

Alfredo Lamy Filho

# TEMAS DE S.A.

*Exposições*

*Pareceres*



RENOVAR

Rio de Janeiro • São Paulo • Recife  
2007



Todos os direitos reservados à  
LIVRARIA E EDITORA RENOVAR LTDA.  
MATRIZ: Rua da Assembléia, 10/2,421 - Centro - RJ  
CEP: 20011-901 - Tel.: (21) 2531-2205 - Fax: (21) 2531-2135  
FILIAL RJ: Tel.: (21) 2589-1863 / 2580-8596 - Fax: (21) 2589-1962  
FILIAL SP: Tel.: (11) 3104-9951 - Fax: (11) 3105-0359  
FILIAL PE: Tel.: (81) 3223-4988 - Fax: (81) 3223-1176  
LIVRARIA CENTRO (RJ): Tel.: (21) 2531-1316 / 2531-1338 - Fax: (21) 2531-1873  
LIVRARIA PANEMA (RJ): Tel.: (21) 2287-4080 - Fax: (21) 2287-4888

[www.editorarenovar.com.br](http://www.editorarenovar.com.br) [renovar@editorarenovar.com.br](mailto:renovar@editorarenovar.com.br)

© 2007 by Livraria Editora Renovar Ltda. SAC: 0800-221863

*Conselho Editorial:*

Arnaldo Lopes Sussekind — Presidente  
Carlos Alberto Menezes Direito  
Caio Tácito (*in memoriam*)  
Luiz Emygdio F. da Rosa Jr.  
Celso de Albuquerque Mello (*in memoriam*)  
Ricardo Lobo Torres

00337

*Revisão Tipográfica:* Humberto Figueiredo

*Capa:* Sheila Neves

*Editoração Eletrônica:* TopTextos Edições Gráficas Ltda.

CIP-Brasil. Catalogação-na-fonte  
Sindicato Nacional dos Editores de Livros, RJ.

F217t Filho, Alfredo Lamy  
Temas de S.A. / Alfredo Lamy Filho. — Rio de Janeiro: Renovar,  
2007.  
452p. : 23cm.  
ISBN 85-7147-598-9  
1. Direito societário — Brasil. I. Título.

CDD — 346.81015

Proibida a reprodução (Lei 9.610/98)  
Impresso no Brasil  
Printed in Brazil

*A José Luiz Bulhões Pedreira — amigo e companheiro  
na longa jornada da reforma da Lei de S.A. — homenagem  
do Autor.*

flito" tem significado restrito, técnico, que traduz "uma *relazione de incompatibilità assoluta*" e não de outros tipos de interesse de que podem resultar conflitos relativos ou potenciais.

Na doutrina nacional o Prof. BARROS LEÃES, citando a lição de MENGONI, observa que a proibição de voto ("divieto de voto"), como sistema de tutela do interesse da companhia, vem sendo restringido gradativamente e em face das necessidades do mundo econômico moderno, caracterizado pela concentração empresarial ("Conflito de Interesses", in "Estudos e Pareceres sobre S.A.", pág. 229).

Na hipótese em exame, não há falar-se em prejuízo da sociedade ou de qualquer acionista: a cisão é operação regulada na lei, que não acarreta prejuízo para qualquer acionista, majoritário ou minoritário. Quanto à oportunidade de realizá-la, nenhum impedimento existe ou pode existir ao direito do controlador de votá-la, pois dele é o maior risco na sociedade.

Em síntese: o controlador de um grupo de três sociedades fechadas, por sua vez "holdings" de sociedades abertas que detinham parcelas de ações do Banco X e de outras empresas estranhas ao Banco, deliberou segregar as ações do Banco para viabilizar sua venda em atendimento à proposta que recebera. Para esse fim, seguiu o caminho que lhe facultava a lei de realizar cisão das sociedades em cujos patrimônios se encontravam tais ações que integravam o controle do Banco em negociação, como prescrito no art. 228 da Lei de S.A. A cisão, portanto, não foi votada "com o fim de causar dano à companhia" 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 — como define o abuso de direito o art. 115 da Lei de S.A. A cisão, que, como já afirmado, não causa dano aos acionistas, não visou, obviamente, obter vantagem a que não fazia jus, titular que sempre fora — e era notório em todo o país — do controle do Banco em transação.

Respondendo, pois, à questão: o controlador não só podia deliberar a cisão para segregar as ações em negociação, como este era o caminho necessário para conservar o controle das demais empresas não incluídas na alienação.

Este o nosso parecer, S.M.J.

Rio de Janeiro, 24 de abril de 2002

Emissão de bônus de subscrição — Outorga de opções de compra — Distinções entre os dois institutos

#### CONSULTA

"Como é do conhecimento dos acionistas e do mercado em geral, nossa Companhia B emitiu, conforme deliberação tomada em assembleia geral extraordinária realizada em setembro de 2000, bônus de subscrição em substituição aos bônus de subscrição originalmente emitidos pela Companhia B, em 1996, dando cada bônus o direito à subscrição de cinco ações ordinárias ou preferenciais, conforme o caso, tendo em vista o desdobramento de ações aprovado pela AGE de 20/10/2000.

O preço de subscrição das ações a que cada bônus daria direito foi originalmente fixado em R\$ 1.000,00 por lote de mil ações (ou R\$ 200,00 após efeito do desdobramento), valor este a ser corrigido de acordo com a variação do IGP-M, acrescido de juros pró-rata de 12% a.a. até abril de 2003. Definiu-se, adicionalmente, que na hipótese da haverem subscrições públicas ou privadas a preços inferiores ao preço (teórico) de subscrição do bônus o mesmo seria ajustado para igualar-se a tal preço de subscrição, e todas as correções e ajustes subsequentes partiriam desse novo patamar. Essa determinação teve por objetivo fazer com que eventuais emissões de novas ações, em patamares de preço inferiores ao preço de subscrição do bônus, beneficiassem também os titulares dos mesmos, como é usual no caso das emissões de debêntures conversíveis.

Entretanto, entende a Companhia, que não são relevantes, na determinação do preço de exercício do bônus de subscrição, os aumentos de capital consequentes à emissão de ações decorrentes do Plano de Opção de compra de ações da Companhia, nos quais a subscrição se verifica, em muitos casos, com preços de emissão fixados anterior-

mente ao lançamento do próprio bônus, e que podem, eventualmente, corresponder a valores inferiores ao preço (teórico) de exercício do bônus e também inferiores ao preço de mercado no momento do exercício da opção de compra concedida no passado (exatamente em função do sucesso da atividade gerencial, que o Plano de Opção de Compra de ações da companhia visa incentivar e remunerar).

A despeito do que sempre pareceu absolutamente claro para a Companhia, e como tal foi informado a todos os acionistas e titulares de bônus de subscrição que a consultaram formal ou informalmente, chegou ao seu conhecimento que alguns titulares desses bônus tinham entendimento diverso, o que levou a Companhia a formular consulta à Comissão de Valores Mobiliários, em 7 de outubro p.p., buscando a confirmação desse entendimento.

Através do ofício recebido ao final do dia 1º de novembro fluente, a Companhia foi informada pela CVM que a Procuradoria Jurídica da autarquia entendia diversamente a matéria, considerando aplicável, na determinação do preço de emissão dos bônus de subscrição, o preço das subscrições realizadas, de 1996 a 2003, no âmbito restrito do Plano de Opção de Compra de Ações da Companhia.

A Companhia entende, respeitosamente, que essa interpretação da Procuradoria Jurídica da CVM é equivocada, e pretende continuar a questioná-la nas formas legalmente admissíveis, com base no entendimento de seus consultores jurídicos, sempre com vistas — acima de tudo — ao tratamento equilibrado dos interesses antagônicos dos titulares de bônus de subscrição e dos acionistas em geral, que não cabe à própria companhia arbitrar de forma vinculativa, mas pelos quais deve e tem permanentemente zelado”.

Acompanham a nota cópias dos documentos a ela pertinentes.

## PARECER

O exame da questão levantada na nota acima transcrita requer referência, ainda que breve, a dois institutos societários afins — pois ambos regem o problema das opções de ações —, mas aos quais a Lei 6.404/76 deu tratamentos distintos: o “bônus de subscrição” (arts. 75/79) e a “opção de compra de ações”, outorgada a administradores ou empregados, ou pessoas que prestem serviços à companhia, ou a sociedade sob seu controle, na hipótese de companhia com capital autorizado (art. 168, § 3º).

A primeira referência a tais institutos entre nós consta da Lei 4.728 (Lei de Mercado de Capitais, de 1965), que a eles se referia no seu art. 40 — embora, de há muito, fossem de emissão freqüente nos Estados Unidos, onde circulavam sob as designações de “stock purchase warrants” (nosso “bônus”) e “stock options” (nossa opção de ações”).

A utilização dos dois institutos é inteiramente distinta: os “bônus” visam financiar ou aumentar a disponibilidade de recursos para a S.A., alienando promessas ou opções, para aumento do capital, ao público, ou vinculando-os a debêntures emitidas, de forma a torná-las mais atrativas. Atingem, por isso, a estrutura societária interna da sociedade, de tal forma que a lei assegura aos antigos acionistas o direito de preferência para a subscrição dos títulos, dado que podem interferir com o controle da sociedade, ou resultar em prejuízo financeiro para os acionistas.

Juridicamente, o bônus é um título de crédito, um valor mobiliário, de livre circulação, ou, para parodiarmos a expressão de ASCARIELLI em relação às ações, “é um bem de segundo grau”. Seu titular, ao exercer o direito que lhe assegura o bônus, torna-se um acionista igual a todos os demais, com todos os direitos e obrigações que lhes assistem.

Quanto às opções de compra, constituem um dos pontos em que a Lei de S.A. procurou favorecer o fator trabalho no funcionamento da empresa moderna (juntamente com outros, como as partes beneficiárias atribuíveis gratuitamente a sociedades ou fundações beneficentes dos empregados [art. 47, § único], a responsabilidade do controlador pelos que trabalham na empresa [art. 116, par. único], e art. 117, § 1º, alínea “B”, e outros mais).

Acentue-se que a lei buscou distinguir, até terminologicamente, as duas figuras: no art. 75 prescreve que a companhia poderá EMITIR bônus de subscrição — para alienação ao público, com preferência para os acionistas —, mas ao referir-se às opções (art. 168, § 3º) esclarece que a companhia poderá “OUTORGAR OPÇÕES DE COMPRA” — a determinadas pessoas ali qualificadas. Não existe, pois, EMISSÃO de opção de compra, mas outorga (ato unilateral da companhia), ao qual o outorgado — previamente qualificado — pode, ou não, anuir, submetendo-se às condições fixadas unilateralmente pela companhia.

E não ocorre — acentue-se — oferta aos demais acionistas para o exercício de preferência (como na emissão de bônus) porque se trata

de ato da administração no desempenho de seu poder e responsabilidade de assegurar o êxito da empresa (o que é do interesse geral de todos os acionistas, inclusive a dos titulares de bônus de subscrição).

Com efeito, a leitura do texto da lei não deixa margem a dúvidas: a outorga de opção de compra de ações está limitada "aos administradores da companhia, seus empregados ou a pessoas naturais que prestem serviços à companhia ou a sociedade sob seu controle". A origem do título não é, pois, uma emissão a que todos os acionistas teriam o direito essencial de subscrição, como reza o art. 109 IV da vigente Lei, mas um contrato com determinadas pessoas em função do interesse maior da companhia em obter dedicação e a eficiência dos seus servidores — diante de cujo interesse se curva o interesse essencial do acionista, em subscrever aumentos de capital.

A evidência do afirmado está expresso na definição dos objetivos do Plano de Opção em exame:

- a) estimular a expansão, o êxito e a consecução dos objetivos sociais da Companhia e dos interesses de seus acionistas, permitindo aos executivos e empregados de alto nível adquirir ações da Companhia, nos termos, nas condições e no modo previsto no PLANO, incentivando dessa forma a integração desses executivos e empregados à Companhia";
- b) possibilitar à Companhia obter e manter os serviços de executivos e empregados de alto nível, oferecendo a tais executivos e empregados, como vantagem adicional, tornarem-se acionistas da Companhia nos termos e condições previstos no PLANO.

Mais ainda, o PLANO — que merece aplausos pelo que representa de incentivos ao objetivo de integrar trabalhador-empresa — condiciona a outorga da opção ao empregado favorecido, a vários requisitos contratuais inteiramente estranhos aos tomadores de bônus, como sejam, *v.g.*, realização parcial de ações (5.1), obrigação de utilizar pelo menos 70% do valor da participação nos lucros a eles atribuídos (5.2), direito a exercício parcial da opção (5.3), pré-aviso à Companhia no caso de interesse em alienar as ações — com a preferência à Companhia para adquiri-las pelo preço de mercado (8.1, 8.2 e 8.4), regras específicas para os que cessaram a relação de trabalho (item 10), inalienabilidade das ações e do destino dos dividendos (item 15), outorga de poderes à Companhia para perfeita execução do PLANO (item 19), etc., em 27 itens.

Trata-se, pois, de um longo e detalhado contrato, específico, que o beneficiário da opção outorgada pela Companhia aceita em condições de todo estranhas às dos tomadores titulares de um valor mobiliário, livremente transferível, como os "bônus de subscrição", alienados ao público *depois de submetidos à preferência dos acionistas*.

Nenhuma dúvida, pois, de que os detentores dos "bônus" são de todo estranhos a tais condições, e que os preços fixados nas duas hipóteses — bônus e opção — são e devem ser necessariamente diferentes e não se confundem.

Acrescente-se, ainda, que não se trata de peculiaridade da lei brasileira. Nos Estados Unidos, os autores salientam a especificidade das "independent stock options as compensation" (opções outorgadas como compensação) e das "options warrants", "bônus de subscrição", como se lê no clássico *Ballantine on Corporation*, parágrafo 220, págs. 512/516. Acrescente-se, mais, que o mesmo autor distingue quatro classes de "options": as concedidas a todos os acionistas; as concedidas apenas a uma classe com o direito de comprar ações ordinárias; as que acompanham "securities" com o direito à conversão em ações; e as concedidas a alguns acionistas ou não acionistas como compensação pelos serviços prestados ou permanência no emprego.

No mesmo sentido GUTTMAN e H. DOUGALL, no seu *Corporate Financial Policy*, depois de estudar a praxe da Bolsa de Nova York, de referir-se ao privilégio assegurado ao titular de uma ação de adquirir outras (pág. 355) dedica um inteiro capítulo (18) ao "employee and executive stock ownership" (pág. 573 e ss.).

Vale, ainda, a citação do sempre invocado JULES I. BOGEN (*Financial Handbook*) que, depois de estudar a "sale of stock to employees" (13.25), dedica um capítulo ao "Stock Purchase Warrant", como se lê nas págs. 13-29 e seguintes.

Não nos parece, pois, possam subsistir dúvidas da natureza especial da opção de compra de ações que é outorgada a empregados e os "bônus de subscrição", alienados após exercício da preferência pelos acionistas.

A outorga de opção de compra de ações, como foi dito, está restrita a colaboradores da companhia, é da competência da administração realizá-la, está excluída do direito essencial do acionista de exercer a preferência na hipótese de emissão de novas ações, não representa, pois, nem uma emissão pública, nem emissão privada, mas, como diz BOGEN, é uma "sale to the employees", sujeita a "restrictive terms" (*op. cit.*, 13/24 e 13/25).

Vale insistir: as ações outorgadas pela administração a colaboradores da companhia, visando maior integração capital x trabalho, são objeto de um contrato, que submete o tomador ou beneficiário a várias condições (vide o Plano em exame) e, em consequência, fixa um preço específico para o contratante que aceita as condições impostas no contrato; não há como pretender entender, apenas, uma das condições — o preço — aos adquirentes de bônus que, por certo, não aceitariam as demais, além de não estarem qualificados para receber opções. E, aos que se deixam confundir pelo significado de certas palavras, cabe invocar a lição sempre presente do nosso velho Código Comercial, no artigo 131:

“Art. 131:

“1 — a inteligência simples e adequada, que for mais conforme à boa-fé e ao verdadeiro espírito e natureza do contrato, deverá sempre prevalecer à rigorosa e restrita significação das palavras”.

Regra essa que o nosso Código Civil, com a precisão linguística que o caracteriza, repetiu:

“Art. 85 — Nas declarações de vontade atender-se-á mais à sua intenção que ao sentido literal da linguagem”.

Em conclusão: “bônus de subscrição” e “opções de compra” são institutos juridicamente distintos, que atendem a objetivos diversos, utilizados com intenções diferentes, e os preços de emissão dos bônus e seus eventuais ajustes (sobre os quais já se manifestaram os acionistas no exercício de seu direito de preferência), jamais poderiam vincular-se ao da outorga de uma opção a empregados (sobre os quais os acionistas não têm preferência).

Este nosso parecer, “sub censura”.

Rio de Janeiro, 25 de novembro de 2002

Aquisição por companhia aberta do controle de outra —  
Aplicação do art. 256 da Lei de S.A. — Responsabilidade  
do controlador — Contratos a longo prazo

## CONSULTA

Cogita-se de transferência do controle acionário da Sociedade A, atualmente detido pela Sociedade B, para uma controlada desta, qual seja, a Sociedade C.

### I — Esclarecimentos dos fatos

A Sociedade C, companhia aberta controlada pela Sociedade B (também companhia aberta), é concessionária do governo brasileiro para a prestação do serviço Telefônico Fixo Comutado.

Tendo em vista a possibilidade de participar de licitação para exploração do Serviço Móvel Pessoal (SMP) na Região I, que corresponde à área geográfica idêntica àquela coberta pela Sociedade C, a Sociedade B constituiu uma nova sociedade, de capital fechado, denominada Sociedade A, na qual detém 99,9999% do capital social. Mediante leilão conduzido pela Anatel, a Sociedade sagrou-se vencedora do direito de exploração desse serviço por prazo indeterminado e firmou o respectivo termo de autorização passando a ter também o direito de exploração industrial dos meios afetos à prestação dos serviços, observadas as disposições constantes da regulamentação.

Visando o aproveitamento de sinergias sob os pontos de vista econômico e estratégico, a Sociedade B pretende transferir o controle da Sociedade A, que atualmente detém, para a Sociedade C, mediante a alienação da totalidade das ações.