVM nº 361/2002 e também tem por objetivo preservar a liquidez no mercado das ações emitidas pela companhia objeto, evitando que o acionista minoritário se veja compelido a aceitar a OPA em virtude do receio de permanecer titular de ações com reduzida liquidez.

Assim, se a OPA for aceita por até 1/3 (um terço) dos titulares das ações em circulação, presume a CVM que a liquidez das ações remanescentes não será significativamente afetada e, conseqüentemente, o ofertante está autorizado a comprar as ações pertencentes aos aceitantes.

No caso de a OPA ser aceita por mais de 1/3 (um terço) das ações em circulação, como ela resultaria em uma significativa redução de liquidez, entende a CVM que o ofertante somente poderia comprar todas as ações ofertadas à venda se a aceitação ultrapassar 2/3 (dois terços) das ações em circulação, visto que, atingido tal patamar, ficaria configurado que a oferta é equitativa para os minoritários, tanto que foi aceita por parcela significativa deles e, além disso, os discordantes ainda teriam a opção de, pelo prazo de 3 (três) meses, venderem suas ações ao ofertante, conforme referido no artigo 10, § 2º.

A Instrução estabelece ainda restrições à aquisição e alienação de valores mobiliários de emissão da companhia objeto no curso da OPA. O artigo 15-A disciplina as negociações do ofertante com as ações de emissão da companhia objeto, durante o período da OPA, da seguinte forma: (i) proíbe alienação de ações objeto em quaisquer casos; (ii) proíbe a aquisição de ações da mesma espécie e classe das ações objeto no curso de uma OPA parcial (isto é, OPA que não tenha por objeto a totalidade das ações daquela espécie ou classe em circulação no mercado); e (iii) proíbe a realização de operações com derivativos referenciados em ações da mesma espécie e classe das ações objeto da OPA.

A possibilidade de aquisição de ações objeto pelo ofertante durante o curso de uma OPA parcial ferida a regra do rateio e, portanto, tornaria a OPA coercitiva. Por isso, a CVM expressamente proíbe a aquisição de ações no curso da OPA parcial. Entretanto, para os casos de OPA não parcial, a aquisição de ações durante o seu curso é permiti-

da, desde que a OPA não seja efetuada por prego inferior ao que tenha sido pago pelo ofertante em qualquer aquisição realizada no curso da oferta. Com efeito, o artigo 15-B da Instrução CVM nº 361/2002 expressamente determina que "o prego por ação da OPA não poderá ser inferior ao maior prego por ação pago pelo ofertante ou pessoas vinculadas em negócios realizados durante o período da OPA". O parágrafo único complementa o dispositivo, estabelecendo que "caso o ofertante ou pessoas vinculadas adquiriram ações após a publicação do edital por prego superior ao prego ofertado, o ofertante deverá, dentro de 24 (vinte e quatro) horas, aumentar o prego da OPA, mediante modificação do respectivo instrumento".

11.3. OPA para cancelamento de registro

11.3.1. Obrigatoriedade da realização de oferta pública para aquisição das ações em circulação no mercado

O cancelamento do registro de companhia aberta, também denominado, na terminologia do mercado, de "fechamento de capital", constitui o procedimento mediante o qual uma companhia aberta torna-se fechada, inviabilizando a negociação dos valores mobiliários de sua emissão em bolsa de valores ou no mercado de balcão.

A decisão sobre o fechamento de capital de uma companhia é de caráter eminentemente privado, competindo somente aos acionistas decidir sobre as vantagens e desvantagens de se proceder ao cancelamento do registro de companhia aberta.

Normalmente, as vantagens de a companhia ser aberta estão relacionadas à possibilidade de acesso a recursos provenientes do mercado de capitais para o financiamento de projetos de desenvolvimento. Por outro lado, a condição de companhia aberta implica uma série de custos para a companhia, como, por exemplo, a contratação de auditoria independente, a publicação e divulgação de fatos relevantes, comunicados e outras informações aos acionistas e ao mercado, a manutenção de um departamento de relações com investidores, o pagamento das taxas e emolumentos cobrados pela CVM e pelas bolsas de valores etc.¹⁰

¹⁰ Em estudo publicado pela então Bovespa, em 2005, estimou-se que tais

Da ponderação de fatores como os acima elencados decorre a decisão empresarial de abertura ou fechamento do capital da companhia, não cabendo ao Estado, por intermédio da CVM, intervir ou opinar sobre o mérito desta decisão.

Até o advento da Lei nº 10.303/2001, os procedimentos exigidos para a realização da operação de fechamento de capital não estavam disciplinados em Lei, mas apenas em atos normativos expedidos pela CVM.

As normas da CVM que regulavam a matéria sempre tiveram em vista a tutela dos interesses dos acionistas minoritários, de forma a impedir que as ações de sua propriedade deixassem de ser negociadas no mercado de valores mobiliários por simples vontade dos acionistas controladores ou dos administradores da companhia.

Neste sentido, para que o acionista minoritário não fosse compelido a se manter acionista de uma companhia fechada, procurou-se assegurar-lhe a possibilidade de alienar suas ações por ocasião do fechamento de capital por valor conveniente, bem como o direito de evitar o cancelamento de registro de companhia aberta, caso os acionistas contrários a tal medida representassem uma parcela substancial das ações em circulação no mercado.¹¹

Para garantir a consecução destes objetivos, as Instruções editadas pela CVM sempre estabeleceram o princípio de que, para que o registro de companhia aberta fosse cancelado, o acionista controlador deveria promover oferta pública para a aquisição das ações em circulação no mercado, que deveria ser aceita por percentual relevante dos acionistas minoritários.

Tal princípio foi consagrado pela Lei nº 10.303/2001, que incluiu, no artigo 4º da Lei das S.A., dispositivo condicionando expressamente o cancelamento de registro de companhia aberta à prévia realização de oferta pública para a aquisição da totalidade das ações em circulação no mercado¹².

custos variam entre R\$ 200 mil e R\$ 2 milhões, dependendo do porte da Companhia.

11 Nota Explicativa CVM nº 08/1978, disponível em <http://www.cvm.gov.br>, acessado em 09.07.2007.

12 "Art. 4º — (...) § 4º — O registro de companhia aberta para negociação de ações no mercado somente poderá ser cancelado se a companhia emissora de ações, o acionista controlador ou a sociedade que a controle, direta ou indiretamente, formular oferta pública para adquirir a totalidade das ações em

Vale ressaltar que tal dispositivo expressamente admite que a oferta pública com objetivo de obter o cancelamento de registro perante a CVM seja promovida pela própria companhia aberta.

Esta possibilidade constitui inovação em relação ao sistema anterior, visto que todas as instruções até então editadas pela CVM eram expressas no sentido de que a oferta pública deveria ser promovida pelo acionista controlador, o qual estava, inclusive, proibido de repassar os custos da oferta para a companhia.

Note-se, contudo, que a autorização legal para que a companhia promova oferta pública de cancelamento de seu registro deve ser interpretada em consonância com o princípio da integridade do capital social, segundo o qual a aquisição de ações de própria emissão está condicionada à existência de lucros ou reservas disponíveis.

Assim, a companhia emissora estará legitimada a promover a oferta pública de seu fechamento de capital caso o valor total das ações a serem adquiridas não ultrapasse o saldo dos lucros ou reservas disponíveis¹³, e não implique diminuição do valor do capital social, conforme prescreve o artigo 30, § 1º, alínea "b", da Lei Societária.¹⁴

Neste sentido, a CVM expressamente condicionou o registro da oferta pública promovida pela companhia emissora à existência de lucros ou reservas disponíveis, tanto que o artigo 20, inciso IV, da Instrução CVM nº 361/2002 expressamente determina que deve constar do instrumento de OPA lançada pela companhia a "referência à existência de reservas exigidas por lei".

11.3.2. Critérios para a determinação do preço da oferta pública

As instruções anteriormente editadas pela CVM sempre respeita-

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

13 Nos termos da Instrução CVM nº 10/1980, consideram-se disponíveis todas as reservas de lucros ou de capital com exceção das seguintes: a) legal; b) de lucros a realizar; c) de reavaliação; d) de correção monetária do capital realizado.

14 MODESTO CARVALHOSA, NELSON EIZIRIK. A nova lei das S.A. ..., p. 60.

ram o princípio de que a autarquia não deveria avaliar o mérito do prego oferecido pelo acionista controlador na oferta pública de fechamento de capital, mas apenas assegurar que fossem prestadas todas as informações necessárias para que os minoritários pudessem, conscientemente, tomar a decisão de vender ou não suas ações.¹⁵

Assim, a CVM jamais pretendeu impor determinado prego mínimo para a oferta pública de aquisição das ações, por entender que caberia aos investidores decidir sobre a conveniência ou não de aceitar a oferta. Vale dizer, quando o prego ofertado pelo acionista controlador fosse considerado baixo, os minoritários não venderiam as ações de sua propriedade e, conseqüentemente, a companhia não lograria o fechamento de seu capital.

Durante o processo de reforma legislativa, que culminou com a edição da Lei nº 10.303/2001, chegou-se a cogitar que a Lei Societária deveria determinar um parâmetro para o valor oferecido em todas as ofertas públicas visando ao cancelamento de registro de companhia aberta, o qual teria que ser compulsoriamente seguido pelo acionista controlador.

Entretanto, a Lei nº 10.303/2001, ao incluir o novo § 4º no artigo 4º da Lei das S.A., optou por não estabelecer um único critério obrigatório aplicável a todas as companhias, mas por relacionar uma série de parâmetros que podem ser adotados, isolada ou cumulativamente, na fixação do prego proposto para as ofertas públicas de cancelamento de registro de companhia aberta.

Dessa forma, nos termos do § 4º do artigo 4º da Lei nº 6.404/1976, com a redação dada pela Lei nº 10.303/2001, a oferta pública para fechamento de capital deve ser formulada "*por prego justo, ao menos igual ao valor de avaliação da companhia, apurado com base nos critérios, adotados de forma isolada ou combinada, de patrimônio líquido contábil, de patrimônio líquido avaliado a prego de mercado, de fluxo de caixa descontado, de comparação por múltiplos, de cotação das ações no mercado de valores mobiliários, ou com base em outro critério aceito pela Comissão de Valores Mobiliários*" (grifamos).

Ou seja, a Lei Societária passou a exigir que o acionista controlador ou a própria companhia emissora, ao promoverem a oferta pública de cancelamento de registro da companhia aberta, fundamentem o

prego oferecido em um dos parâmetros mencionados em seu artigo 4º, § 4º, ou ainda em outro critério eventualmente aceito pela CVM.

Portanto, a grande inovação trazida pelo regime instituído pela Lei nº 10.303/2001 foi a obrigação de o ofertante fundamentar o valor proposto com base em laudo de avaliação independente, permitindo que os destinatários da OPA tenham mais elementos para auxiliá-los na tomada de decisão quanto à sua aceitação ou não, bem como tornando mais fácil a possibilidade de os minoritários descontentes eventualmente questionarem o valor proposto.

Vale lembrar que, apesar de não estarem vinculados a um único critério de avaliação, o acionista controlador ou a companhia emissora, ao definirem o prego da oferta pública, devem escolher o parâmetro mais compatível com a situação da companhia e das ações de sua emissão. Isto significa que o critério da "*cotação das ações no mercado*" somente poderá ser utilizado se as ações forem dotadas de efetiva liquidez no mercado secundário; o critério de "*comparação por múltiplos*" não poderá ser usado se não houver companhias que possam ser objeto de comparação; o critério de "*fluxo de caixa descontado*" não é adequado para empresas cíclicas, ou que estejam envolvidas em processos de reestruturação.

Para fundamentar o prego a ser oferecido aos acionistas minoritários, o controlador ou a companhia emissora estão obrigados a contratar a elaboração de laudo de avaliação das ações objeto da oferta, que contenha os critérios de avaliação e os métodos de comparação adotados e indique o valor da companhia segundo o critério escolhido para a definição do "prego justo" referido no artigo 4º, § 4º, da Lei nº 6.404/1976.

Portanto, o acionista controlador ou a companhia emissora, ao proporem a realização de oferta pública para cancelamento de registro de companhia aberta, devem não apenas divulgar o prego que se propõem a pagar pelas ações pertencentes aos minoritários, mas também informar qual o parâmetro adotado para a definição do "*prego justo*" de tais ações e, ainda, colocar à disposição dos interessados o laudo de avaliação que fundamentou a fixação do referido prego.

A CVM já decidiu ser possível que, na OPA para cancelamento de registro, o ofertante pratique pregos diferenciados para as ações ordinárias e as preferenciais.¹⁶ Com efeito, o Colegiado da CVM enten-

15 Ver, a propósito, a Nota Explicativa CVM nº 08/1978.

16 Processo CVM RJ nº 2005-3917, Rel. Dir. Marcelo Fernandez Trindade, j.

deu que o "preço justo" pode ser fixado em valores diferentes de acordo com a classe ou espécie de ações, desde que a distinção provenha de elementos objetivos ponderados no laudo de avaliação, como, por exemplo, diferentes direitos patrimoniais atribuídos às classes de ações preferenciais ou a existência de diferentes valores de cotações em bolsa de valores para as ações ordinárias e preferenciais.

11.3.3. Procedimento de revisão do preço da oferta pública

Sendo o valor da oferta pública fixado com base em um dos parâmetros relacionados no artigo 4º, § 4º, da Lei Societária e fundamentado em laudo de avaliação elaborado de acordo com as regras do artigo 8º da Instrução CVM nº 361/2002, a CVM não poderá indeferir o registro da oferta de fechamento de capital por entender que o critério adotado não seria adequado ou que o preço não seria "justo".

Com efeito, a Lei das S.A., conforme já mencionado, não conferiu à CVM poderes para questionar o preço oferecido nas ofertas públicas de fechamento de capital, mas apenas para obrigar o acionista controlador a fundamentar o referido preço e a prestar todas as informações necessárias para que os acionistas minoritários tenham condições de avaliar se o preço proposto é efetivamente "justo".

O poder de questionar o preço proposto para as ofertas públicas de cancelamento de registro foi atribuído não à CVM, mas aos próprios acionistas minoritários, a teor do que dispõe o artigo 4º-A da Lei Societária.

De acordo com tal artigo, acionistas minoritários que sejam titulares de, no mínimo, 10% (dez por cento) das ações em circulação no

mercado podem requerer a convocação de assembleia especial, a fim de deliberar sobre a realização de uma segunda avaliação da companhia, por outro ou pelo mesmo critério adotado pelo acionista controlador ou pela companhia emissora para a definição do "preço justo" das ações objeto da oferta.

O dispositivo acima transcrito confere aos acionistas que representam pelo menos 10% (dez por cento) das ações em circulação no mercado enorme "poder de barganha", visto que podem eles obstaculizar a decisão do controlador de proceder ao fechamento de capital da companhia¹⁷.

O requerimento para a convocação da referida assembleia especial deve ser apresentado no prazo de 15 (quinze) dias, contados da data em que for publicado fato relevante informando ao mercado que o laudo de avaliação elaborado para fundamentar o valor da oferta pública encontra-se à disposição dos acionistas, conforme esclarece o § 1º do artigo 24 da Instrução CVM nº 361/2002. Tal requerimento suspenso o curso do processo de registro da OPA ou, já tendo sido este concedido, o prazo de edital da OPA, adiando-se o respectivo leilão.

O pedido de convocação deve ser atendido pela administração da companhia mediante a publicação de edital de convocação da assembleia especial, no prazo de 8 (oito) dias, sob pena de serem legitimados os acionistas minoritários, titulares de 10% (dez por cento) das ações em circulação, a convocar diretamente o referido conclave.

O objetivo único desta nova modalidade de assembleia especial é o de deliberar sobre a realização de nova avaliação das ações, pelo mesmo critério proposto pelo acionista controlador ou por outro. Trata-se da assembleia de revisão do preço, mediante a qual a minoria pode impugnar a avaliação apresentada pelo controlador.

Note-se que o pedido de revisão do preço da oferta pública, apresentado pelos acionistas minoritários, deve ser devidamente fundamentado, sob pena de ser recusado legitimamente pela administração da companhia. De fato, a fim de evitar que o direito de requerer a revisão do preço transforme-se em instrumento de abuso de minorias, o § 1º do artigo 4º-A da Lei nº 6.404/1976 exige que seja ele acompa-

06.12.2005. O posicionamento manifestado pela CVM nesta decisão já foi objeto de questionamento pela doutrina. Ver, a respeito, CARLOS AUGUSTO JUNQUEIRA DE SIQUEIRA, "Dois preços?", *Revista Capital* Aberto, São Paulo, Capital Aberto, n. 35, jul. 2006, pp. 60-61; "No Caso (...), a decisão da CVM, permitindo a fixação de dois preços na OPA visando ao cancelamento, introduziu (...) a aplicação, por analogia, do Parecer de Orientação CVM nº 05 que trata (...) da hipótese de diversidade de preços de emissão de ações em aumentos de capital, em função das espécies a serem emitidas. Entendo inadequada essa analogia. A colocação pública de papéis é operação na mão inversa da compra obrigatória em operações de fechamento. (...) A OPA tem caráter de restituição patrimonial aos investidores, devendo ser atendida, com equidade, os interesses de todos os acionistas. Assim, não pode ser vista com a flexibilidade permitida às emissões de ações. (...) Assim, parece-me que o entendimento venturo do no Colegiado seria mais adequado."

17 A propósito, esclareça-se que, nos termos do artigo 3º, inciso III, da Instrução CVM nº 361/2002, são consideradas em circulação no mercado todas as ações do capital da companhia, menos as de propriedade do acionista controlador e de pessoas a ele vinculadas, as detidas pelos administradores e as mantidas em tesouraria.

nhado de "elementos de convicção que demonstrem a existência de *faulha ou imprecisão no emprego da metodologia de cálculo ou no critério de avaliação adotado*".

Na prática, no entanto, é bastante remota a possibilidade de o ofertante recusar-se a convocar a assembleia especial sob o fundamento de que o pedido não está devidamente fundamentado. De fato, a não ser em casos extremos de abuso por parte dos minoritários, o ofertante não terá interesse em questionar a regularidade da fundamentação do pedido de convocação, pois isto fatalmente suspenderia, por prazo indeterminado, o curso do processo de registro e realização da OPA.

Convocada a assembleia especial, os titulares de ações em circulação no mercado, incluindo os detentores de ações sem direito a voto, deverão deliberar, por maioria absoluta de votos dos presentes, oforme determina o artigo 129 da Lei das S.A., se rejeitam ou aprovam o pedido de revisão do preço oferecido pelo acionista controlador ou pela companhia emissora.

Caso os acionistas rejeitem o pedido de revisão na assembleia especial, poderá ser dado prosseguimento ao procedimento de oferta pública, retomando-se o curso do processo de registro da oferta perante a CVM.

Na hipótese de ser aprovado o pedido de revisão, caberá à assembleia especial nomear a empresa especializada responsável pela elaboração do novo laudo de avaliação das ações objeto da oferta pública, bem como aprovar sua remuneração e estabelecer o prazo, não superior a 30 (trinta) dias, para que o novo laudo seja concluído.

As consequências da aprovação do pedido de revisão variarão conforme a nova avaliação resulte em valor superior ou inferior ao inicialmente oferecido pelo acionista controlador ou pela companhia emissora pelas ações.

Caso o novo valor seja inferior ou igual ao preço original da oferta pública, a oferta pública poderá prosseguir de acordo com o preço inicialmente proposto pelo acionista controlador ou pela companhia emissora.

Resalte-se que, nesta hipótese, os acionistas que requereram a realização da nova avaliação e aqueles que votaram a seu favor deverão ressarcir a companhia pelos custos incorridos, de acordo com o preceituado no artigo 4º-A, § 3º, da Lei das Sociedades Anônimas.

Por outro lado, se a nova avaliação resultar em valor superior ao originalmente oferecido, não poderá ser dado prosseguimento à oferta

pública por preço inferior ao da nova avaliação. Em contrapartida, nem o acionista controlador nem a companhia, conforme o caso, poderão ser obrigados a adquirir as ações de emissão da companhia por um preço superior ao que se dispuseram a pagar.

Dessa forma, na hipótese ora cogitada, o acionista controlador ou a companhia terão que informar, mediante a publicação de fato relevante no prazo de 5 (cinco) dias, contados da apresentação do laudo de revisão, se concordam em pagar o valor apurado na nova avaliação ou se desistem da oferta pública e, conseqüentemente, do fechamento de capital da companhia.

11.3.4. Necessidade de aceitação da oferta pública por mais de 2/3 (dois terços) das ações em circulação

Um dos objetivos essenciais das normas que regulam os procedimentos de fechamento de capital, além de simplesmente assegurar o direito de saída, é conferir aos minoritários titulares de percentual relevante das ações em circulação no mercado a possibilidade de impedir o cancelamento de registro de companhia aberta.

A respeito, lembre-se que qualquer pessoa, ao investir em determinada companhia, tem a expectativa de que os valores mobiliários por ela adquiridos poderão ser, a qualquer momento, negociados no mercado. Logo, seria extremamente prejudicial ao próprio desenvolvimento do mercado de capitais se tal expectativa pudesse ser revertida por decisão discricionária dos acionistas controladores ou dos administradores da companhia.

Assim, as instruções editadas pela CVM sempre condicionaram o cancelamento do registro de companhia aberta à verificação de que acionistas minoritários representando parcela significativa das ações em circulação tivessem aceitado a oferta pública promovida pelo acionista controlador ou manifestado expressa concordância com o fechamento de capital.

Nos termos do artigo 16 da Instrução CVM nº 361/2002, tal parcela está atualmente fixada em 2/3 (dois terços) das ações pertencentes aos acionistas minoritários.

A verificação do atendimento ao requisito de que mais de 2/3 (dois terços) das ações em circulação tenham aceitado a oferta ou concordado com o fechamento de capital não se faz exatamente sobre a totalidade das ações em circulação no mercado, mas apenas sobre aquelas detidas pelos acionistas que se credenciarem para participar

da oferta pública, conforme dispõe o artigo 16, inciso II, da Instrução CVM nº 361/2002.

A propósito, vale descrever, resumidamente, o procedimento pelo qual os acionistas minoritários da companhia deverão aceitar a oferta pública ou manifestar sua concordância ou discordância em relação ao fechamento de capital.

Após a publicação do edital de oferta pública aprovado pela CVM, os acionistas minoritários que pretendam vender suas ações, concordar ou dissentir do cancelamento de registro da companhia deverão credenciar, até a véspera do leilão, uma sociedade corretora para representá-los no leilão da oferta pública.

No dia em que for realizado o leilão, as sociedades corretoras deverão comunicar à bolsa de valores ou à entidade de mercado de balcão organizado onde for realizado o leilão a quantidade de ações detidas pelos acionistas por elas representados, assim como o número de ações cujos titulares pretendam aceitar a oferta pública ou concordem expressamente com o cancelamento de registro.

É com relação ao universo de acionistas credenciados, informado pelas sociedades corretoras no dia do leilão da oferta pública, que será apurado se foi ou não atendido o requisito de mais de 2/3 (dois terços) de acionistas aceitantes ou concordantes com o fechamento de capital da companhia.

Isto significa que as ações pertencentes aos acionistas que não tenham se habilitado para participar do leilão da oferta pública não serão consideradas como ações em circulação, para o efeito de se verificar se a adesão à oferta atingiu mais de 2/3 (dois terços) dos acionistas minoritários.

Logo, se o número de ações de propriedade dos acionistas aceitantes ou concordantes for superior a 2/3 (dois terços) do total de ações de titularidade dos acionistas credenciados, a CVM estará obrigada a cancelar o registro de companhia aberta. Caso contrário, a companhia manter-se-á como companhia aberta.

Note-se, no entanto, que esses acionistas que não tenham se habilitado para participar do leilão da oferta pública poderão, ainda, exercer a faculdade de alienar suas ações pelo mesmo prego do leilão, observando, para tanto, o prazo de 3 (três) meses da data da realização do leilão, nos termos do artigo 21, § 1º combinado com o § 2º do artigo 10, todos da Instrução CVM nº 361/2002.

11.3.5. Resgate de ações após o cancelamento de registro de companhia aberta

Uma das principais vantagens do procedimento de fechamento de capital é a possibilidade de, após a realização da oferta pública e uma vez cancelado o registro de companhia aberta, ser promovido o resgate de ações que remanescerem em circulação.

O resgate, segundo o artigo 44 da Lei das S.A., constitui "*o pagamento do valor das ações para retirar-las definitivamente de circulação, com redução ou não do capital social*". Trata-se de faculdade atribuída à companhia, a qual — desde que possua os fundos necessários — poderá, a qualquer momento, proceder ao resgate das ações que compõem o seu capital social¹⁸.

Mediante a operação de resgate, a companhia adquire compulsoriamente as ações de sua emissão, com a finalidade precípua de retirá-las de circulação. Opera, pois, o resgate, a transmissão forçada e irrevogável da propriedade das ações do acionista para o domínio da sociedade, a qual, em seguida, tratará de extingui-las¹⁹.

Em função de seu caráter compulsório, o resgate, em regra, deveria abranger a totalidade das ações de uma mesma espécie ou classe ou, caso contrário, ser feito mediante sorteio, conforme prescreve o § 4º do artigo 44 da Lei das Sociedades Anônimas. Tal regra visa assegurar o caráter pessoal do resgate, impedindo que o instituto seja utilizado para possibilitar a exclusão de determinados acionistas da companhia.

Além disso, por força do disposto no artigo 44, § 6º, da Lei nº 6.404/1976, introduzido pela Lei nº 10.303/2001, a efetivação do resgate dependeria de sua aprovação, em assembleia especial, por parte de acionistas representando, pelo menos, metade das ações da espécie ou classe a serem resgatadas.

No entanto, a Lei nº 10.303/2001, ao acrescentar o § 5º ao artigo 4º da Lei Societária, autorizou a assembleia geral a aprovar o resgate apenas das ações que remanescerem em circulação após o fechamento de capital da companhia, desde que tais ações representem menos de 5% (cinco por cento) do total de ações emitidas pela companhia e que

18 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM), "Parecer sobre Resgate de Ação", Revista da Comissão de Valores Mobiliários, Rio de Janeiro, Comissão de Valores Mobiliários, v. 1, n. 3, set./dez. 1983, p. 26.

19 NELSON EIZIRIK, Aspectos Modernos do Direito Societário..., pp. 98-99.

seja depositado, em favor dos seus titulares, o valor praticado na oferta pública de cancelamento de registro.

Vale dizer, a Lei Societária permite que, observadas as condições nela previstas, a assembleia geral delibere o resgate apenas das ações pertencentes aos acionistas minoritários, permanecendo o acionista controlador com a titularidade de suas ações, visto que estas não são consideradas ações em circulação.

A operação de resgate ora comentada constitui uma forma expressamente prevista pela Lei Societária para se converter em subsidiária integral a companhia que teve seu capital fechado, retirando-se de circulação todas as ações não detidas pelo acionista controlador.

Ademais, o resgate ora mencionado não depende de aprovação em assembleia especial das ações resgatadas, visto que o artigo 4º, § 5º, da Lei das S.A. expressamente afastou a incidência do § 6º do artigo 44 da Lei das Sociedades Anônimas.

Como se verifica, o artigo 4º, § 5º, da Lei nº 6.404/1976 instituiu, em nosso sistema de direito societário, uma nova modalidade de resgate, visto que, ao contrário das operações realizadas com fundamento no artigo 44 da Lei das S.A., são resgatadas as ações pertencentes apenas aos acionistas minoritários remanescentes, sem sorteio, e estes não são consultados sobre a efetivação da operação.

A intenção do legislador, no caso, foi a de permitir que a companhia que cancelou o registro como aberta não seja obrigada a manter, indefinidamente, nos quadros sociais uma quantidade muito pequena de acionistas, possuidores de menos de 5% (cinco por cento) do capital social.

A manutenção nos quadros sociais de tais acionistas pode representar custos desnecessários para a companhia fechada, com serviços de emissão, registro, transferência e guarda de ações, especialmente considerando que, na realidade, muitas vezes os aludidos acionistas sequer têm conhecimento das ações de que são titulares.

Tal modalidade de resgate somente poderá ser aprovada, conforme expresso na própria redação do artigo 4º, § 5º, da Lei das S.A., após a realização da oferta pública de cancelamento de registro de companhia aberta e desde que tal oferta tenha efetivamente resultado no fechamento de capital da companhia.

Conforme o entendimento da CVM, as companhias em que o percentual de ações em circulação seja inferior a 5% (cinco por cento)

não podem implementar diretamente o referido resgate, sem que antes seja realizada a oferta pública de fechamento de capital²⁰.

Portanto, para que a nova modalidade de resgate seja legitimamente utilizada, de acordo com a orientação da CVM, devem ser atendidos os seguintes requisitos:

- (a) tenha ocorrido o prévio fechamento de capital da companhia, por meio de oferta pública de aquisição de ações, realizada de acordo com a regulamentação editada pela CVM²¹;
- (b) após a referida oferta pública tenha restado em circulação menos de 5% (cinco por cento) das ações de emissão da Companhia; e
- (c) seja depositado em nome dos acionistas minoritários remanescentes, em estabelecimento bancário autorizado pela CVM, valor equivalente ao praticado na oferta pública de fechamento de capital.

11.3.6. Controvérsia envolvendo a incorporação de ações

A conversão de uma companhia aberta em subsidiária integral, por força de uma operação de incorporação de ações, pode apresentar como uma de suas consequências o fechamento de capital da sociedade incorporada, sem o cumprimento do procedimento previsto nos artigos 4º, § 4º, da Lei das S.A. e na Instrução CVM nº 361/2002, notadamente a realização da oferta pública de aquisição das ações pertencentes aos acionistas minoritários.

Nos termos do sistema atual, a eventual exigência, por parte da CVM, de observância dos referidos procedimentos seria incompatível com o próprio negócio jurídico da conversão em subsidiária integral, que a Lei Societária prevê como legítimo e factível, independentemente de ser ou não aberta a companhia convertida, uma vez que não haveria destinatários para a eventual oferta pública de aquisição de ações.

No entanto, durante algum tempo chegou a prevalecer o entendimento, no âmbito da própria CVM, de que a operação de incorpora-

²⁰ Neste sentido, inclusive, já se manifestou o Colegiado da CVM: veja-se o Voto do Diretor Relator Luiz Antônio de Sampaio Campos, proferido no Processo CVM nº RJ 2002/3430, decidido em 11.02.2003.

²¹ Em nosso entendimento, o requisito "a", acima, não é necessário, uma vez que a possibilidade de realização do resgate previsto no § 5º do artigo 4º da Lei nº 6.404/1976 aplica-se também às companhias que realizaram ofertas públicas e cancelaram seu registro perante a CVM antes da edição da Lei nº 10.303/2001 (NELSON FIZIRIK. *Temas de Direito Societário ...*, pp. 366-382).

ção de ações constituiria um negócio jurídico indireto que, em verdade, teria por único objetivo obter o cancelamento do registro da sociedade incorporada como companhia aberta, sem que fossem atendidos os requisitos legais e regulamentares para tanto.

Neste sentido, ao analisar o Processo nº RJ 2000/6117, 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 incorporada.

Após a entrada em vigor da Lei nº 10.303/2001, a CVM reformulou seu entendimento sobre a questão, tendo reconhecido que a Lei Societária autorizava expressamente a operação de incorporação de ações e não a submetia aos requisitos para o cancelamento de registro de companhia aberta.

De fato, ao julgar o Processo nº RJ 2001/11663, o Colegiado da CVM manifestou-se expressamente sobre a ausência de fundamentação legal para a exigência de realização de oferta pública como condição de validade da operação de incorporação de ações.

Esta questão voltou a ser analisada pelo Colegiado da CVM no Processo nº RJ 2004/2274. Note-se que este caso continha uma particularidade especialmente relevante para os acionistas minoritários da companhia aberta convertida em subsidiária integral, uma vez que, ao contrário do que ocorreu nos dois casos anteriormente citados, a sociedade incorporadora não estava registrada como companhia aberta. Ou seja, os acionistas minoritários perderiam as condições de liquidez para seu investimento, visto que, em contrapartida pela alienação compulsória das ações de sua propriedade, receberiam ações de emissão de uma companhia fechada.

No entanto, mesmo ciente de tal circunstância, o Colegiado da CVM manteve o entendimento de que não poderia obstar a realização de uma operação de incorporação de ações, ou sujeitá-la aos requisitos necessários ao cancelamento de registro de companhia aberta, uma vez que *“a incorporação de ações é modalidade de operação expressamente autorizada pela Lei nº 6.404, de 1976, cuja disciplina não se confunde com as normas aplicáveis ao fechamento de capital de companhias abertas”*.

A questão foi novamente levada ao Colegiado da CVM no Processo nº RJ 2005/5203. Seguindo a mesma orientação das últimas decisões proferidas, a CVM entendeu que a incorporação de ações não se

confunde com o procedimento exigido para o cancelamento do registro de companhia aberta.

Verifica-se, pois, que a CVM consolidou corretamente o entendimento de que a disciplina do artigo 4º e seus parágrafos, da Lei nº 6.404/1976, bem como as disposições da Instrução CVM nº 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., que, em determinados casos, notadamente nas situações envolvendo incorporação de companhias controladas, também observará, no que couber, as determinações do artigo 264 da referida lei.

Portanto, para que a incorporação de ações seja legitimamente realizada, basta que as companhias envolvidas atendam aos requisitos expressamente estabelecidos na Lei das S.A., não sendo necessário o cumprimento das regras legais e regulamentares que disciplinam o fechamento de capital, especialmente a realização de prévia oferta pública para aquisição das ações pertencentes aos acionistas minoritários.

Vale salientar, no entanto, que o objetivo da incorporação de ações sempre deve estar vinculado ao interesse social, sendo essencial a presença de motivações econômico-financeiras de interesse das sociedades envolvidas que justifiquem a realização da operação pretendida, independentemente dela eventualmente poder resultar em fechamento de capital.

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.

11.4. OPA por aumento de participação

A expressão “fechamento branco” de capital é utilizada na prática do mercado para designar os casos em que o acionista controlador adquire, paulatinamente, as ações em circulação no mercado emitidas pela companhia que controla, sem, no entanto, realizar uma oferta pública para cancelar o seu registro perante a CVM.

