

**NELSON EIZIRIK**

**A LEI DAS S/A  
COMENTADA**

**VOLUME I**

**ARTS. 1º A 79**

**2ª EDIÇÃO**

**REVISTA E AMPLIADA**

EDITORA QUARTIER LATIN DO BRASIL  
SÃO PAULO, 2015  
quartierlatin@quartierlatin.art.br  
www.quartierlatin.art.br

**EDITORA QUARTIER LATIN DO BRASIL**

EMPRESA BRASILEIRA, FUNDADA EM 20 DE NOVEMBRO DE 2001

RUA SANTO AMARO, 316 – CEP 01315-000

VENDAS: FONE (11) 3101-5780

EMAIL: [quartierlatin@quartierlatin.art.br](mailto:quartierlatin@quartierlatin.art.br)

SITE: [www.quartierlatin.art.br](http://www.quartierlatin.art.br)

Diante da falta de parâmetros legais ou regulamentares, pode ocorrer a manipulação do procedimento de *bookbuilding* por parte do *underwriter*. É possível que o processo de *bookbuilding* conduza à fixação de um preço subvalorizado dos valores mobiliários emitidos em uma oferta pública primária (*underpricing*), favorecendo o *underwriter* e seus clientes e, em contrapartida, prejudicando os interesses da companhia emissora e de seus acionistas, que, em tese, poderiam arrecadar um maior volume de recursos na oferta pública.

Assim, a Comissão de Valores Mobiliários deve exigir ampla transparência do coordenador líder na utilização do processo de *bookbuilding*, a fim de evitar que este possa ser eventualmente manipulado. A seleção das propostas deve ser realizada a partir de critérios de qualidade e de estabilidade do investimento, para assegurar uma evolução equilibrada da cotação do papel na fase posterior à oferta<sup>63-64</sup>.

## 9. AS OFERTAS PÚBLICAS OBRIGATÓRIAS DO ARTIGO 4º

A oferta pública de aquisição de ações, conhecida no mercado pela sigla OPA, constitui uma declaração unilateral de vontade por meio da qual o proponente manifesta, por determinado prazo, seu compromisso de adquirir um bloco de ações a um preço determinado e segundo cláusulas e condições previamente estabelecidas<sup>65</sup>.

O procedimento da OPA visa a assegurar que qualquer pessoa que pretenda ou esteja obrigada a adquirir quantidade substancial de ações emitidas por uma companhia aberta somente possa fazê-lo

caso ofereça a todos os acionistas titulares de ações da mesma espécie e classe a oportunidade de venderem as suas ações<sup>66</sup>.

O artigo 4º, com a nova redação que lhe foi dada pela Lei nº 10.303/2001, disciplinou 2 (duas) situações em que é obrigatória a realização da OPA: (i) o cancelamento de registro de companhia aberta (artigo 4º, § 4º); e (ii) o aumento da participação do acionista controlador de companhia aberta que impeça a liquidez de mercado das ações remanescentes (artigo 4º, § 6º).

Todas as modalidades de OPA, sejam elas obrigatórias ou voluntárias, estejam ou não sujeitas a prévio registro na Comissão de Valores Mobiliários, devem observar, naquilo que lhes for aplicável, o procedimento geral por ela estabelecido<sup>67</sup>, além de se submeterem a requisitos e procedimentos adicionais, previstos na lei e na regulamentação administrativa editada pela Comissão<sup>68</sup>.

### 9.1. OPA PARA CANCELAMENTO DE REGISTRO DE COMPANHIA ABERTA

O cancelamento de registro de companhia aberta está disciplinado no artigo 4º, §§ 4º e 5º e artigo 4º-A. O cancelamento de registro, também denominado, na terminologia do mercado, de “fechamento de capital”, constitui o procedimento mediante o qual uma companhia aberta torna-se fechada, inviabilizando a

63 ALEJANDRO FERNANDES DE ARAOZ, “Deberes de La Entidad Directora”. In: Fernando Sánchez Calero (Org.). *Régimen Jurídico de las Emisiones y Ofertas Públicas de Venta (OPVs) de Valores*. Madrid: Centro de Documentación Bancaria y Bursatil, 1995, p. 855.

64 NELSON EIZIRIK, ARIÁDNA B. GAAL, FLÁVIA PARENTE e MARCUS DE FREITAS HENRIQUES. *Mercado de Capitais - Regime Jurídico...*, p. 203-206.

65 MODESTO CARVALHOSA. *Oferta Pública de Aquisição de Ações*. Rio de Janeiro: IBMEC, 1979, p. 24.

66 Nesse sentido, o art. 4º, incisos I e II, da Instrução CVM nº 361/2002, com a redação dada pela Instrução CVM nº 487/2010, expressamente estabelece que “a OPA será sempre dirigida indistintamente aos titulares de ações da mesma espécie e classe daquelas que sejam objeto da OPA, assegurado o rateio entre os aceitantes de OPA parcial”, bem como será “realizada de maneira a assegurar tratamento equitativo aos destinatários, permitir-lhes a adequada informação quanto à companhia objeto e ao ofertante, e dotá-los dos elementos necessários à tomada de uma decisão refletida e independente quanto à aceitação da OPA”.

67 Instrução CVM nº 361/2002, com as alterações introduzidas pelas Instruções CVM nºs 436/2006, 480/2009, 487/2010 e 492/2011.

68 Para uma análise detalhada dos procedimentos gerais aplicáveis à OPA, ver NELSON EIZIRIK, ARIÁDNA B. GAAL, FLÁVIA PARENTE e MARCUS DE FREITAS HENRIQUES. *Mercado de Capitais - Regime Jurídico...*, p. 569-585.

negociação dos valores mobiliários de sua emissão em Bolsa de Valores ou no mercado de balcão.

A decisão sobre a abertura ou fechamento de capital de uma companhia é de caráter eminentemente privado, cabendo unicamente aos seus acionistas decidir sobre a matéria.

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 Comissão de Valores Mobiliários e pela Bolsa de Valores, etc.

Da ponderação de fatores acima elencados decorre a decisão empresarial de abertura ou fechamento do capital da companhia, não cabendo à Comissão de Valores Mobiliários 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 Comissão de Valores Mobiliários, que visavam à tutela dos interesses dos acionistas minoritários.

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<sup>69</sup>.

As Instruções editadas pela Comissão de Valores Mobiliários sempre estabeleceram o princípio de que, para que o registro de

69 Nota Explicativa CVM nº 08/1978.

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. Justifica-se a obrigatoriedade da OPA, pois, no fechamento de capital, os acionistas minoritários são alijados do processo de crescimento e expansão da companhia ou perdem a liquidez de suas ações<sup>70</sup>.

Tal princípio foi mantido pela Lei nº 10.303/2001, que incluiu, no artigo 4º, 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 mercado.

O dispositivo, ademais, admite que a oferta pública para fechar o capital seja promovida pela própria companhia aberta. Esta possibilidade constitui inovação em relação ao sistema anterior, visto que todas as Instruções até então editadas pela Comissão de Valores Mobiliários 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.

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; assim, a aquisição de ações de própria emissão está condicionada à existência de lucros ou reservas disponíveis.

A companhia emissora somente poderá promover a oferta pública de fechamento de capital caso o valor total das ações a serem adquiridas não ultrapasse o saldo dos lucros ou reservas

70 CARLOS AUGUSTO JUNQUEIRA DE SIQUEIRA. *Fechamento do Capital Social - Oferta Pública de Aquisição de Ações e Outras Modalidades*. Ribeirão Preto: Migalhas, 2010, p. 54 e seguintes; ALFREDO LAMY FILHO. *Temas de S.A.* Rio de Janeiro: Renovar, 2007, p. 219-221.

disponíveis e não implique diminuição do valor do capital social, conforme prescreve o artigo 30, § 1º, alínea “b”<sup>71</sup>.

### 9.1.1. 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 assegurar o direito de saída, é o de 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 pessoa que investe em determinada companhia aberta tem a expectativa de que os valores mobiliários 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 frustrada por decisão discricionária dos acionistas controladores ou dos administradores da companhia.

Assim, a Comissão de Valores Mobiliários só autoriza o cancelamento do registro para negociação de ações caso, na oferta pública, formulada pelo acionista controlador ou pela própria companhia, sejam observados os seguintes requisitos: (i) preço justo, na forma estabelecida no § 4º do artigo 4º; e (ii) aceitação da oferta ou manifestação expressa de concordância com o cancelamento

<sup>71</sup> A CVM condicionou o registro da oferta pública promovida pela companhia emissora à existência de lucros ou reservas disponíveis, tanto que o art. 20, inciso IV, da Instrução CVM nº 361/2002, com a redação que lhe foi dada pela Instrução CVM nº 487/2010, expressamente determina que deve constar do instrumento de OPA lançada pela companhia a “referência à existência das reservas exigidas por lei”. Nos termos da Instrução CVM nº 10/1980, com as alterações introduzidas pelas Instruções CVM nºs 100/1989, 268/1997 e 390/2003, consideram-se disponíveis todas as reservas de lucros ou de capital com exceção das seguintes: (i) legal; (ii) de lucros a realizar; (iii) de reavaliação, (iv) de correção monetária do capital realizado; e (v) especial de dividendo obrigatório não distribuído (art. 7º).

do registro por acionistas titulares de mais de 2/3 (dois terços) das ações em circulação<sup>72</sup>.

### 9.1.2. CRITÉRIOS PARA DETERMINAÇÃO DO PREÇO DA OFERTA PÚBLICA

O legislador, ao editar a Lei nº 10.303/2001, que incluiu o novo § 4º no artigo 4º, optou por não estabelecer um único critério aplicável a todas as companhias, mas por relacionar uma série de parâmetros que podem ser adotados, isolada ou cumulativamente, na fixação do preço proposto para as ofertas públicas de cancelamento de registro de companhia aberta.

O que se exige é que o acionista controlador ou a própria companhia emissora, ao promoverem a oferta pública de cancelamento de registro de companhia aberta, fundamentem o preço oferecido em um dos parâmetros elencados no § 4º. O preço deve ser 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

<sup>72</sup> Nos termos do inciso II do art. 16 da Instrução CVM nº 361/2002 consideram-se ações em circulação, apenas as ações cujos titulares concordarem expressamente com o cancelamento de registro ou se habilitarem para o leilão de OPA, na forma do art. 22. De acordo com o parágrafo único do art. 16, a verificação do atendimento ao requisito de que mais de 2/3 (dois terços) das ações em circulação aceitaram a oferta ou concordaram 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 credenciaram para participar da oferta pública. 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 preço do leilão, observando, para tanto, o prazo de 3 (três) meses da data da realização do leilão, nos termos do art. 21, § 2º, combinado com o art. 10, § 2º, da Instrução CVM nº 361/2002, com a redação dada pela Instrução CVM nº 487/2010. Ver, também, NELSON EIZIRIK, ARIÁDNA B. GAAL, FLÁVIA PARENTE e MARCUS DE FREITAS HENRIQUES. *Mercado de Capitais – Regime Jurídico...*, p. 578-580.

preço de mercado, de fluxo de caixa descontado, de comparação por múltiplos, de cotação das ações no mercado de valores mobiliários – ou, ainda, em outro critério eventualmente aceito pela Comissão de Valores Mobiliários.

O ofertante deve fixar 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<sup>73</sup>.

O acionista controlador ou a companhia emissora, apesar de não estarem vinculados a um único critério de avaliação, ao definirem o preço da oferta pública, devem escolher o mais compatível com a situação da companhia e das ações de sua emissão. Assim, o critério da “cotação das ações no mercado” será 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 preço a ser oferecido aos acionistas minoritários, deve-se 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 “preço justo” referido no § 4º<sup>74</sup>.

73 Sobre a competência da CVM para manifestar-se a respeito do laudo de avaliação, ver CARLOS AUGUSTO JUNQUEIRA DE SIQUEIRA. **Fechamento do Capital Social – Oferta Pública de Aquisição de Ações e Outras Modalidades...**, p. 568 e seguintes.

74 A CVM, no julgamento do Processo Administrativo nº RJ 2010/8551, Rel. Dir. Luciana Dias, j. em 26.04.2011, decidiu que o laudo de avaliação é dispensável quando as partes acordaram o preço. Na decisão a Relatora esclarece que

Dessa forma, o acionista controlador ou a companhia emissora, ao proporem a realização da oferta pública para cancelamento de registro de companhia aberta, devem não apenas divulgar o preço que se dispõem a pagar pelas ações dos acionistas minoritários, mas também informar qual o parâmetro adotado para a definição do “preço justo” de tais ações e, ainda, colocar à disposição dos interessados o laudo de avaliação que fundamentou a fixação do referido preço<sup>75</sup>.

### 9.1.3. A REVISÃO DO PREÇO DA OFERTA PÚBLICA

Quando o valor da oferta pública for fixado com base em um dos parâmetros relacionados no § 4º e fundamentado em laudo de avaliação elaborado de acordo com as regras editadas pela Comissão de Valores Mobiliários<sup>76</sup>, ela não poderá indeferir o registro da oferta

---

*“o Colegiado tem deferido a dispensa da apresentação de laudo de avaliação em ofertas públicas quando o preço justo a ser pago pelas ações de emissão da companhia pode ser: (i) aferido pelos acionistas com base em alternativas e parâmetros alheios ao laudo de avaliação; ou (ii) presumido, uma vez que partes independentes (ofertante e acionistas) negociam e manifestam sua concordância com o preço apresentado pelo ofertante”.* Também nesse sentido, foram as decisões proferidas nos seguintes Processos nºs: RJ 2003/12825, Rel. Dir. Norma Jonssen Parente, j. em 21.01.2004; RJ 2003/7909, j. em 28.10.2003; RJ 2005/0225, Rel. Dir. Norma Jonssen Parente, j. 19.04.2005 e RJ 2007/3296, Rel. Dir. Maria Helena Santana, j. em 31.10.2007.

75 A CVM, no julgamento do Processo CVM nº RJ 2005/3917, Rel. Pres. Marcelo Trindade, j. em 06.12.2005, introduziu importante inovação na disciplina da OPA para cancelamento de registro ao permitir que o ofertante praticasse preços diferenciados para as ações ordinárias e as preferenciais. O Colegiado da CVM entendeu 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. O posicionamento manifestado pela CVM nesta decisão foi objeto de questionamento pela doutrina. Ver, a respeito, CARLOS AUGUSTO JUNQUEIRA DE SIQUEIRA, “Dois Preços?”, **Revista Capital Aberto**, nº 35, julho, 2006, p. 60-61.

76 Art. 8º da Instrução CVM nº 361/2002, com a redação dada pela Instrução CVM nº 487/2010.

de fechamento de capital por entender que o critério adotado não é adequado ou que o preço não é “justo”.

A Lei das S.A. não conferiu à Comissão de Valores Mobiliários 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 ele é efetivamente “justo”.

Os 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. Assim, tais acionistas podem obstaculizar a decisão do acionista controlador de proceder ao fechamento de capital da companhia. De acordo com o § 2º do artigo 4º-A, consideram-se em circulação no mercado todas as ações do capital da companhia, menos as de propriedade do acionista controlador, de diretores, de conselheiros de administração e as em tesouraria<sup>77</sup>.

O requerimento para a convocação da assembleia especial de revisão deve ser apresentado no prazo de 15 (quinze) dias, contados da data em que for publicado o fato relevante informando ao mercado que o laudo de avaliação elaborado para fundamentar o valor da oferta pública encontra-se à disposição dos acionistas<sup>78</sup>. Tal requerimento suspende 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 revisão do preço da oferta pública apresentado pelos minoritários deve ser devidamente fundamentado. A fim de evitar que o direito de requerer a revisão do preço transforme-se

em instrumento de abuso das minorias, o § 1º exige que seja ele acompanhado de elementos de convicção que demonstrem a existência de falha ou imprecisão no emprego da metodologia de cálculo ou no critério de avaliação adotado. Na prática, é bastante remota a possibilidade de o ofertante recusar-se a convocar a assembleia especial sob o argumento de que o pedido não está devidamente fundamentado. 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 isso 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, conforme determina o artigo 129, se rejeitam ou aprovam pedido de revisão do preço oferecido pelo acionista controlador ou pela companhia emissora.

Caso seja 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 ele seja concluído<sup>79</sup>.

Se o novo valor for inferior ou igual ao preço original da oferta pública, esta poderá prosseguir de acordo com o preço inicialmente proposto e os acionistas que requereram a realização da nova avaliação e aqueles que votaram a seu favor deverão ressarcir a companhia pelos custos incorridos, nos termos do disposto no artigo 4º-A, § 3º<sup>80</sup>.

77 A CVM, no art. 3º, inciso III, da Instrução CVM nº 361/2002, estabelece que 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.

78 Art. 24, § 1º, da Instrução CVM nº 361/2002.

79 Art. 24, § 3º, da Instrução CVM nº 361/2002.

80 De acordo com o § 7º do art. 24 da Instrução CVM nº 361/2002, “a ata da assembleia especial a que se refere este artigo indicará, necessariamente, o nome dos acionistas que votarem a favor da proposta de realização de uma nova avaliação, para efeito de eventual aplicação do § 3º do art. 4º-A da Lei 6.404/1976”.

Se a nova avaliação resultar em valor superior ao originalmente oferecido, não poderá prosseguir a oferta pública nas condições originais; porém, o ofertante não terá a obrigação de adquirir as ações de emissão da companhia por um preço superior ao que se dispusera a pagar.

Na hipótese acima, o ofertante deverá informar, mediante publicação de fato relevante no prazo de 5 (cinco) dias, contados da apresentação do laudo de revisão, se concorda em pagar o valor apurado na nova avaliação ou se desiste da oferta pública e, conseqüentemente, do fechamento de capital da companhia<sup>81</sup>.

#### 9.1.4. RESGATE DAS AÇÕES REMANESCENTES NO CANCELAMENTO DO REGISTRO

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, desde que tais ações representem menos de 5% (cinco por cento) do total de ações emitidas pela companhia e que seja depositado, em favor dos seus titulares, o valor praticado na oferta pública de cancelamento de registro, conforme determina o § 5º<sup>82</sup>.

No Direito Comparado, é bastante comum a existência de normas desse tipo (*compulsory buy out*) nas diversas modalidades de

OPA's, normalmente após a aquisição de 90% (noventa por cento) ou 95% (noventa e cinco por cento) das ações da companhia<sup>83</sup>.

Assim, permite-se que 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.

O resgate previsto no § 5º não depende de aprovação em assembleia especial das ações resgatadas, uma vez que a norma expressamente afastou a incidência do § 6º do artigo 44. Dessa forma, o § 5º instituiu uma nova modalidade de resgate; ao contrário das operações realizadas com fundamento no artigo 44, são resgatadas as ações pertencentes apenas aos acionistas minoritários remanescentes, sem sorteio.

A intenção do legislador foi a de permitir que a companhia que cancelou o registro como aberta não seja obrigada a manter, indefinidamente, nos seus quadros sociais, uma quantidade muito pequena de acionistas, possuidores de menos de 5% (cinco por cento) do capital, o que poderia representar custos desnecessários para a companhia fechada, com serviços de emissão e registro, transferência e guarda de ações.

Tal modalidade de resgate pode ser aprovada, conforme previsto no § 5º, 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<sup>84</sup>.

81 Art. 24, inciso IV, da Instrução CVM nº 361/2002.

82 O art. 25-A, incluído na Instrução CVM nº 361/2002 pela Instrução CVM nº 487/2010, determina que: "O preço do resgate de que trata o § 5º do art. 4º da Lei nº 6.404, de 1976, deverá ser acrescido de juros à taxa Selic, ou, caso deixe de ser calculada, outra taxa que venha a substituí-la, desde a data da liquidação da OPA até a data do depósito do resgate. § 1º Nas ofertas para cancelamento de registro cuja contraprestação incluir valores mobiliários: I – o pagamento do resgate deve ser feito em valores mobiliários da mesma espécie e classe daqueles oferecidos na OPA; e II – havendo contraprestação também em moeda corrente, o pagamento do resgate compreenderá: a) a mesma quantidade por ação de valores mobiliários oferecidos na OPA; e b) o valor em moeda corrente por ação oferecido na OPA, acrescido de juros, nos termos do caput".

83 REINIER KRAAKMAN, PAUL DAVIES, HENRY HANSMANN, GERARD HERTIG, KLAUS HOPT, HIDEKI KANDA and EDWARD ROCK. *The Anatomy of Corporate Law – A Comparative and Functional Approach*. New York: Oxford University Press, 2007, p. 183-184.

84 Conforme 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 capital. Neste sentido, inclusive, já se manifestou o Colegiado da

## 9.2. 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 Comissão de Valores Mobiliários.

Esta prática pode ser prejudicial aos acionistas minoritários, na medida em que, ao adquirir quantidade significativa das ações de emissão de sua controlada, o acionista controlador reduz a liquidez dos papéis, sem, no entanto, assegurar ao acionista minoritário as proteções que lhe seriam conferidas caso a aquisição ocorresse por meio de uma oferta pública de cancelamento de registro.

Reduzida a liquidez, o acionista controlador pode determinar o preço e as condições em que as ações de sua controlada serão negociadas no mercado secundário, visto que, caso resolva alienar suas ações, o acionista minoritário tem praticamente como único comprador potencial o próprio acionista controlador.

O § 6º disciplina a OPA por aumento de participação do acionista controlador. O objetivo da norma é evitar que o acionista controlador impeça a liquidez das ações de emissão de sua controlada no mercado, em detrimento dos interesses dos acionistas minoritários. Para que possa adquirir quantidades significativas de ações, o controlador deve observar todos os procedimentos previstos para as ofertas públicas de cancelamento de registro de companhia aberta, especialmente no que se refere à fixação do preço da oferta.

A Comissão de Valores Mobiliários previu 2 (duas) hipóteses em que o acionista controlador fica obrigado a realizar oferta pública para aquisição de todas as ações em circulação no mercado: (i) sempre que o

próprio, pessoa a ele vinculada e outras pessoas que atuem em conjunto adquirirem, por outro meio que não uma OPA, ações que representem mais de 1/3 (um terço) do total das ações de cada espécie e classe em circulação<sup>85</sup>; e (ii) quando o grupo controlador detiver mais de 50% (cinquenta por cento) das ações daquela espécie ou classe e adquirir participação igual ou superior a 10% (dez por cento) de determinada espécie ou classe, em período não superior a 12 (doze) meses<sup>86</sup>.

Em qualquer das 2 (duas) hipóteses, porém, o acionista controlador não é obrigado a realizar a oferta pública caso o aumento de sua participação em cada espécie ou classe de ações em percen-

---

85 A CVM, no julgamento do Processo Administrativo nº RJ 2012/14764, manifestou entendimento no sentido de que o § 6º do art. 26 da Instrução CVM nº 361/2002 tem a finalidade de impedir que novas aquisições sejam realizadas pelo controlador que ultrapassou o limite de 1/3 das ações em circulação privadamente ou em bolsa de valores até que ele promova a OPA de que trata o caput. Esclarece ainda que: “o § 6º do art. 26, tal como incluído pela Instrução CVM nº 487, de 25.11.2010, visa basicamente, fortalecer a regra do caput e a do § 1º do art. 26. A ideia é que, uma vez preenchidos os elementos que compõem o suporte fático do caput do art. 26 ou do § 1º (i.e., uma vez deflagrada a obrigação de realizar a OPA por aumento de participação), o controlador e os outros sujeitos mencionados no § 6º não possam adquirir novas ações privadamente ou em bolsa até que se cumpra com a obrigação de realizar uma OPA por aumento de participação. Mas, como se disse, para que cheguemos ao ponto de considerar a incidência do § 6º, é necessário que, antes, o caput ou o § 1º tenha incidido e que, por consequência, já exista a obrigação de o controlador, realizar uma OPA por aumento de participação. É só aí, nesse segundo momento, que o ‘controlador, pessoa a ele vinculada e outras pessoas que atuem em conjunto com o acionista controlador ou pessoa a ele vinculada’ passam a se sujeitar ao dever contido no § 6º de não ‘realizar novas aquisições de ações [exceto se] por meio de OPA por aumento de participação.’”

86 Art. 26 da Instrução CVM nº 361/2002, com a redação dada pela Instrução CVM nº 487/2010. De acordo com os §§ 5º e 6º desse dispositivo, após a entrada em vigor da Instrução CVM nº 487/2010, o limite de 1/3 (um terço) deverá ser calculado com base no número de ações em circulação na data de encerramento da primeira oferta pública de distribuição de ações da companhia ou, caso nenhuma oferta tenha sido realizada, na data da obtenção do registro da companhia para negociação de ações em mercados regulamentados de valores mobiliários e, uma vez ultrapassado o limite de 1/3 (um terço) das ações em circulação, o controlador, pessoa a ele vinculada e outras pessoas que atuem em conjunto com o mesmo ou pessoa a ele vinculada só poderão realizar novas aquisições de ações por meio de OPA para aumento de participação.

---

Autarquia; veja-se o voto do Diretor Relator Luiz Antonio de Sampaio Campos, proferido no Processo CVM nº RJ 2002/3430, j. em 11.02.2003.



tual superior ao autorizado pela Comissão de Valores Mobiliários ocorra em virtude de subscrição de aumento de capital. Caso os acionistas minoritários não exerçam integralmente seu direito de preferência nos aumentos de capital da companhia, o controlador poderá aumentar sua participação no capital de sua controlada por meio da subscrição de sobras, sem que deva realizar oferta pública.

A OPA por aumento de participação está sujeita a todas as regras incidentes sobre a OPA para cancelamento de registro, inclusive a possibilidade de revisão do preço da oferta, por deliberação aprovada em assembleia especial das ações em circulação no mercado. No entanto, ao contrário do que ocorre na OPA para fechamento de capital, o ofertante não poderá simplesmente desistir da OPA caso o pedido de revisão resulte na fixação de um valor superior ao que ele originalmente propôs.

Como as aquisições realizadas pelo controlador podem reduzir a liquidez das ações remanescentes, ele somente se exime da obrigação de promover a OPA caso aliene no mercado as ações por ele adquiridas e que excedam os percentuais estabelecidos pela Comissão de Valores Mobiliários<sup>87</sup>.

87 Art. 26 da Instrução CVM nº 361/2002, com a redação dada pela Instrução CVM nº 487/2010. Ver, também, o art. 28 da referida Instrução, segundo o qual será lícito ao acionista controlador solicitar à CVM autorização para não realizar a OPA por aumento de participação, desde que se comprometa a alienar, para pessoas que não sejam a ele vinculadas, o excesso de participação no prazo de 3 (três) meses, a contar da ocorrência da aquisição. A CVM poderá prorrogar uma única vez este prazo, caso verifique, a requerimento do interessado, que a alienação de todo o bloco no prazo inicial poderá afetar significativamente as cotações das ações na Bolsa de Valores ou no mercado de balcão organizado em que estejam admitidas à negociação. Caso as ações não sejam alienadas no prazo e na forma previstos, o acionista controlador deverá apresentar à CVM requerimento de registro de OPA por aumento de participação no prazo de 30 (trinta) dias, a contar do término do prazo de 3 (três) meses acima referido, e, neste caso, poderá ser obrigado a promover a OPA independentemente do valor eventualmente apontado no processo de revisão solicitado pelos minoritários.

## CAPÍTULO II

### CAPITAL SOCIAL

#### SEÇÃO I

#### VALOR

#### FIXAÇÃO NO ESTATUTO E MOEDA

**“Art. 5º. O estatuto da companhia fixará o valor do capital social, expresso em moeda nacional.**

**Parágrafo Único. A expressão monetária do valor do capital social realizado será corrigida anualmente (artigo 167).”**

#### 1. PRINCÍPIOS

O capital social constitui a parcela do valor das ações subscritas – fixada no estatuto social – que os acionistas vinculam à consecução do objeto social, na constituição da companhia e nos seus sucessivos aumentos<sup>1</sup>.

1 Sobre a origem do conceito de capital social e o especial relevo que adquiriu no âmbito das sociedades anônimas, TULLIO ASCARELLI. **Problemas das Sociedades Anônimas e Direito Comparado**. São Paulo: Saraiva, 1969, p. 322-326, enfatiza que a “função econômica da sociedade anônima, não pode ser preenchida, a não ser se reconhecida a responsabilidade limitada dos sócios (...). Afinal, a constituição da pessoa jurídica e do patrimônio separado representa apenas um meio técnico para que os sócios possam exercer o comércio com responsabilidade limitada (...). Avista, entretanto, da atividade da sociedade anônima, o seu patrimônio não é estático, não sofre alterações apenas ocasionais, ou excepcionais; sofre, ao contrário, variações diárias, sendo continuamente diverso seja na sua composição, seja na sua importância. Por isso a constituição do patrimônio separado levanta, nesta hipótese, problemas diversos dos peculiares ao direito comum tradicional: estes problemas decorrem justamente do fato de, o patrimônio separado nas sociedades anônimas, ser o instrumento de uma atividade comercial. Cumpre, portanto, de um lado, proporcionar, aos terceiros, uma tutela no que respeita à gestão da sociedade, respeitada, entretanto, a necessária elasticidade e liberdade de gestão. É por isso que, especialmente nos sistemas romanísticos, foi-se elaborando o conceito de capital social, e foram-se estabelecendo normas que respeitam a integridade deste. Estas normas não deixam de aparecer nas outras sociedades, em que tam-