

EDITORA QUARTIER LATIN DO BRASIL

EMPRESA BRASILEIRA, FUNDADA EM 20 DE NOVEMBRO DE 2001

RUA GENERAL FLORES, 508 – CEP 01129-010

BOM RETIRO – SÃO PAULO

VENDAS: FONE (11) 3222-2423

EMAIL: QUARTIERLATIN@GLOBO.COM

## THIAGO SADDI TANNOUS

*Doutor em Direito Comercial e Mestre em Filosofia e Teoria Geral do Direito pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo (USP). Bacharel em Direito pela Universidade Federal do Paraná (UFPR). Foi Bolsista do Max-Planck-Institut für europäische Rechtsgeschichte (2011-2013) e pesquisador do Programa de Pós-Graduação em Direito (GVlaw) da Fundação Getúlio Vargas (2010). Advogado em São Paulo e no Rio de Janeiro. Sócio de Trindade Sociedade de Advogados.*

# PROTEÇÃO À LIQUIDEZ NO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO

EDITORA QUARTIER LATIN DO BRASIL

São Paulo, outono de 2018

quartierlatin@quartierlatin.art.br

www.quartierlatin.art.br

1959

## 5.1. HIPÓTESES E EFEITOS

### 5.1.1. COMPANHIA ABERTA E COMPANHIA FECHADA

A exemplo do que faz a Lei nº 6.385/76, a Lei das S.A. estabelece que “a companhia é aberta ou fechada conforme os valores mobiliários de sua emissão estejam ou não admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários”<sup>217</sup>.

A definição legal não parece ser a mais precisa diante do arcabouço regulatório vigente atualmente.

Como se sabe, o recurso ao mercado de capitais se dá, essencialmente, por meio das chamadas ofertas públicas de distribuição, que podem ter por objeto títulos de *participação*, *dívida* ou *títulos híbridos*<sup>218</sup>.

A depender do objeto da oferta e do regime de colocação adotado, é possível que uma companhia tenha seus valores mobiliários “admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários” sem que ela seja, para os fins da Lei das S.A., uma companhia aberta.

Explica-se: as ofertas que tenham por objeto exclusivamente *títulos de dívida* (debêntures simples, por exemplo) e que sejam colocadas com *esforços restritos* podem ser feitas sem o registro *do emissor* e da *própria oferta*. Nessa hipótese, limita-se a quantidade de potenciais investidores que podem ser procurados no curso da oferta e exige-se que se trate de investidores qualificados<sup>219</sup>.

Contudo, uma vez concluída a oferta, após o transcurso de certo período, os valores mobiliários ofertados podem ser negociados – e geralmente o são – no mercado de balcão.

<sup>217</sup> Art. 4º da Lei das S.A.

<sup>218</sup> Em síntese, as ofertas públicas de distribuição são, atualmente, disciplinadas por duas normas regulamentares: a Instrução CVM nº 400/03; e pela Instrução CVM nº 476/09. Além disso, as regras pertinentes ao registro *dos emissores* estão previstas na Instrução CVM nº 480/09. Sobre a evolução do panorama regulatório referente à matéria, cf. PITTA, André Grünspun. Comentários ao art. 21. In: CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (Org.). **Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei nº 6.385/76**. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 427 e ss., em especial p. 431 e ss.; EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de Capitais: Regime Jurídico**. 3ª Edição. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 140 e ss.

<sup>219</sup> Cf. arts. 1º, §1º; e art. 3º da Instrução CVM nº 476/09. Para a distribuição pública de títulos de participação, a Instrução CVM nº 476/09 exige o registro de emissor (art. 1º, §1º, XI).



Ainda assim, às companhias que realizam ofertas públicas de títulos de dívida sob o regime de esforços restritos de colocação, sem a obtenção do registro de emissor de valores mobiliários, não se aplicam as normas da Lei das S.A. destinadas exclusivamente às *companhias abertas*.

O elemento distintivo não reside, portanto, na “*admissão dos valores mobiliários à negociação no mercado*”, mas na obtenção do *registro de companhia aberta* – tendo sido isto, originalmente, o que pretendeu a Lei das S.A., anteriormente ao exercício, pela CVM, de sua competência para regulamentar as hipóteses de dispensa de registro<sup>220</sup>.

### 5.1.2. EFEITOS: MUDANÇA DO REGIME JURÍDICO APLICÁVEL E PERDA DE ACESSO AO MERCADO SECUNDÁRIO

Com a obtenção do registro de companhia aberta – e independentemente de efetivamente listar os seus valores mobiliários para negociação em um mercado organizado –, as companhias submetem-se a um regime jurídico específico.

As diferenças entre o regime jurídico aplicável às companhias abertas e as fechadas são muitas.

Para citar apenas algumas: as companhias abertas sujeitam-se à supervisão da CVM e a um rigoroso regime de divulgação de informações – apontado como o principal pilar regulatório do mercado de capitais<sup>221</sup>; os quóruns exigidos para o exercício de certos direitos são distintos; as regras de auditoria aplicáveis às companhias abertas são mais restritivas; a administração das companhias abertas deve, necessariamente, contar com um Conselho de Administração; o acionista controlador deve observar um rol mais amplo de deveres; entre tantas outras<sup>222</sup>.

220 É o que se denota da interpretação sistemática dos dispositivos citados com o §1º do art. 4º, segundo o qual “somente os valores mobiliários de emissão de companhia registrada na Comissão de Valores Mobiliários podem ser negociados no mercado de valores mobiliários”. A competência atribuída à CVM para disciplinar a dispensa de registro tem fundamento no art. 21, §6º, da Lei nº 6.385.

221 Cf. PITTA, André Grünspun. *O Regime de Informação das Companhias Abertas*. São Paulo: Quartier Latin, 2013.

222 Sobre os propósitos da regulação aplicável às companhias abertas, cf. LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luís. *A Lei das S. A.: pressupostos, elaboração, modificações*. 2 v. Rio de Janeiro: Renovar, 1997, p. 144 e ss.; COFFEE JR, John; SALE, Hillary. *Securities regulation: cases and materials*. 12ª ed. New York: Foundation

A distinção entre aqueles regimes se deve a um motivo claro: as companhias abertas podem captar recursos da poupança popular. Logo, é fundamental que existam mecanismos aptos a proteger potenciais investidores, estimulando-os a alocar recursos no mercado de capitais.

Quando se decide investir em uma companhia aberta, normalmente se consideram dois grandes fatores: **(a)** primeiro, como explicado no Capítulo 2, a possibilidade de o se desfazer do investimento com relativa facilidade, tendo em vista o acesso ao mercado secundário; e **(b)** segundo, a existência de mecanismos de proteção enquanto se permanece exposto aos riscos do investimento<sup>223</sup>.

Nesse contexto, o fechamento de capital de uma companhia aniquila, a um só tempo, aqueles dois aspectos.

De fato, o acionista da companhia fechada não dispõe de um pressuposto de liquidez: o *acesso a um mercado organizado* – o que, como dito, não impede a negociação de suas ações, mas lhe impõe diversas dificuldades que não existiriam em um mercado de valores mobiliários, como a necessidade de encontrar compradores; de discutir o preço das ações, dada a ausência de uma referência pública; de tornar disponíveis informações sobre a companhia; e assim por diante.

Adicionalmente, o acionista minoritário da companhia fechada não poderá exigir que o acionista controlador contrate auditores independentes; ou que divulgue avisos de fato relevante; ou, ainda, recorrer à CVM para que verifique a eventual abusividade de ato praticado pelo controlador; entre outros direitos assegurados aos acionistas minoritários de companhias abertas<sup>224</sup>.

Press, 2012; HERTIG, Gerard; KRAAKMAN, Reinier; ROCK, Edward. Issuers and Investor Protection. In: KRAAKMAN, Reinier *et al.* *The Anatomy of Corporate Law*. Second Edition. Oxford University Press, 2009, p. 35 e ss.

223 Essas motivações foram expressamente consideradas na Nota Explicativa CVM nº 8, por meio da qual a CVM fez considerações sobre a Instrução CVM nº 3/78.

224 EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de Capitais: Regime Jurídico*. 3º Edição. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 585-6. Os aspectos gerais relacionados às diferenças entre as companhias abertas são de todo conhecidos e dispensam aprofundamento.

Para o acionista minoritário, portanto, o fechamento de capital representa uma profunda transformação – ou, dito de forma clara, “é operação das mais traumáticas para o investidor do mercado de capitais”<sup>225</sup>.

E não é para menos: ao recorrer ao mercado de capitais, a companhia – e o seu acionista controlador – obtém os recursos necessários ao financiamento de suas atividades e ao seu crescimento. Obtidos os meios, o fechamento pode se revelar medida oportunista, que deprecia o valor das participações societárias detidas pelos acionistas minoritários e prejudica os interesses de todos os colaboradores da sociedade<sup>226</sup>.

### 5.1.3. HIPÓTESES

Como mencionado no capítulo anterior, o acionista controlador pode, *no exercício do poder de controle*, proceder ao fechamento de capital essencialmente de duas maneiras<sup>227</sup>.

Em primeiro lugar, por meio do simples cancelamento do registro de companhia aberta. Nessa hipótese, o regime jurídico aplicável é alterado e a companhia deixa de ter acesso ao mercado de valores mobiliários – ao menos para negociar suas ações.

Em segundo lugar, por meio de reorganização societária ao fim da qual a companhia seja sucedida por uma companhia fechada; ou, ainda, caso ocorra migração da base acionária para uma companhia fechada (por exemplo, por meio de uma incorporação de ações).

Nessas hipóteses, produzem-se sobre os acionistas minoritários os mesmos efeitos de um fechamento de capital – ainda que, no exemplo da incorporação de ações, não necessariamente ocorra cancelamento do registro de companhia aberta.

As regras aplicáveis a essas situações devem ser, inicialmente, examinadas separadamente, para que então se identifiquem eventuais assimetrias.

Pretende-se examinar, especificamente, quais foram os mecanismos assegurados aos acionistas minoritários visando à proteção do pressuposto de liquidez referido, ou seja, o acesso ao mercado secundário.

sociedade. No Brasil, o panorama mais abrangente dessas hipóteses foi feito por SIQUEIRA, Carlos Augusto Junqueira de. **Fechamento do Capital Social: oferta pública de aquisição de ações e outras modalidades**. São Paulo: Migalhas, 2010, pp. 359 e ss.; pp. 370 e ss. Veja-se, ainda, PITTA, André Grünspun. Comentários ao art. 21. In: CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (Org.). **Comentários à Lei do Mercado de Capitais - Lei nº 6.385/76**. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 477-8. Por fim, não serão examinadas as operações de grupamento e desdobramento de ações, ainda que estas sejam implementadas por ato comissivo do acionista controlador. E isso porque não parece existir um consenso quanto ao verdadeiro efeito dessas operações sobre a liquidez do mercado acionário. Para que se tenha ideia das divergências a respeito, cf. CONROY, Robert M.; HARRIS, Robert S.; BENET, Bruce A. The Effects of Stock Splits on Bid-Ask Spreads. In: **The Journal of Finance** 45, n.4, 1990, p. 1285 e ss.; HUANG, Gow-Cheng; LIANO, Kartono; PAN, Ming-Shiun. Liquidity changes around stock splits. In: **Pennsylvania: Pennsylvania State System of Higher Education**, Office of the Counselor, 2007; COPELAND, Thomas E. Liquidity Changes Following Stock Splits. In: **The Journal of Finance** 34, nº 1, p. 1979, p. 115 e ss.; LAMOUREUX, Christopher G.; POON, Percy. In: The Market Reaction to Stock Splits. In: **The Journal of Finance** 42, nº 5, 1987, p. 1347 e ss.; GOYENKO, Ruslan; HOLDEN, Craig W.; UKHOV, Andrey. Do stock splits improve liquidity?. In: **EFA 2006 Zurich Meetings Paper**, 2006; HAN, Ki C. The Effects of Reverse Splits on the Liquidity of the Stock. In: **The Journal of Finance** 45, n.4, 1990, p. 1285 e ss.

<sup>225</sup> “O fechamento de companhia aberta é operação das mais traumáticas para o investidor do mercado de capitais. À sua revelia, e no exclusivo interesse do controlador, o minoritário é despojado de uma característica básica do bem que adquiriu – a liquidez da sua ação – com a consequente perda de seu valor financeiro.” LAMY FILHO, Alfredo. Nota sobre o Fechamento de Companhia Aberta. In: LAMY FILHO, Alfredo. **Temas de S. A.** Rio de Janeiro: Renovar, 2007, p. 219.

<sup>226</sup> “Ademais, além de afetar diretamente os interesses acionários, ela diz respeito também, de forma indireta, aos interesses dos demais colaboradores da empresa, notadamente os trabalhadores, que não deixam de sentir os efeitos de uma alteração no volume de negócios da companhia, sempre condicionado pelas fontes de recursos financeiros (...). Não há dúvida, porém, de que são os acionistas e outros titulares de valores mobiliários de emissão da companhia aqueles que mais diretamente se vêem atingidos por uma decisão de “fechamento” da companhia.” COMPARATO, Fábio Konder. Cancelamento voluntário de registro de companhia aberta. Aquisição de ações do próprio capital e abuso de controle. In: COMPARATO, Fábio Konder. **Direito Empresarial - Estudos e Pareceres**. São Paulo: Saraiva, 1990, p. 107.

<sup>227</sup> Há uma terceira hipótese, não examinada por se tratar de situação raríssima no Brasil: aquela em que o acionista controlador apenas requer a deslistagem das ações da companhia do mercado secundário, sem proceder ao cancelamento de registro. A raridade dessa hipótese se deve provavelmente ao fato de que, nesse cenário, o regime próprio de companhia aberta permanece aplicável, ainda que a companhia deixe de ter acesso ao mercado secundário. Atualmente, a hipótese não é disciplinada por regras legais ou regulamentares, mas sim pelo Regulamento de Emissores da B3, ou, conforme o segmento de listagem de que se esteja a tratar, pelo regulamento pertinente. Além disso, há diversas outras hipóteses que podem levar ao fechamento de capital: o cancelamento do registro pela própria CVM, de ofício; a liquidação extrajudicial da sociedade; sua dissolução; entre outras. Essas hipóteses não serão examinadas por não resultarem de atos comissivos do acionista controlador, ainda que possam resultar de sua omissão.

## 5.2. CANCELAMENTO DE REGISTRO

### 5.2.1. REGIME ANTERIOR À LEI Nº 10.303/01

#### 5.2.1.1. FUNDAMENTO LEGAL: LEI Nº 6.385/76

Ao longo dos seus primeiros vinte e cinco anos de vigência, a Lei das S.A. não tratava da hipótese de cancelamento de registro de companhia aberta<sup>228</sup>.

A matéria estava prevista no art. 21, §6º, da Lei nº 6.385/76, que atribuía à CVM competência para expedir normas sobre os “*casos em que os registros podem ser dispensados, recusados, suspensos ou cancelados*”.

#### 5.2.1.2. REGIME REGULAMENTAR

Com base naquele dispositivo legal, a CVM editou uma série de Instruções relativas à matéria – notadamente, a Instrução CVM nº 3/78; a Instrução CVM nº 185/92; e a Instrução CVM nº 229/95, além daquelas que as alteraram em pontos específicos<sup>229</sup>.

A CVM se baseou em um princípio claro: o de que a perda do acesso ao mercado secundário e a mudança do regime jurídico aplicável, sobretudo no tocante à divulgação de informações, não poderiam resultar apenas de decisão do acionista controlador ou dos administradores<sup>230</sup>.

No entendimento da CVM, fazia-se “*necessário que os acionistas minoritários [ficassem] protegidos através da opção de vender as suas ações*”

228 O que é, no mínimo, curioso – mas talvez se explique pelo objetivo otimista de que o crescimento das companhias e o regime jurídico então instituído levasse a um processo irreversível de aberturas de capital. Essa seria, no âmbito da Lei das S.A., “a ordem natural” das coisas. Cf. LAMY FILHO, Alfredo. Nota sobre o Fechamento de Companhia Aberta. In: LAMY FILHO, Alfredo. **Temas de S. A.** Rio de Janeiro: Renovar, 2007, p. 220.

229 Sobre a evolução da regulamentação aplicável à matéria, cf. SIQUEIRA, Carlos Augusto Junqueira de. **Fechamento do Capital Social: oferta pública de aquisição de ações e outras modalidades**. São Paulo: Migalhas, 2010, pp. 725 e ss., com transcrição das normas; PITTA, André Grünspun. Comentários ao art. 21. In: CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (Org.). **Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei nº 6.385/76**. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 468 e ss.; CANTIDIANO, Luiz Leonardo. Características das Ações, Cancelamento de Registro e “Tag Along”. In: LOBO, Jorge; (Org.). **Reforma da lei das sociedades anônimas: inovações e questões controversas da Lei nº 10.303, de 31.10.2001**. Rio de Janeiro: Forense, 2002, p. 75 e ss.

230 Nota Explicativa CVM nº 8, p. 1.

por um preço conveniente ou por mecanismo que dê a uma minoria acionária substancial o poder de impedir o cancelamento de registro”<sup>231</sup>.

Com base nessas premissas, as regras expedidas pela CVM estabeleceram um regime duplice de proteção, caracterizado pela garantia de direitos *econômicos* e *políticos*.

#### 5.2.1.3. MECANISMOS DE PROTEÇÃO DE NATUREZA ECONÔMICA

Sob o ponto de vista *econômico*, impunha-se ao acionista controlador – e, originalmente, apenas a ele<sup>232</sup> – a obrigação de realizar uma oferta pública de aquisição, dirigida a todos os acionistas.

A principal controvérsia quanto às características da oferta referia-se à fixação do seu *preço* – já que este era, em certa medida, “fixado livremente pelo acionista controlador”. A liberdade deixada ao controlador era justificada com base no argumento de que o minoritário, “*se não concordasse com o preço ofertado, poderia se opor ao cancelamento de registro, deixando de alienar as suas ações e se manifestando contrariamente ao cancelamento*”<sup>233</sup>.

Paralelamente, assegurava-se aos acionistas que não alienassem suas ações na oferta pública uma *opção de venda* exercível contra o acionista controlador antes da implementação do fechamento de capital<sup>234</sup>.

Esse mecanismo tinha o propósito de permitir que os acionistas contrários ao cancelamento do registro pudessem manifestar sua oposição, sem que ficassem reféns do chamado “dilema do prisioneiro”. É que, no momento de manifestar sua concordância ou discordância, o acionista não saberia se o cancelamento seria ou não implementado, correndo o risco de não alienar suas ações na oferta e vendo-se forçado a permanecer

231 Nota Explicativa CVM nº 8, p. 2.

232 Somente em 2001, com a Lei nº 10.303, autorizou-se às próprias companhias que realizassem as ofertas de cancelamento. EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de Capitais: Regime Jurídico**. 3º Edição. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 587.

233 CANTIDIANO, Luiz Leonardo. Características das Ações, Cancelamento de Registro e “Tag Along”. In: LOBO, Jorge; (Org.). **Reforma da lei das sociedades anônimas: inovações e questões controversas da Lei nº 10.303, de 31.10.2001**. Rio de Janeiro: Forense, 2002, p. 75.

234 Cf. item XX da Instrução CVM nº 3/78; art. 19 da Instrução CVM nº 185/92; e art. 20 da Instrução CVM nº 229/95.



Ele assegurava a titulares de aproximadamente 25% (em um primeiro momento) ou de 33% (em um segundo momento) das ações em circulação a possibilidade concreta de *vetar* o cancelamento de registro. Bastava, para esse fim, que se manifestassem contrariamente à operação – ainda que isso não ocorresse por uma via deliberativa.

#### 5.2.1.5. EXCEÇÕES

Até a entrada em vigor da Instrução CVM nº 229/95, a CVM *flexibilizava* a aplicação dos procedimentos necessários ao cancelamento de registro às companhias que tivessem uma baixa quantidade de ações em circulação no mercado.

Nesse sentido, a Instrução CVM nº 3/78 flexibilizava a aplicação do regime por ela estabelecido às companhias “(a) cujo valor do capital social for igual ou inferior ao valor nominal de 35.000 (trinta e cinco mil) Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional; ou (b) cujo número de acionistas minoritários não for superior a 100 (cem) e titulares, em conjunto de ações que não representem mais de 5% (cinco por cento) do capital social”<sup>241</sup>.

Nessas companhias, bastaria a realização de oferta pública para que se procedesse ao cancelamento de registro, por preço que não fosse inferior ao “valor patrimonial líquido” das ações. Não se aplicavam, portanto, as salvaguardas de natureza política asseguradas aos minoritários pela regulamentação.

A Instrução CVM nº 185/92, por sua vez, fazia concessão semelhante às companhias que não possuísem, em circulação no mercado, “ações representativas de mais de 10% (dez por cento) do capital social”<sup>242</sup>.

A diferença, contudo, é que a Instrução CVM nº 185/92 exigiu a aprovação em assembleia geral por ao menos 51% do capital social da companhia. A flexibilização recaía, portanto, apenas sobre o requisito de aceitação mínima da oferta pública por acionistas minoritários – o segundo mecanismo de natureza política mencionado.

As exceções tinham o pressuposto implícito de que, nas companhias com pouca exposição ao mercado, não faria sentido assegurar aos acionistas minoritários a possibilidade de vetarem o cancelamento de registro.

241 Item XXIX da Instrução CVM nº 3/78.

242 Art. 29 da Instrução CVM nº 185/92.

#### 5.2.1.6. LIQUIDAÇÃO ATÉ O LIMITE DE 1/3 DAS AÇÕES EM CIRCULAÇÃO

Finalmente, na alteração feita à Instrução CVM nº 229/95 pela Instrução CVM nº 345/00, introduziu-se um importante mecanismo na regulamentação, que vige ainda hoje.

Trata-se da regra segundo a qual, nas ofertas públicas realizadas pelo acionista controlador, não havendo a adesão de pelo menos 2/3 das ações em circulação ao cancelamento, a oferta pública *somente poderia ser liquidada até o limite de 1/3 das ações em circulação*. Ou seja: o controlador não poderia comprar mais do que 1/3 das ações em circulação, ainda que titulares de uma quantidade maior de ações quisessem vendê-las.

A finalidade da regra é proteger a liquidez das ações – não apenas no sentido de *acesso ao mercado secundário*, mas no sentido exposto no Capítulo 2, ou seja, como a facilidade de negociar um valor mobiliário, em grandes quantidades, sem impactos relevantes no preço e com baixos custos de negociação<sup>243</sup>.

Nesse sentido, busca-se evitar que o acionista controlador, na impossibilidade de proceder ao cancelamento de registro, adquira uma grande quantidade de ações em circulação e ocasione um *estreitamento de mercado* por meio da diminuição do número de compradores e vendedores do ativo.

Como se verá no capítulo seguinte, a legalidade da regra foi bastante discutida à época de sua edição, especialmente em razão da competência da CVM para editar normas sobre a matéria<sup>244</sup>.

243 “No entanto, a experiência verificada em algumas operações recentes de fechamento de capital (1998/2001) demonstrou que, em determinadas situações, a oferta pública poderia resultar em *substancial redução da liquidez* das ações de emissão da companhia, ainda que não fosse atingido o percentual de aceitação necessário para a obtenção do cancelamento de registro. Nesses casos, entendeu-se que o acionista minoritário sentia-se pressionado a desfazer-se de suas ações a qualquer preço, acabando por aceitar o valor que viesse a ser proposto pelo acionista controlador, pelo temor de permanecer sócio de uma companhia ainda aberta, mas com a liquidez de suas ações drasticamente reduzida.” CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. *A nova Lei das sociedades anônimas*. São Paulo: Saraiva, 2002, p. 49.

244 Cf. CANTIDIANO, Luiz Leonardo. *Estudos de Direito Societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 1999, p. 39 e ss.; CANTIDIANO, Luiz Leonardo. *Reforma da Lei das S.A. Comentada*. Rio de Janeiro: Renovar, 2002, p. 56; WALD, Arnoldo. *A Reforma da Lei das Sociedades Anônimas: os Direitos dos Minoritários na Nova Lei das S.A.* In: LOBO, Jorge; (Org.). *Reforma da lei das sociedades anônimas: inovações e questões*

## 5.2.2. REGIME POSTERIOR À LEI Nº 10.303/01

### 5.2.2.1. REFORMA DO ART. 4º DA LEI DAS S.A.

Nos anos 90, o mercado de capitais brasileiro foi marcado por dois grandes fatos.

Em primeiro lugar, aumentou substancialmente o ingresso de capital estrangeiro nas bolsas nacionais. Isto promoveu um crescimento relevante do mercado acionário, ainda que não se tenha atingido patamares comparáveis aos de mercados desenvolvidos<sup>245</sup>.

Em segundo lugar, muitas companhias estatais foram privatizadas. Os impactos desse momento histórico não se restringiram ao Estado e tiveram reflexos diretos sobre a legislação societária então vigente.

Nesse sentido, em 1997, a Lei das S.A. foi alterada, por meio da Lei nº 9.457/97. Com o propósito de possibilitar as alienações de controle de companhias estatais, as alterações recaíram sobre pontos caros aos acionistas minoritários<sup>246</sup>.

Para citar apenas dois exemplos: excluiu-se o direito de venda conjunta originalmente previsto no art. 254; e permitiu-se que o direito de recesso fosse afastado em determinadas situações, sob o pretexto de proteção ao caixa das companhias.

No início da década seguinte, com a conclusão das privatizações, a Lei das S.A. foi alterada no sentido oposto, isto é, por meio da reintrodução de dispositivos que visavam à proteção de acionistas minoritários – a

exemplo do referido direito de venda conjunta, que passou a ser previsto, de forma mitigada, no art. 254-A.

Paralelamente, a Lei nº 6.385/76 foi alterada para que a CVM ampliasse seu papel de supervisão e regulação do mercado de capitais<sup>247</sup>.

Portanto, em 2001, assistiu-se a um fortalecimento do arcabouço normativo destinado à proteção de acionistas minoritários de companhias abertas – praticamente em resposta ao enfraquecimento sofrido por aquele arcabouço poucos anos antes, e com o objetivo de estimular o crescimento do mercado de capitais brasileiro<sup>248</sup>.

A reforma legislativa de 2001 também buscou solucionar questões controversas, entre as quais aquelas relacionadas às operações de fechamento de capital mediante o cancelamento do registro.

Um dos principais problemas relativos ao tema dizia respeito ao *preço* pelo qual as ofertas públicas de cancelamento deveriam ser realizadas.

Com efeito, as Instruções da CVM sobre a matéria limitavam-se a mencionar um laudo de avaliação preparado pela instituição financeira que intermediasse a oferta.

Contudo, não havia indicação dos critérios para a avaliação, tampouco as medidas que poderiam ser tomadas pelos acionistas minori-

247 Sobre a evolução das competências da CVM e de sua atuação, cf. TRINDADE, Marcelo. O papel da CVM e o mercado de capitais no Brasil. In: SADDI, Jairo (Org.) *Fusões e Aquisições: Aspectos Jurídicos e Econômicos*. Ed. IOB, 2002, pp. 297 e ss.

248 CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. *A nova Lei das sociedades anônimas*. São Paulo: Saraiva, 2002, p.2; CANTIDIANO, Luiz Leonardo. *Reforma da Lei das S.A. comentada*. Renovar: Rio de Janeiro, 2002, p. 10; WALD, Arnoldo. *A Reforma da Lei das Sociedades Anônimas: os Direitos dos Minoritários na Nova Lei das S.A.* In: LOBO, Jorge; (Org.) *Reforma da lei das sociedades anônimas: inovações e questões controversas da Lei nº 10.303, de 31.10.2001*. Rio de Janeiro: Forense, 2002, p. 219 e ss. Nas palavras do então deputado Emerson Kapaz, "É por aí o caminho do crescimento que estamos querendo viabilizar. Foi através disso que conseguimos aprovar esse substitutivo, que contém uma enorme condição de garantia ao minoritário." E, de acordo com o então deputado Antonio Kandir: "Estamos tratando aqui do sistema de governo dentro das companhias. São três os princípios norteadores: mais transparência, melhor gestão de conflitos e menos injustiça com relação aos investidores." Cf. Diário da Câmara dos Deputados de 29 de março de 2001, fls. 8489-90. Por outro lado, a alteração do art. 141 da Lei das S.A. foi prejudicial aos acionistas minoritários de companhias fechadas, na medida em que se excluiu a possibilidade de indicação, por titulares de 20% do capital votante, de membro do conselho de administração, quando este órgão fosse composto por menos 5 integrantes.

controversas da Lei nº 10.303, de 31.10.2001. Rio de Janeiro: Forense, 2002, p. 230, entre outros.

245 Cf. BOVESPA. *Desafios e Oportunidades para o Mercado de Capitais Brasileiro*. Junho/2000, p. 24, com dados sobre o volume de recursos que ingressou e as mudanças regulatórias associadas a esse evento.

246 "A Lei nº 9.457, com efeito, introduz modificações *tópicas* na Lei das S.A., visando a flexibilizar alguns de seus institutos (como o do direito de recesso) com vistas principalmente a facilitar os processos de reestruturação empresarial e de privatização das empresas sob controle estatal." EIZIRIK, Nelson. *Reforma das S.A. e do mercado de capitais*. Rio de Janeiro: Renovar, 1997, 4-5. Sobre as modificações promovidas pela Lei nº 9.457/97, cf. LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luís. *A Lei das S.A.: pressupostos, elaboração, modificações*. Vol. 1. 3ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1997, p. 319 e ss.



tários – além, naturalmente, da possibilidade de vetar o cancelamento, nos termos explicados.

Nesse sentido, a Lei nº 10.303/01 alterou o art. 4º da Lei das S.A., acrescentando, entre outros, o atual §4º<sup>249</sup>.

#### 5.2.2.2. ART. 4º, §4º, DA LEI DAS S.A.

O art. 4º, §4º, da Lei das S.A. é composto por três elementos relevantes.

Em primeiro lugar, ele estabelece, pela primeira vez no plano legal, uma regra de direito *material* referente ao cancelamento de registro – já que, como visto, até então a Lei nº 6.385/76 limitava-se a atribuir competência à Comissão de Valores Mobiliários.

Em segundo lugar, o §4º estabelece que a oferta pública de cancelamento deve ser realizada por *preço justo*, isto é, levando em consideração os critérios de avaliação nele estabelecidos<sup>250</sup>.

Para essa finalidade, a avaliação deve considerar, isoladamente ou cumulativamente, os critérios enunciados naquele dispositivo, entre os quais figuram o de fluxo de caixa descontado e o de múltiplos de mercado – provavelmente os dois utilizados com mais frequência em avaliações dessa natureza.

Em terceiro lugar, o §4º, conjuntamente com o art. 4º-A, assegurou aos acionistas minoritários o direito de exigir a “*revisão do valor da oferta*” – hipótese em que se devem observar os procedimentos estabelecidos no art. 4º-A, acrescentado à Lei das S.A. pela Lei nº 10.303/01.

249 “§4º - O registro de companhia aberta para negociação de ações no mercado somente poderá ser cancelado se a companhia emissora de ações, o acionista controlador ou a sociedade que a controle, direta ou indiretamente, formular oferta pública para adquirir a totalidade das ações em circulação no mercado, por preço justo, ao menos igual ao valor de avaliação da companhia, apurado com base nos critérios, adotados de forma isolada ou combinada, de patrimônio líquido contábil, de patrimônio líquido avaliado a preço de mercado, de fluxo de caixa descontado, de comparação por múltiplos, de cotação das ações no mercado de valores mobiliários, ou com base em outro critério aceito pela Comissão de Valores Mobiliários, assegurada a revisão do valor da oferta, em conformidade com o disposto no art. 4º-A.”

250 Sobre a discussão em torno do conceito no processo legislativo, cf. CANTIDIANO, Luiz Leonardo. *Reforma da Lei das S.A. comentada*. Renovar: Rio de Janeiro, 2002, p. 36.

Os dois mecanismos relacionados ao preço da oferta são de grande relevância para os acionistas minoritários.

Ao exigir o critério de preço *justo*, a Lei das S.A. evitou que a oferta levasse em conta apenas o preço de mercado das ações, calculado com base em sua cotação no mercado secundário, ou outro critério que poderia ser, eventualmente, desfavorável.

Em especial nas companhias com baixa liquidez de mercado, a cotação das ações pode não ser um bom critério – já que ela reflete, como visto, não apenas as informações sobre o ativo, mas também o desconto decorrente de sua baixa liquidez. Desse modo, o valor de mercado da companhia pode ser eventualmente inferior ao seu valor econômico, quando este for calculado a partir de sua projeção de fluxos financeiros<sup>251</sup>.

Quanto à possibilidade de revisão do preço, trata-se de importante prerrogativa: caso os acionistas minoritários discordem do valor atribuído à companhia pelo laudo de avaliação apresentado pelo acionista controlador, poderão recorrer a uma segunda avaliação, realizada por outro avaliador. Se a segunda avaliação indicar valor superior ao apontado pela primeira, aquela prevalecerá<sup>252</sup>.

251 Analisando o mesmo problema sob a ótica do chamado *squeeze out*: “To summarise, illiquidity matters. Illiquid stocks, compared to liquid ones, trade at some discount due to higher transaction costs (measured by the bid-ask-spread) and the decreased competition between financial analysts and investors. Accordingly, we really have to question whether to use market share prices when determining the “fair” squeeze-out compensation since squeeze-outs are commonly associated with a low market free-float. In Germany, the problem of illiquidity has already been identified in the resolution of the Federal Court of Justice (March 12, 2001) as it explicitly advised against the consideration of market share prices when determining the “fair” squeeze-out compensation once market trading activity has been too low (stock exchange prices were fixed on less than one third of all trading days within a 3 month time period prior to the demerger resolution”. DOLLINGER, Markus. *The fair squeeze-out compensation*. CT Salzwasser-Verlag, 2008, p. 23. Sobre os métodos de avaliação usualmente empregados, cf. CLARK, Robert Charles, *Corporate Law*, New York, Aspen Law & Business, 1986, p. 452 e ss.; JACKSON, Howell E.; KAPLOW, Louis; SHAVELL, Steven M.; VICUSI, W. Kip.; COPE, David. *Analytical Methods for Lawyers*. New York: Foundation Press, 2003, p. 259 e ss.; sobre os problemas relativos à avaliação das sociedades em geral, cf. TRINDADE, Marcelo Fernandez; TANNOUS, Thiago Saddi. O Art. 1031 do Código Civil e a sua Interpretação. In: YARSELL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (Coord.), *Processo Societário II*. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 497.

252 SIQUEIRA, Carlos Augusto Junqueira de. *Fechamento do Capital Social: oferta pública de aquisição de ações e outras modalidades*. São Paulo: Migalhas, 2010, p. 160-161; e 165 e ss.

É importante notar, no entanto, que o §1º do art. 4º-A exige que o requerimento do pedido de revisão seja “*devidamente fundamentado e acompanhado de elementos de convicção que demonstrem a falha ou imprecisão no emprego da metodologia de cálculo ou no critério de avaliação adotado*”.

Ou seja, exige-se dos acionistas minoritários que ajam de maneira fundamentada, evitando-se, assim, que o procedimento de revisão do preço sirva como meio para *abusos de minoria* – risco já detectado pela doutrina<sup>253</sup>.

Além disso, com a mesma finalidade, o §3º do art. 4º-A dispõe que os acionistas que requererem a revisão do preço, bem com os que votarem a seu favor, “*deverão ressarcir a companhia pelos custos incorridos, caso o novo valor seja inferior ou igual ao valor inicial da oferta pública*”.

#### 5.2.2.3. ART. 4º, §5º, DA LEI DAS S.A.

Além da inclusão do §4º, a Lei nº 10.303/01 também acrescentou ao art. 4º da Lei das S.A. o §5º.

Esse dispositivo prevê a possibilidade de *resgate*<sup>254</sup> de ações remanescentes após a realização de uma oferta pública de cancelamento, caso correspondam a menos de 5% do total de ações emitidas pela companhia<sup>255</sup>.

253 CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. *A nova Lei das sociedades anônimas*. São Paulo: Saraiva, 2002, p. 53; ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Abuso de Minoria em Direito Societário*. São Paulo: Malheiros, 2014, p. 303 e ss.

254 Sobre o instituto no direito societário brasileiro, cf. COMPARATO, Fábio Konder. Funções e disfunções do resgate acionário. In: COMPARATO, Fábio Konder. *Direito Empresarial - Estudos e Pareceres*. São Paulo: Saraiva, 1990, p. 120 e ss. Sobre o instituto societário específico, cf. EIZIRIK, Nelson. Resgate de Ações previsto no Artigo 4º, §5º, da Lei das S.A. Legitimidade de sua Realização por Sociedade que Cancelou o Registro de Companhia Aberta antes da Vigência da Lei nº 10.303/2001. In: EIZIRIK, Nelson. *Temas de Direito Societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, p. 359 e ss.

255 A possibilidade de resgate nessa situação corresponde ao que em outros países se denominou *squeeze out*. Cf. DOLLINGER, Markus. *The fairsqueeze-out compensation*. CT Salzwasser-Verlag, 2008; O termo é empregado em sentido distinto e mais amplo por WIEDEMANN, Herbert. *Gesellschaftsrecht*. Band I. München: C.H. Beck'sche Verlagsbuchhandlung, 1980, p. 385, com o mesmo significado de *freeze out* indicado anteriormente. A constitucionalidade desse meio já foi discutida na Alemanha e analisada, com profundidade, por Herbert Wiedemann no trabalho WIEDEMANN, Herbert. “Ist der Kleinaktionär kein Aktionär?”. In: *Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários*, Almedina, na edição comemorativa pelos 40 anos da Lei nº 6.404/1976, tradução de FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes e DOTTO, Bruno Di, pp. 183-214. Veja-se, ainda, OCK, Edward; DAVIES, Paul; KANDA, Hideki;

Seu objetivo é possibilitar ao acionista controlador que, após o custoso procedimento de fechamento de capital, não esteja obrigado a suportar os ônus da convivência, em uma companhia fechada, com acionistas representando pequena parcela do capital social<sup>256</sup>.

#### 5.2.2.4. INSTRUÇÃO CVM Nº 361/02

Pouco depois da reforma legislativa promovida pela Lei nº 10.303/01, a CVM editou a Instrução CVM nº 361/02.

Por meio dela, criou-se uma disciplina unificada para as diferentes modalidades de ofertas públicas de aquisição.

A Instrução CVM nº 361/02 é, atualmente, a disposição regulamentar mais relevante sob o ponto de vista da proteção à liquidez do mercado acionário.

E isso não apenas porque ela disciplina a OPA para cancelamento de registro e a OPA por aumento de participação (objeto do capítulo seguinte), mas também por estender às demais modalidades de ofertas regras que têm o claro objetivo de proteger a liquidez de mercado das ações.

##### 5.2.2.4.1. A REGRA DE 1/3 – 2/3

Nesse sentido, a Instrução CVM nº 361/02, em linha com o que fizera a Instrução CVM nº 345/00 apenas para duas modalidades de ofertas, estabeleceu que em qualquer OPA, *salvo na OPA por alienação de*

KRAAKMAN, Reinier. Fundamental Changes. In: KRAAKMAN, Reinier *et al.* *The Anatomy of Corporate Law*. Second Edition. Oxford University Press, 2009, p. 205, com indicações de direito comparado; e DAVIES, Paul L. *Introduction to Company Law*. 2<sup>nd</sup> ed. Oxford: Oxford University Press, 2010, p. 256.

256 “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.” EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Artigos 1º ao 79. 2ª ed. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 99. Trata-se, portanto, de dispositivo que atende a interesse do acionista controlador e da companhia. Não parece precisa, portanto, a interpretação de que a finalidade do dispositivo em questão seria “evitar [que] fiquem alguns acionistas, desavisados ou descuidados, presos a uma sociedade fechada, sem mercado para negociar suas ações.” SZTAJN, Rachel. Conceito de Liquidez na Disciplina do Mercado de Valores Mobiliários. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, nº 126, 2002, p. 23.



*controle*<sup>257</sup>, o ofertante – caso seja o acionista controlador ou a companhia objeto – não poderá adquirir mais de 1/3 das ações em circulação se o total de aceitantes da oferta não for igual ou superior a 2/3 das ações em circulação<sup>258</sup>.

Explica-se: caso a OPA seja dirigida aos titulares de 100% das ações em circulação da companhia; titulares representando menos de 66% das ações em circulação aceitarem a OPA; o ofertante somente poderá adquirir até 33% das ações objeto da oferta – hipótese em que os aceitantes venderão suas participações *pro rata*.

O objetivo dessa regra é exatamente o mesmo da Instrução CVM nº 345/00: evitar que a base de acionistas remanescente após a realização da OPA seja demasiadamente estreita, prejudicando a amplitude do mercado, e consequentemente sua liquidez<sup>259</sup>.

Mas o que ocorreria se os titulares de mais de 2/3 das ações em circulação aceitassem a OPA?

Nesse caso, independentemente da modalidade de OPA de que se esteja a tratar (exceto por alienação de controle, como dito), os acionistas que não tenham alienado suas ações no leilão da oferta terão a faculdade de alienar suas ações ao ofertante, que estará obrigado a comprá-las.

Em outras palavras: também a Instrução CVM nº 361/02 outorga uma *opção de venda* aos acionistas que não participarem da OPA, caso esta conte com a adesão de titulares de mais de 2/3 das ações em circulação<sup>260</sup>.

Busca-se assegurar mais um evento de liquidez, possibilitando aos acionistas que não se coloquem diante do *dilema do prisioneiro* no momento de participação da oferta<sup>261</sup>.

257 Essa exceção será discutida no capítulo seguinte, em especial no que se refere à sua aplicação à OPA por aumento de participação.

258 Art. 15 da Instrução CVM nº 361/02.

259 Cf. PITTA, André Grünspun. Comentários ao art. 21. In: CODORNIZ, Gabriela; PATEL-LA, Laura (Org.). *Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei nº 6.385/76*. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 474.

260 Cf. art. 10, §2º, da Instrução CMV nº 361/02. Também a abrangência dessa regra – e sua incidência sobre a OPA por aumento de participação – será discutida no capítulo seguinte.

261 Cf. explicado no item 5.2.1.3.

Na prática, diversas companhias têm recorrido à CVM para solicitar a dispensa da aplicação da regra que limita a liquidação da oferta a 1/3 das ações em circulação.

É que, em algumas situações, a necessidade de venda *pro rata* pode ser prejudicial aos acionistas minoritários – especialmente quando houver cumulação de ofertas.

Isto tem se verificado, em especial, nas OPAs disciplinadas pelos regulamentos de listagem da B3 S.A., mais especificamente, nas OPAs exigidas para a saída de segmento especial de listagem.

Nessa hipótese, algumas companhias cumularam a OPA para saída de segmento com a OPA para cancelamento de registro, tendo requerido que, caso a OPA para cancelamento não alcançasse o quórum de 2/3 (examinado abaixo), a liquidação da oferta pudesse recair sobre mais de 1/3 das ações em circulação.

Em casos como esse, a CVM tem sido, em geral, flexível quanto à aplicação da regra, no interesse dos acionistas minoritários que, afetados pelo evento gerador da OPA (*e.g.* a saída de segmento especial), seriam duplamente prejudicados com a venda rateada<sup>262</sup>.

#### 5.2.2.4.2. OPA PARA CANCELAMENTO DE REGISTRO

Quanto à OPA para cancelamento de registro, a Instrução CVM nº 361/02, em linha com as normas que a antecederam, instituiu proteções *econômicas e políticas* aos acionistas minoritários.

262 Por exemplo, nos seguintes processos administrativos: Processo CVM nº RJ 2015/8057, Rel. SRE/GER-1, julgado em 31 de maio de 2016. Disponível em: [http://www.cvm.gov.br/decisoes/2016/20160531\\_R1/20160531\\_D9990.html](http://www.cvm.gov.br/decisoes/2016/20160531_R1/20160531_D9990.html); Processo SEI 19957.000990/2016-81, Rel. SRE/GER-1, julgado em 06 de setembro de 2016. Disponível em: [http://www.cvm.gov.br/decisoes/2016/20160906\\_R2/20160906\\_Do345.html](http://www.cvm.gov.br/decisoes/2016/20160906_R2/20160906_Do345.html); Processo Administrativo CVM nº RJ 2016/0006 (Caso Tereos), Rel. SRE/GER-1, julgado em 21 de junho de 2016. Disponível em: [http://www.cvm.gov.br/decisoes/2016/20160621\\_R1/20160621\\_Do272.html](http://www.cvm.gov.br/decisoes/2016/20160621_R1/20160621_Do272.html); Processo Administrativo CVM nº RJ 2012/9648 (Caso Redentor), Rel. SER, julgado em 29 de janeiro de 2013. Disponível em: [http://www.cvm.gov.br/decisoes/2013/20130129\\_R1/20130129\\_D14.html](http://www.cvm.gov.br/decisoes/2013/20130129_R1/20130129_D14.html); Processo Administrativo CVM nº RJ 2012/5652 (Caso NET), Rel. Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes, julgado em 06 de novembro de 2012. Disponível em: [http://www.cvm.gov.br/decisoes/2012/20121106\\_R1/20121106\\_Do1.html](http://www.cvm.gov.br/decisoes/2012/20121106_R1/20121106_Do1.html).

Sob o ponto de vista *econômico*, além das regras gerais mencionadas (limite para liquidação e outorga de opção de venda) ela regulamentou as disposições do art. 4º e 4º-A da Lei das S.A., reiterando a obrigatoriedade da OPA por preço justo e a possibilidade de revisão do preço da oferta<sup>263</sup>.

Sob o ponto de vista *político*, os acionistas minoritários continuaram a dispor da possibilidade de *impedir* o cancelamento do registro – que somente poderá ser implementado com a adesão ou concordância expressa de titulares de ações representativas de ao menos 2/3 das ações em circulação<sup>264</sup>.

Não há hipóteses de exceção à incidência desse procedimento.

Portanto, independentemente da quantidade de ações em circulação, a última palavra sobre o cancelamento de registro *sempre será dos acionistas minoritários* – independentemente de quantos forem.

### 5.2.3. APRECIÇÃO CRÍTICA

Como explicado, o regime instituído para disciplinar o cancelamento de registro de companhia aberta tem, essencialmente, a finalidade de evitar que uma decisão tão relevante para a vida social incumba *apenas* ao acionista controlador.

Assegura-se ao acionista minoritário, na medida em que se exige um quórum mínimo de aceitação da OPA, a última palavra quanto à perda do acesso ao mercado secundário – e, conseqüentemente, quanto à drástica piora dos pressupostos de liquidez de suas ações.

Sob o ponto de vista de sua finalidade, a julgar pelos eventos do mercado de capitais brasileiro, não há dúvidas de que o arcabouço regulatório vigente é *efetivo*. Não foram poucas, no Brasil, as tentativas *frustradas* de cancelamento de registro, que não puderam ser implementadas em razão da baixa adesão dos acionistas minoritários<sup>265</sup>.

Nesse sentido, protege-se, adequadamente, o *acesso ao mercado secundário*; e, por consequência, as vantagens daí resultantes sob a ótica da liquidez das ações.

Além disso, mesmo quando a OPA for bem sucedida e resultar no cancelamento de registro, o acionista minoritário não estará obrigado a permanecer em uma companhia fechada<sup>266</sup>.

O remédio instituído para esse fim é a *opção de venda* que lhe é outorgada pela regulamentação. Afasta-se, como visto, o chamado *dilema do prisioneiro* no momento de participação na OPA<sup>267</sup>.

Por outro lado, se a regra é efetiva quanto ao seu propósito de proteger o acesso ao mercado secundário, isto não significa que não se coloquem dúvidas a seu respeito.

A primeira dúvida é de natureza estrutural: tendo em vista o arcabouço normativo vigente, tem a CVM competência para instituir uma hipótese de exceção ao princípio majoritário, exigindo a aceitação dos minoritários para que se proceda ao cancelamento do registro?

Curiosamente, a pergunta não foi discutida ao longo das últimas décadas, sendo provável que sua simples *formulação* encontre resistências no atual estágio do mercado de capitais brasileiro.

O silêncio a esse respeito resulta, possivelmente, de dois fatores.

Em primeiro lugar, da inegável *gravidade* da situação, já que o acionista minoritário aloca recursos no mercado de capitais com a expectativa de que serão mantidos os pressupostos que motivaram o seu investimento. Nesse sentido, a simplificação do procedimento de cancelamento de registro poderia ocasionar um desestímulo à realização de investimentos no mercado de capitais<sup>268</sup>.

263 Arts. 16, I; 23 e ss. da Instrução CVM nº 361/02.

264 Art. 16, II, da Instrução CVM nº 361/02: "II – acionistas titulares de mais de 2/3 (dois terços) das ações em circulação deverão aceitar a OPA ou concordar expressamente com o cancelamento do registro, considerando-se ações em circulação, para este só efeito, 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.

265 Para citar três casos recentes, cf. os avisos de fato relevante das seguintes companhias: Whirpool S.A. (Fato relevante de 08.12.16); Companhia Celg de Participações (Fato relevante de 06.09.16); e Tec Toy S.A. (14.12.16);

266 Sobre o tema, cf. o interessante HETHERINGTON, J. A. C.; DOOLEY, Michael P. Illiquidity and Exploitation: A Proposed Statutory Solution to the Remaining Close Corporation Problem. *In: Virginia Law Review* 63, nº 1, 1977, p. 1 e ss.

267 Cf. no item 5.2.1.3.

268 Juristas como Alfredo Lamy Filho já se manifestaram de forma enfática quanto à importância da proteção *política* que é conferida aos acionistas minoritários no contexto do cancelamento de registro. Nesse sentido, o autor do Projeto que antecedeu a Lei das S.A. afirmou que "*as sociedades anônimas foram estruturadas para serem sociedades abertas*"; e que, por esse motivo, o cancelamento do registro não deveria estar

Em segundo lugar, poder-se-ia argumentar que a competência da CVM seria inequívoca, tendo em vista o referido teor do art. 21, §6º, I, da Lei nº 6.385/76 – e que, portanto, dúvidas a esse respeito não fariam sentido.

Essa não parece, contudo, uma resposta satisfatória.

Com efeito, o exercício do poder regulamentar deve observar as regras de direito material vigentes. Não há, na esfera administrativa, discricionariedade absoluta – o que vale, evidentemente, para a CVM. No exercício de suas competências, ela está permanentemente sujeita às regras de direito material previstas na Lei das S.A. e nas demais leis ordinárias<sup>269</sup>.

Nesse sentido, até 2001, não havia um dispositivo legal que tratasse, materialmente, da hipótese de cancelamento do registro.

Não obstante, como demonstrado no Capítulo 4, a Lei das S.A. reconheceu o poder de controle e instituiu remédios próprios para que os acionistas minoritários não se sujeitassem indiscriminadamente ao arbítrio do acionista controlador.

Além de um regime de responsabilidades específico, a Lei das S.A. previu, excepcionalmente, a possibilidade de exercício do direito de recesso. Em pouquíssimas hipóteses, ela excepcionou o princípio majoritário – tendo fixado quóruns de aprovação qualificados, ou condicionado a eficácia de deliberações à concordância dos acionistas prejudicados<sup>270</sup>.

A mera referência à estrutura da Lei das S.A. seria suficiente para que se lançassem dúvidas quanto à conveniência dos mecanismos de proteção instituídos pela CVM desde a edição da Instrução CVM nº 3/78.

sujeito puramente aos poderes da maioria. Cf. LAMY FILHO, Alfredo. Nota sobre o Fechamento de Companhia Aberta. In: LAMY FILHO, Alfredo. **Temas de S.A.** Rio de Janeiro: Renovar, 2007, p. 221.

269 Em outras palavras, o poder regulamentar constitui mera “*particularização ou desenvolvimento da lei, a cujo espírito deve incondicional obediência (sendo) ilegal, e portanto inaplicável a disposição regulamentar que se puser em oposição ao comando do legislador, seja por contradizê-lo, seja por alargar ou reduzir o âmbito de suas palavras*”. SAN TIAGO DANTAS, Francisco Clementino de. Poder regulamentar das autarquias. In: **Problemas de Direito Positivo: Estudos e Pareceres**. Rio de Janeiro: Forense, 1953, p. 207.

270 Veja-se, nesse sentido, o já citado GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Sociologia do Poder na Sociedade Anônima. In: **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. Ano XXIX, nº 77, Janeiro-Março/1990.

Por um lado, a proteção econômica está em linha com aquela estrutura. A um ato do controlador, comina-se uma consequência econômica em benefício dos acionistas minoritários. Com duas agravantes: ao contrário do que ocorre nas hipóteses de direito de recesso, no cancelamento de registro **(a)** em regra, é o próprio controlador quem deve arcar com o ônus financeiro do evento de liquidez assegurado aos acionistas minoritários – isto é, a OPA<sup>271</sup>; e **(b)** o modo de cálculo do preço da OPA é, inquestionavelmente, mais vantajoso aos minoritários do que o modo de cálculo do valor de reembolso<sup>272</sup>.

Por outro lado, a atribuição de voto aos titulares de ações preferenciais (que perdurou até a Instrução CVM nº 229/95), bem como a exigência de adesão mínima à OPA parecem, em princípio, incompatíveis com o princípio político subjacente à lei acionária.

Ao instituir aqueles mecanismos, a regulamentação criou uma *assimetria* política: o acionista minoritário de uma companhia aberta não tem o poder de impedir a mudança do objeto social, a incorporação da companhia em outra (inclusive fechada), ou a alienação de todos os ativos da companhia; mas tem o poder de impedir o cancelamento de registro – em relação ao qual, ressalte-se, a Lei das S.A. assegurou evento economicamente mais favorável do que nas demais hipóteses mencionadas.

O cancelamento de registro constitui, assim, a decisão de mais difícil implementação no âmbito da vida social.

Nesse contexto, seria a competência atribuída à CVM pela Lei nº 6.385/76 tão ampla, a ponto de desvirtuar um aspecto central da lei acionária, apenas porque esta se omitira quanto àquela matéria específica?

A resposta parece se tornar mais clara quando se analisam as mudanças introduzidas na Lei das S.A. pela Lei nº 10.303/01.

271 O que prevaleceu, como se viu, até a promulgação da Lei nº 10.303/01.

272 Cf. art. 45 da Lei das S.A. – que admite regra estatutária com a fixação de método diverso. A vantagem do modo de cálculo do preço da OPA é a possibilidade de se levar em conta mais de um critério de avaliação – sem prejuízo de se considerar o valor do patrimônio líquido contábil da companhia, caso este seja o método mais adequado para o caso concreto.

Com a alteração do art. 4º da Lei das S.A., esta passou a tratar especificamente do cancelamento do registro, tendo instituído, como visto, uma *condição* para sua efetivação.

A condição estipulada pela Lei das S.A. foi apenas uma: a realização de “*oferta pública para adquirir a totalidade das ações em circulação no mercado, por preço justo, ao menos igual ao valor de avaliação da companhia*”.

Adicionalmente, assegurou-se aos acionistas minoritários o direito de participar da precificação da oferta, por meio da eventual revisão do laudo de avaliação.

Portanto, a Lei das S.A. não condiciona o cancelamento de registro a nenhum evento de natureza política. Ela não exige uma deliberação assemblear com a participação de titulares de ações sem direito de voto; tampouco a adesão à oferta de titulares de uma quantidade mínima de ações em circulação.

Ao tratar a matéria dessa forma, a Lei das S.A. prestigiou, mais uma vez, o princípio majoritário – de acordo com o qual a formação da vontade social incumbe ao acionista controlador, com poucas exceções, e sem prejuízo de sua sujeição ao regime do exercício abusivo do poder de controle<sup>273</sup>.

273 Curiosamente, esse aspecto é notado por parte da doutrina – que, ainda assim, não chegou ao ponto de afirmar que a condição política estabelecida pela regulamentação desvirtua o princípio da maioria. “A decisão sobre a abertura ou fechamento de capital de uma companhia é de caráter eminentemente empresarial, privado, cabendo unicamente aos seus acionistas controladores decidir sobre as vantagens e desvantagens de abrir o capital da companhia, de mantê-la em tal situação ou de proceder ao cancelamento do registro de companhia aberta.” CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. *A nova Lei das sociedades anônimas*. São Paulo: Saraiva, 2002, p. 43. Parece contraditória a posição de Carlos Augusto Junqueira de Siqueira, para quem, por um lado, “[o] cancelamento do registro como companhia aberta, assim como a abertura do capital, com todas as implicações daí decorrentes para as sociedades anônimas, constituem atos de gestão inequívocos dos acionistas ou grupos controladores. O poder de decidir sobre o regime da S.A. – se aberto ou fechado – encontra-se inserido na norma geral do art. 116 da Lei nº 6.404/76 e, desde que não se configure abuso do direito de voto ou conflito de interesses (art. 115), cabe ao majoritário decidir sobre a entrada e a saída da companhia no mercado”; mas que, por outro lado, afirma que “o movimento de saída sujeita-se ao crivo dos minoritários, que podem impedi-lo.” SIQUEIRA, Carlos Augusto Junqueira de. *Fechamento do Capital Social: oferta pública de aquisição de ações e outras modalidades*. São Paulo: Migalhas, 2010, p. 156-7. A percepção correta parece ser a de Comparato, para quem o cancelamento de registro seria hipótese sujeita ao eventual

Nesse contexto, parece difícil sustentar que a CVM poderia, com base em uma competência regulamentar genérica, criar uma exceção ao princípio majoritário, quando a própria Lei das S.A. não o fez.

Além disso, ainda que se aceite que a regulamentação não extrapolou a legislação vigente, há um segundo problema: ela não comporta, ao contrário do que ocorreu no passado, *nenhuma exceção* à aplicação dos mecanismos de proteção política pertinentes ao cancelamento de registro.

Nas companhias com bases acionárias reduzidas, nas quais a captação de recursos da poupança popular não terá sido expressiva; e em que provavelmente não existirá *liquidez de mercado*, talvez a exceção ao princípio majoritário faça ainda menos sentido.

Nessas companhias, a legislação e a regulamentação poderiam, eventualmente, limitar o cancelamento de registro à realização da OPA, nos termos da Lei das S.A.

Assim, evitar-se-ia que acionistas controladores detentores de quase a integralidade do capital social ficassem impedidos de cancelar o registro de companhia aberta em virtude de uma proteção a pouquíssimos acionistas – que não necessariamente estão alinhados com o interesse social.

### 5.3. FECHAMENTO DE CAPITAL RESULTANTE DE REORGANIZAÇÕES SOCIETÁRIAS

#### 5.3.1. REORGANIZAÇÕES SOCIETÁRIAS E LIQUIDEZ

As operações de *reorganização societária* – notadamente, a fusão, a incorporação, a incorporação de ações e a cisão – provocam profundas alterações na estrutura das companhias ou em suas bases acionárias<sup>274</sup>.

enquadramento da conduta do acionista controlador no elenco de hipóteses que configuram exercício abusivo do poder de controle – caso se trate de decisão que não atenda ao interesse da companhia. COMPARATO, Fábio Konder. Cancelamento voluntário de registro de companhia aberta. Aquisição de ações do próprio capital e abuso de controle. In: COMPARATO, Fábio Konder. *Direito Empresarial - Estudos e Pareceres*. São Paulo: Saraiva, 1990, p. 106-108.

274 Cf. TEIXEIRA, Egberto Lacerda; GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *Das sociedades anônimas no direito brasileiro*. São Paulo: Bushatsky, 1979, p. 651 e ss; BAINBRIDGE, Stephen M. *Mergers and Acquisitions*. New York: Foundation Press, 2003, p. 154 e ss; GILSON, Ronald J.; BLACK, Bernard S. *The Law and Finance of Corporate Acquisitions*. 2ª Ed. New York: Foundation Press, 1995, p. 641 e ss.

É desnecessário definir aquelas operações. A literatura a esse respeito é extensa e sua ocorrência constitui um fenômeno cotidiano e irreversível há décadas, desde que se iniciaram, ao redor do mundo, as concentrações empresariais<sup>275</sup>.

As reorganizações societárias podem, de diferentes formas, ser transformadoras para a liquidez de que dispõem os acionistas de uma companhia aberta<sup>276</sup>.

Em primeiro lugar, nas reorganizações envolvendo apenas companhias abertas, é possível que ocorra um *aumento de liquidez* após a combinação das bases acionárias.

Pense-se, por exemplo, no cenário em que uma companhia aberta incorpora outra, provocando a migração da base acionária da sociedade incorporada para a sociedade incorporadora. Em tese, haverá um aumento da quantidade de compradores e vendedores; o que potencialmente influenciará a amplitude e a profundidade do mercado.

Em segundo lugar, as reorganizações societárias podem ser neutras para a liquidez das ações. É o que usualmente ocorre em reorganizações envolvendo companhias abertas e pequenas companhias fechadas, quando a base acionária da companhia fechada (muitas vezes composta por poucos acionistas) migra para o quadro acionário de companhias abertas. No mercado brasileiro, isso ocorre com frequência, especialmente no contexto de *holdings* abertas que consolidam sociedades que exploram segmentos específicos de mercado.

275 Cf. o clássico trabalho de CHAMPAUD, Claude. *Le pouvoir de concentration de la société par actions*. Paris: Librairie Sirey, 1962.

276 “The relationships among the participants in the firm can be revolutionized by a merger. A shareholder’s ownership stake can be diluted, transformed, or, in some jurisdictions, cashed out. A preferred stockholder’s accrued dividends can be wiped out. A shareholder in a widely-dispersed firm can find itself a shareholder in a controlled firm. A shareholder in a firm with no antitakeover protections can wake up a shareholder in a company that is effectively takeover-proof. A shareholder in a privately-held company can end up a shareholder of a publicly-held company or vice versa.” ROCK, Edward; DAVIES, Paul; KANDA, Hideki; KRAAKMAN, Reinier. *Fundamental Changes*. In: KRAAKMAN, Reinier *et al.* *The Anatomy of Corporate Law*. Second Edition. Oxford University Press, 2009, p. 197.

Em terceiro lugar, as reorganizações podem produzir efeitos drásticos sobre a liquidez das ações de uma companhia aberta. É o que acontece quando, em decorrência da operação, a base acionária da companhia aberta migra compulsoriamente para uma companhia fechada.

Imagine-se, por exemplo, que uma companhia aberta tem suas ações incorporadas por uma companhia *fechada*.

Nesse caso, a base acionária da companhia aberta migrará para uma companhia que não está sujeita ao regime aplicável às companhias abertas; e tampouco dispõe de acesso ao mercado organizado de valores mobiliários.

Para a base acionária da companhia mencionada no exemplo, os efeitos serão exatamente os mesmos de um cancelamento de registro.

Tendo em vista a similitude dos efeitos, por muito tempo se discutiu se a essa situação não se deveria aplicar o regime jurídico referente ao cancelamento de registro.

### 5.3.2. O TRATAMENTO LEGAL

#### 5.3.2.1. REDAÇÃO ORIGINAL E REFORMA PROMOVIDA PELA LEI Nº 9.457/97

Em sua redação original, a Lei das S.A. não tratava de forma específica as reorganizações societárias envolvendo companhias abertas e fechadas. Ela limitava-se a assegurar, de maneira geral, o direito de recesso aos acionistas que dissentissem da “*incorporação da companhia em outra, sua fusão ou cisão*”<sup>277</sup>.

Aquele tratamento foi modificado pela Lei nº 9.457/97. Entre outras alterações – feitas inclusive no regime geral do direito de recesso –, foram acrescentados dois novos parágrafos ao art. 223 da Lei das S.A.

Nesse sentido, o §3º do art. 223 dispõe que, “*se a incorporação, fusão ou cisão envolverem companhia aberta, as sociedades que a sucederem serão também abertas, devendo obter o respectivo registro e, se for o caso, promover*

277 Sobre a evolução e os pressupostos do direito de recesso no Brasil, cf. LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luís. *A Lei das S. A.: pressupostos, elaboração, modificações*. Vol. 2. 3ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1997, p. 320 e ss. (Capítulo 7 – Direito de Retirada).

a admissão de negociação das novas ações no mercado secundário, no prazo máximo de cento e vinte dias (...)."

O §4º do mesmo artigo estabelece que, caso a companhia não obtenha o registro e promova a admissão das ações para negociação no mercado secundário no prazo referido, os acionistas terão o "direito de retirar-se da companhia, mediante reembolso do valor de suas ações (art. 45)".

A principal finalidade da alteração promovida era estimular a "manutenção das condições de liquidez"<sup>278</sup> existentes antes da reorganização.

Além disso, ao estipular que também nessas hipóteses o remédio assegurado aos acionistas minoritários seria o *direito de recesso*, pretendia-se afastar as dúvidas quanto à eventual aplicabilidade do regime próprio ao cancelamento do registro.

### 5.3.2.2. INEXISTÊNCIA DE ATO ILÍCITO EM CASO DE NÃO ABERTURA DO CAPITAL

É importante notar que aqueles dispositivos não instituíram uma obrigação.

De fato, caso a companhia resultante da reorganização não seja uma companhia aberta, não se estará diante de *ato ilícito*, mas apenas de uma transformação estrutural – grave a ponto de ensejar o direito de recesso, algo excepcional no regime legal.

Em outras palavras: a reforma promovida na Lei das S.A. não vedou o fechamento de capital como resultado de uma reorganização societária. Ela apenas assegurou aos acionistas, nessa hipótese, a possibilidade de retirar da companhia, mediante o reembolso de suas ações, calculado na forma do art. 45 – ou, conforme o caso, com base no art. 264 da Lei das S.A., aplicável no momento da deliberação, e não após o transcurso do prazo a que se refere o art. 223, §3º<sup>279</sup>.

278 EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Volume III: Artigos 189 a 300. São Paulo, Quartier Latin, 2011, p. 218.

279 "A não abertura de capital no prazo legal não constitui ato ilícito, não caracteriza qualquer violação a dever imposto pela Lei das S.A., mas o exercício de uma simples faculdade, cuja única consequência é a possibilidade de exercerem os acionistas dissidentes o direito de recesso. Não configurando ato ilícito, da decisão de não promover o registro da companhia como aberta na Comissão de Valores Mobiliários não podem decorrer sanções na esfera cível ou administrativa ao acionista controlador e aos administradores." EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Volume III: Artigos

### 5.3.2.3. DÚVIDAS QUANTO ÀS INCORPORAÇÕES DE AÇÕES

A reforma promovida pela Lei nº 9.457/97 não solucionou todas as dúvidas quanto à eventual aplicabilidade do regime pertinente ao cancelamento de registro às reorganizações envolvendo companhias abertas e fechadas.

Discutia-se, especificamente, se o art. 223 incidiria sobre as incorporações de ações; ou se estas deveriam ser regidas pelas regras próprias à hipótese de cancelamento de registro<sup>280</sup>.

As controvérsias eram impulsionadas, basicamente, por dois argumentos.

Em primeiro lugar, pelo fato de que o art. 223 não mencionava expressamente as incorporações de ações – ao contrário do que fazia em relação às demais operações de reorganização.

Em segundo lugar, nas incorporações de ações, os impactos não se produziam sobre a sociedade "incorporada" – que poderia, inclusive, continuar aberta –, mas exclusivamente sobre os seus acionistas.

Ou seja, ao contrário do que ocorria nas outras modalidades de reorganização – em que as sociedades podem ser extintas ou ter seu patrimônio reduzido –, nas incorporações de ações, a única mudança no âmbito da "incorporada" se produz em seu quadro acionário.

Com base nesses argumentos, afirmava-se que a incorporação das ações de companhia aberta por companhia fechada era hipótese substancialmente idêntica ao cancelamento de registro; e, portanto, que os acionistas da "incorporada" teriam direito a uma OPA, nos termos da regulamentação então vigente.

189 a 300. São Paulo, Quartier Latin, 2011, p. 220; EIZIRIK, Nelson. *Reforma das S.A. e do mercado de capitais*. Rio de Janeiro: Renovar, 1997, p. 76; EIZIRIK, Nelson. *Incorporação de Ações. Inaplicabilidade do Artigo 223, §§3º e 4º, da Lei das S.A. Inexistência de Ilícito Civil ou Administrativo caso a Companhia Incorporadora não abra seu Capital*. In: EIZIRIK, Nelson. *Temas de Direito Societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, p. 339 e ss.

280 EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de Capitais: Regime Jurídico*. 3ª Edição. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 597-599.

Para os acionistas minoritários envolvidos, a diferença econômica poderia ser relevante.

Com efeito, o art. 45 da Lei das S.A. dispõe que o valor do reembolso será calculado com base no *valor patrimonial contábil das ações*, salvo disposição estatutária em contrário.

Por outro lado, as OPA para cancelamento devem ser realizadas com base em laudos de avaliação que apurem o preço justo das ações de emissão da companhia<sup>281</sup>.

A diferença estava, portanto, no fato de que a fixação do preço da OPA para cancelamento poderia ser feito com base em diferentes critérios, ao passo que o cálculo do valor de reembolso somente poderia considerar o *patrimônio líquido contábil* da companhia – que, com efeito, muitas vezes não será o melhor critério de avaliação.

Não tardou para que o assunto fosse submetido à CVM<sup>282</sup>.

#### 5.3.2.4. O POSICIONAMENTO DA CVM

Em uma oportunidade, o Colegiado da autarquia determinou a aplicação dos procedimentos atinentes ao cancelamento de registro a uma operação de incorporação de ações<sup>283</sup>.

A justificativa apresentada foi a de que a incorporação de ações poderia configurar “negócio jurídico indireto”, que teria como propósito o fechamento de capital da sociedade “incorporada”<sup>284</sup>.

Nesse contexto, o Colegiado condicionou a realização da operação ao lançamento de uma OPA para cancelamento de registro.

Posteriormente, com a promulgação da Lei nº 10.303/01, os argumentos contrários ao entendimento do Colegiado ganharam força.

É que, a partir da reforma de 2001, como explicado, a Lei das S.A. passou a disciplinar de forma específica o cancelamento de registro de companhia aberta.

Ao mesmo tempo, ela passou a fazer referência expressa às incorporações de ações em outros dispositivos da Lei das S.A. que estabelecem mecanismos de proteção aos minoritários – mais especificamente, no art. 264, que trata do exercício do direito de recesso em reorganizações societárias envolvendo partes relacionadas<sup>285</sup>.

Nesse contexto, o entendimento predominante foi o de que a reforma de 2001 teria esclarecido que a incorporação de ações estaria sujeita a um regime jurídico distinto daquele aplicável ao cancelamento de registro – ainda que ambas as situações possam produzir os mesmos efeitos para os acionistas<sup>286</sup>.

Consequentemente, o remédio previsto no art. 223 – direito de recesso – seria válido *também para as incorporações de ações*.

Esse entendimento prevaleceu quando o Colegiado da CVM julgou o Processo CVM nº RJ2001/11663 – mudando o posicionamento anterior<sup>287</sup>.

281 O que pode ser feito inclusive com base no patrimônio líquido contábil da companhia, se este for o melhor critério.

282 Sobre o posicionamento da CVM em operações de incorporação, cf. SIQUEIRA, Carlos Augusto Junqueira de. *Fechamento do Capital Social: oferta pública de aquisição de ações e outras modalidades*. São Paulo: Migalhas, 2010, p. 210-211.

283 Cf. Processo CVM nº RJ2000/6117, julgado em 23 de janeiro de 2001. Disponível em <<http://www.cvm.gov.br/port/descol/resp.asp?File=2001-003ED23012001.htm>>.

284 Sobre o chamado negócio jurídico indireto, cf. o clássico ASCARELLI, Tulio. *O Negócio Indireto*. In: ASCARELLI, Tulio. *Problemas das Sociedades Anônimas e Direito Comparado*. São Paulo: Saraiva, 1969, p. 91 e ss.

285 “Art. 264. Na incorporação, pela controladora, de companhia controlada, a justificação, apresentada à assembleia-geral da controlada, deverá conter, além das informações previstas nos arts. 224 e 225, o cálculo das relações de substituição das ações dos acionistas não controladores da controlada com base no valor do patrimônio líquido das ações da controladora e da controlada, avaliados os dois patrimônios segundo os mesmos critérios e na mesma data, a preços de mercado, ou com base em outro critério aceito pela Comissão de Valores Mobiliários, no caso de companhias abertas. (...) §3º Se as relações de substituição das ações dos acionistas não controladores, previstas no protocolo da incorporação, forem menos vantajosas que as resultantes da comparação prevista neste artigo, os acionistas dissidentes da deliberação da assembleia-geral da controlada que aprovar a operação, poderão optar, no prazo previsto no art. 230, entre o valor de reembolso fixado nos termos do art. 45 e o valor apurado em conformidade com o disposto no caput, observado o disposto no art. 137, inciso II.”

286 Para um panorama das discussões, cf. SIQUEIRA, Carlos Augusto Junqueira de. *Fechamento do Capital Social: oferta pública de aquisição de ações e outras modalidades*. São Paulo: Migalhas, 2010, p. 214 e ss.; EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariadna; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de Capitais: Regime Jurídico*. 3º Edição. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 597 e ss.

287 Nos termos do voto proferido pelo então Diretor Luiz Antonio de Sampaio Campos: “Diante disso, entendo que a CVM estaria exorbitando de seus poderes se exigisse



Posteriormente, o Colegiado reiterou o novo entendimento no Processo CVM nº RJ2004/2274<sup>288</sup> e no Processo CVM nº RJ2005/5203<sup>289</sup>.

### 5.3.2.5. SITUAÇÃO ATUAL

Atualmente, reconhece-se, de forma pacífica, que, à luz da legislação e da regulamentação, uma companhia aberta pode ter seu capital “fechado” como consequência indireta de uma reorganização societária, sem que disto resulte a obrigação de se realizar uma OPA para cancelamento do registro<sup>290</sup>.

Por outro lado, a situação é tratada de maneiras distintas na esfera da autorregulação.

---

*a realização de ofertas públicas ou outros procedimentos adicionais que não fossem essencialmente informacionais, uma vez que a Lei nº 6.404/76, após a reforma da Lei 10.303/01, conferiu tratamento específico para o caso, não exigiu a realização prévia de oferta pública e tampouco delegou poderes à CVM para que o fizesse nessas situações.” Cf. Processo CVM nº RJ2001/11663, julgado em 15 de janeiro de 2002. Disponível em <<http://www.cvm.gov.br/port/descol/resp.asp?File=2002-003D15012002.htm>>.*

288 Processo CVM nº 2004/2274, julgado em 20 de abril de 2004. Disponível em <<http://www.cvm.gov.br/port/descol/resp.asp?File=2004-013D20042004.htm>>.

289 Processo CVM nº 2005/5203, julgado em 24 de agosto de 2005. Disponível em <<http://www.cvm.gov.br/port/descol/resp.asp?File=2005-034ED24082005.htm>>. Voto do então Diretor Marcelo Fernandez Trindade: “A incidência de tais normas específicas afasta, por evidente, a incidência da norma genérica do art. 4º, §4º, da Lei 6.404/76, que determina a realização de OPA previamente ao cancelamento de registro de companhia aberta. Tal regra deve ser lida – como aliás toda e qualquer regra – com a ressalva, implícita, óbvia e por isto desnecessária, “salvo disposição em contrário”. Há, no caso, norma em sentido contrário, qual seja, a regra do art. 223 da Lei 6.404/76, relativa às incorporações, que determina que a penalidade aplicável pela não abertura de capital da incorporadora (isto é, pelo fechamento indireto de capital) é o pagamento, pela companhia incorporadora, do valor de recesso aos acionistas que assim o desejarem. (...) Portanto, realizada a incorporação (seja incorporação de ações, seja completa incorporação), pode ocorrer que o capital da companhia incorporadora não seja aberto, e neste caso assegura-se o direito de recesso.” (grifou-se) Observe-se que, nos precedentes mencionados, nem sempre a reorganização examinada envolveu uma companhia fechada. O raciocínio desenvolvido em cada um dos casos, contudo, aplica-se plenamente às reorganizações envolvendo companhias abertas e fechadas.

290 Ver, por todos, EIZIRIK, Nelson *et al.* **Mercado de Capitais: Regime Jurídico**. 3ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 599: “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.” Recentemente, o Superior Tribunal de Justiça manifestou-se no mesmo sentido, no âmbito de caso que envolvia companhias abertas, cf. REsp 1.642.327-SP, Rel. Min. Paulo de Tarso Sanseverino, julgado em 19/09/2017, publicado no DJe em 26/09/2017.

### 5.3.3. AUTORREGULAÇÃO: OS REGULAMENTOS DE LISTAGEM DOS SEGMENTOS ESPECIAIS

Como se sabe, os segmentos especiais de listagem da B3 estabelecem um regime jurídico mais rigoroso para as companhias neles listadas.

O grau de rigor varia conforme o segmento de que se esteja a tratar, sendo o mais elevado o chamado Novo Mercado – seguido, em ordem decrescente, pelo Nível 2 e pelo Nível 1.

Os regulamentos do Nível 2 e do Novo Mercado preveem, em resumo, duas situações que podem resultar na saída do segmento, associada à perda de acesso ao mercado organizado de valores mobiliários: (a) saída em virtude do cancelamento de registro; e (c) a saída resultante de reorganização societária. Não serão examinadas as hipóteses de saída voluntária, com migração para segmento inferior – já que, nestas, os acionistas continuam a ter acesso ao mercado de valores mobiliários –, nem as de saída compulsória, resultantes da aplicação de sanções.

#### 5.3.3.1. SAÍDA RESULTANTE DE CANCELAMENTO DE REGISTRO

Na saída resultante do cancelamento de registro, deve-se observar o procedimento legal e regulamentar, com uma diferença relevante: de acordo com o regulamento do Nível 2, a escolha do avaliador deve ser feita pelos acionistas minoritários, com base em uma lista tríplice elaborada pelo conselho de administração<sup>291</sup>.

Essa regra também estava prevista no regulamento do Novo Mercado que vigorou até 2 de janeiro de 2018, mas não foi adotada no novo regulamento daquele segmento.

#### 5.3.3.2. SAÍDA EM VIRTUDE DE REORGANIZAÇÃO SOCIETÁRIA

Na hipótese de saída do segmento como resultado de uma reorganização societária – que pode envolver uma companhia *fechada* –, os regulamentos do Nível 2 e do Novo Mercado são substancialmente diferentes do regime legal e regulamentar, bem como entre si.

---

291 Item 10.1.1do Regulamento de Listagem do Nível 2.



O Regulamento do Nível 2 prevê, como consequência da saída decorrente de reorganização societária, a obrigatória realização de uma OPA, por preço justo, baseado em laudo de avaliação elaborado por instituição escolhida pelos acionistas minoritários<sup>292</sup>.

O novo Regulamento do Novo Mercado, por sua vez, deixou de prever a realização de uma OPA naqueles termos, e passou a estabelecer que “*caso a reorganização envolva sociedades resultantes que não pretendam pleitear o ingresso no Novo Mercado, a maioria dos titulares das ações em circulação presentes na assembleia geral deve dar anuência a essa estrutura*”<sup>293</sup>.

Desse modo, sob o ponto de vista econômico, o regulamento do Nível 2 unificou, para as companhias neles listadas, o regime aplicável ao fechamento de capital – decorra ele do cancelamento de registro ou de reorganização societária que resulte na migração da base acionária para uma companhia fechada.

Mas o mesmo não se verifica no atual regulamento do Novo Mercado. E isso porque, como mencionado, aos acionistas das companhias listadas nesse segmento não é assegurada a realização de uma OPA na hipótese de cancelamento decorrente de reorganização societária. O que se previu, em contrapartida, foi um remédio de natureza política: a necessidade de que a operação seja aprovada pela maioria das ações em circulação presentes em assembleia, o que eventualmente representará uma exceção ao princípio majoritário.

#### 5.3.4. APRECIACÃO CRÍTICA

Quando a Lei nº 9.457/97 foi promulgada e acrescentou os parágrafos 3º e 4º ao art. 223 da Lei das S.A., ALFREDO LAMY FILHO e JOSÉ LUIZ BULHÕES fizeram uma constatação certa: a de que a nova hipótese de reembolso iria “*tornar-se, certamente, o caminho mais fácil para o fechamento de empresas, por deliberação de seus controladores – o que não deve ter sido objetivo do legislador*”<sup>294</sup>.

292 Item 11.3 do Regulamento de Listagem do Nível 2.

293 Art. 46, parágrafo único, do novo Regulamento de Listagem do Novo Mercado.

294 LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luís. *A Lei das S. A.: pressupostos, elaboração, modificações*. Vol. 1. 3ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1997, p. 328.

O diagnóstico é preciso, pois detecta uma profunda *assimetria* instituída pelo arcabouço normativo em vigor.

Quando se discute o fechamento de capital como consequência do cancelamento de registro, o tom é de extrema gravidade – a ponto de se ter criado, como visto, uma hipótese de deliberação que exige ônus maiores do que todas as demais, em nome da proteção à captação de recursos da poupança popular.

Por outro lado, é surpreendente que o mesmo tom não predomine quando o tema em discussão são as reorganizações societárias envolvendo companhias abertas e fechadas.

Afinal, os efeitos da migração compulsória da base acionária de uma companhia aberta para uma companhia fechada são *exatamente os mesmos* que resultariam de um cancelamento de registro – o que se reconhece, inclusive, em outros países<sup>295</sup>.

Em outras palavras, os acionistas da companhia aberta também perdem o pressuposto de liquidez que motivou seu investimento: o acesso ao mercado secundário; além de ficarem alijados dos direitos de minoria aplicáveis exclusivamente às companhias abertas.

Não obstante, nessa hipótese, a Lei das S.A. estabeleceu um mecanismo de proteção econômica duvidoso; e nenhum mecanismo de proteção política.

A proteção econômica decorre do direito de recesso. E o emprego do adjetivo “duvidoso” deriva do fato de que o direito de recesso, calculado na forma do art. 45 da Lei das S.A.<sup>296</sup>, é, em princípio, menos protetivo do que a OPA para cancelamento de registro, por pelo menos quatro razões.

295 Cf. explicado anteriormente, os alemães referem-se à hipótese como “fechamento frio” de capital. LANGENBUCHER, Katja. *Aktien- und Kapitalmarktrecht*. 3. Auflage. C.H.Beck: München, 2015, p. 453. Cf., ainda, GRUNEWALD, Barbara; SCHLITT, Michael. *Einführung in das Kapitalmarktrecht*. 3. Auflage. C.H. Beck: München, 2015, p. 311 e ss.; e BUCK-HEEB, Petra. *Kapitalmarktrecht*. 7. Auflage. C.F. Müller: 2014, p. 51 e ss.

296 Ressalte-se, contudo, a possibilidade de incidência, no momento da deliberação (e não após o transcurso do prazo a que se refere o art. 223, §3º), do art. 264 da Lei das S.A., caso a operação envolva parte relacionada.

Para o cancelamento de registro, exige-se *preço justo*, ao passo que o reembolso a que se refere o art. 223, §4º, da Lei das S.A. deve ser calculado com base no *patrimônio contábil* da companhia (art. 45 da Lei das S.A. – salvo disposição estatutária em sentido distinto); no cancelamento de registro, há o mecanismo de revisão do laudo de avaliação, o qual inexistente na hipótese de reembolso; na OPA para cancelamento, os ônus são, muitas vezes, impostos ao acionista controlador – o que pode inibi-lo de tomar a decisão – ao passo que, no recesso, o caixa da companhia é onerado; e, por fim, o recesso a que se refere o §4º do art. 223 é exercível apenas após o transcurso de 120 dias – período durante o qual os acionistas podem ficar à deriva de incertezas.

Sob o ponto de vista político, o tratamento *legal* conferido a ambas as situações é rigorosamente o mesmo: não se condiciona a deliberação ao consentimento dos acionistas minoritários. Predomina, portanto, na Lei das S.A., o princípio majoritário.

Nesse contexto, o regime legal aplicável às reorganizações societárias em questão parece ser *inefetivo* quanto à missão de proteção ao acesso ao mercado secundário.

Um acionista minoritário de companhia aberta que não esteja listada nos referidos segmentos especiais da B3 pode ser privado do mercado organizado, *sem receber a devida contraprestação financeira* – já que, muitas vezes, o reembolso pode ser insuficiente – ou sem participar efetivamente do processo de formação da vontade social (a exemplo do que assegura o novo regulamento do Novo Mercado).

E com um agravante: no cancelamento de registro, a companhia é, em princípio, a mesma, ao menos quanto aos seus fundamentos econômicos; nas reorganizações societárias, isto não necessariamente acontece, já que a companhia resultante combinará as atividades – e, consequentemente, os ativos e passivos – das sociedades envolvidas.

É claro, por outro lado, que as reorganizações feitas com intuito fraudulento poderão ser eventualmente coibidas com os mecanismos previstos na legislação – a responsabilização do acionista controlador

e, eventualmente, a invalidação da deliberação abusiva<sup>297</sup>. Mas esses remédios podem ser lentos e insuficientes para os acionistas minoritários.

Diante disso, se há consenso quanto ao fato de que regras pouco protetivas quanto ao cancelamento de registro podem desestimular o investimento no mercado de capitais, a percepção deveria ser exatamente a mesma quanto às operações de reorganização que produzam efeitos substancialmente idênticos – o que justificaria a uniformização, pela via legal, dos regimes jurídicos aplicáveis às situações descritas.

297 Sobre o regime de invalidades, cf. o clássico FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *Invalidez das Deliberações de Assembleia das S/A*. São Paulo: Malheiros, 1999.

## **6. A PARTICIPAÇÃO DETIDA PELO AÇIONISTA CONTROLADOR**

## 6.1. ORIGEM DAS PREOCUPAÇÕES: “FECHAMENTO BRANCO DE CAPITAL”

### 6.1.1. CONTEXTO

O mercado acionário brasileiro nunca foi notório por sua profundidade<sup>298</sup>.

Por muito tempo, poucas companhias recorreram a ele como meio de financiamento. Tampouco se tratava, para o grande público, de uma alternativa natural para a alocação da poupança popular.

Como mencionado, esse quadro começou a mudar nos anos 90, com o ingresso de capital estrangeiro e com as privatizações. Ainda assim, isso não foi suficiente para que o mercado acionário brasileiro adquirisse os atributos de um mercado efetivamente *líquido*<sup>299</sup>.

Naquele contexto de reduzida liquidez, muitas companhias tornavam-se alvos de práticas não equitativas. Além do volume relativamente limitado de negócios, outros fatores contribuíam para isso, como a fragmentação então existente<sup>300</sup>.

Entre as práticas não equitativas que se tornaram conhecidas à época, ganhou notoriedade o chamado *fechamento branco de capital*.

### 6.1.2. SIGNIFICADO: UM PROBLEMA DE LIQUIDEZ DE MERCADO

A expressão *fechamento branco de capital* designa a aquisição, pelo acionista controlador, de um grande número de ações emitidas pela com-

298 Nesse sentido, é ilustrativa a conhecida constatação de Miranda Valverde: “Se não temos mercado financeiro, é manifesto que as *nossas Bôlsas de Valores sofrem de anemia profunda*.” VALVERDE, Trajano de Miranda. **Sociedades por Ações**. Vol. III. 2ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 1953, p. 264. (grifou-se)

299 “Aparentemente, durante os anos 90 houve uma escalada nos indicadores de liquidez e performance do mercado primário. O aumento da liquidez e facilidade de obtenção de recursos constituem incentivos para a abertura de capital. No entanto, como veremos a seguir, vários indicadores mostram que o mercado de capitais brasileiro é extremamente concentrado e que apenas uma parcela reduzida das empresas beneficiaram-se do crescimento do mercado nos anos 90.” Cf. BOVESPA. **Desafios e Oportunidades para o Mercado de Capitais Brasileiro**. Junho/2000, p. 34.

300 Lembre-se, para citar apenas um exemplo, da Bolsa de Valores do Estado do Rio de Janeiro. Cf. BOLSA DE VALORES DO RIO DE JANEIRO. **Bolsa de Valores do Rio de Janeiro 150 anos: a história de um mercado**. Rio de Janeiro: Bolsa de Valores do Rio de Janeiro, 1995; LEVY, Maria Bárbara. **A história da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro**. Rio de Janeiro: IBMEC, 1977.

panhia que controla, reduzindo de forma substancial a base de acionistas minoritários daquela companhia e a quantidade de ações em circulação<sup>301</sup>.

Somente após elevar sua participação, o acionista controlador procedia ao efetivo cancelamento do registro – isto quando o fazia, o que nem sempre ocorria.

Desse modo, o acionista controlador se eximia de parte dos ônus inerentes à realização da OPA para cancelamento do registro, pois esta se dirigiria a um menor número de acionistas e teria por objeto quantidade reduzida de ações em circulação.

Como se pode imaginar, essa situação causava diversos efeitos prejudiciais aos acionistas minoritários.

Por meio da concentração promovida pelo acionista controlador, usualmente implementada mediante aquisições realizadas *em bolsa*, reduzia-se o número de efetivos *compradores e vendedores*; e de ações disponíveis no mercado.

Por consequência, restringiam-se as oportunidades de negociação daquelas ações, na medida em que a redução do número de compradores e vendedores acarretava a diminuição da quantidade de *ordens de compra e venda*.

Criava-se, dessa forma, uma pressão sobre os acionistas minoritários remanescentes no quadro acionário da companhia: na ausência de profundidade e de amplitude do mercado, os negócios eram realizados sob circunstâncias adversas de formação de preço.

Em outras palavras: o fechamento branco de capital causava, ao menos potencialmente, um problema de *liquidez*, associado ao *estreitamento* do mercado<sup>302</sup>.

301 Sobre a expressão e seu significado, cf. EIZIRIK, Nelson. *et al. Mercado de Capitais: Regime Jurídico*. 3º Edição. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 599-600; CANTIDIANO, Luiz Leonardo. *Reforma da Lei das S.A. Comentada*. Rio de Janeiro: Renovar, 2002, p. 55-56; CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei de sociedades anônimas*. São Paulo: Saraiva, 2002, p. 64 e ss.; SIQUEIRA, Carlos Augusto Junqueira de. *Fechamento do Capital Social: oferta pública de aquisição de ações e outras modalidades*. São Paulo: Migalhas, 2010, p. 175.

302 “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

Um dos casos mais emblemáticos de fechamento branco de capital ocorreu entre o final de 1998 e o início de 1999, no âmbito do quadro acionário da Lojas Renner S.A.

Em resumo, a J.C. Penney Brasil Comercial Ltda. foi acusada de praticar atos não equitativos, vedados pela Instrução CVM nº 8/79, que consistiram na aquisição, em mercado, de um percentual de ações superior àquele informado pela própria J.C. Penney, em edital de oferta pública, como limite máximo de sua participação na Lojas Renner S.A.

Ao apreciar o caso, o Colegiado da CVM foi enfático ao afirmar que “o que ocorreu foi um fechamento de capital dissimulado, com 98% do capital em mãos da compradora, e pouco mais de 1% pulverizado em mão dos minoritários”; e, ainda, que “através de compras fragmentadas, e induzindo acionistas a erro, concretizou-se uma espécie de fechamento branco de capital”<sup>303</sup>.

## 6.2. A REAÇÃO AO PROBLEMA

Sob o ponto de vista sistêmico, o chamado *fechamento branco de capital* colocava em risco o funcionamento regular do mercado acionário brasileiro.

---

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. Essa 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. Com a liquidez reduzida, 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”. EIZIRIK, Nelson. *et al. Mercado de Capitais: Regime Jurídico*. 3º Edição. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 599-600. Ainda sobre o tema, cf. CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei de sociedades anônimas*. Vol 1 – Arts. 1º a 74. 4ª ed. São Paulo: Saraiva, 2002, p. 85; CANTIDIANO, Luiz Leonardo. *Reforma da Lei das S.A. Comentada*. Rio de Janeiro: Renovar, 2002, p. 55-56; CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. *A nova Lei das sociedades anônimas*. São Paulo: Saraiva, 2002, p. 64 e ss. Nesta tese, a palavra “estreitamento” será adotada no lugar de “enxugamento” (usada pela CVM).

303 Cf. Voto o voto do então Diretor Relator Wladimir Castelo Branco no Processo CVM nº RJ 05/99, julgado em 23 de novembro de 2000. Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/sancionadores/sancionador/2000/20001123\\_0599.html](http://www.cvm.gov.br/sancionadores/sancionador/2000/20001123_0599.html)>. Aquele está longe de ter sido o único exemplo relevante de fechamento branco de capital. Há a indicação de diversos outros exemplos em SIQUEIRA, Carlos Augusto Junqueira de. *Fechamento do Capital Social: oferta pública de aquisição de ações e outras modalidades*. São Paulo: Migalhas, 2010, p. 176-7.

Nas companhias em que a conduta era praticada, alterava-se o processo de formação de preço do ativo. O acionista controlador aumentava sua participação paulatinamente, até se transformar no principal *comprador* do mercado.

Como principal comprador, ele determinava o patamar de preço das ofertas de compra; e os potenciais vendedores, na ausência de mercado, viam-se forçados a vender suas participações por preços mais baixos<sup>304</sup>.

Em outras palavras, os negócios não eram precificados com base na relação natural entre oferta e demanda, pois esta era distorcida pela atuação do acionista controlador.

A conduta do acionista controlador era agravada pelo fato de que, em geral, ele não tinha *pressa*.

Sua motivação era apenas estreitar o mercado acionário, para se livrar de parte dos ônus inerentes ao processo de cancelamento do registro. Ele não agia, portanto, para atender a uma necessidade premente de natureza política (já que detinha o controle), tampouco financeira (já que, ao exercer o controle, tinha o poder de gerir o caixa da companhia).

Nesse contexto, o regulador passou a examinar possíveis soluções para combater o chamado fechamento branco de capital. A solução encontrada no caso das Lojas Renner (o enquadramento da conduta como uma prática não equitativa vedada pela Instrução CVM nº 8/79) parecia insuficiente para lidar com o problema de forma sistemática e efetiva.

As análises empreendidas basearam-se no princípio estrutural mencionado no Capítulo 4: o de que, no âmbito de um mercado caracterizado pela *concentração acionária*, a legislação societária deve instituir

regras que disciplinem potenciais conflitos entre acionista controlador e acionistas minoritários<sup>305</sup>.

Na medida em que a liquidez de mercado das ações *poderia* ser afetada por uma conduta do acionista controlador – ainda que não se tratasse de um *ato de controle* –, cominou-se uma consequência àquela conduta: a realização de uma OPA, dirigida a todos os acionistas da companhia, por preço justo.

Desse modo, assegurou-se aos acionistas minoritários o direito a um *evento de liquidez* (a OPA), idêntico, sob o prisma *econômico*, ao que lhes seria devido caso o registro de companhia aberta fosse cancelado.

Mas o *bem jurídico* diretamente protegido pela OPA por aumento de participação é diferente daquele protegido pela OPA para cancelamento de registro. Na segunda, a proteção recai sobre um *pressuposto de liquidez* – o acesso ao mercado secundário – e sobre o regime jurídico aplicável às companhias abertas; na primeira, o objeto de proteção é a *liquidez de mercado*, caracterizada pelos atributos apresentados no Capítulo 2. Por esse motivo, há quem a denomine “*OPA por redução da liquidez*”<sup>306</sup>.

304 “Fluxo de ordens parece ter sido o elemento considerado pelo legislador de 2001, ao dispor sobre a aquisição compulsória de ações pelos controladores, sempre que tenham aumentado sua participação no capital social – por espécie ou classe de ações –, que impeça a liquidez. A idéia é que o controlador, tendo elevado sua participação, não pretenderia dela desfazer-se nunca mais. Afasta-se, de plano, a possibilidade de aquela posição majorada ter resultado de circunstâncias momentâneas e que pode ser modificada no futuro.” SZTAJN, Rachel. Conceito de Liquidez na Disciplina do Mercado de Valores Mobiliários. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, nº 126, 2002, p. 16.

305 A tensão entre acionistas controladores e minoritários marcou o processo de edição da Lei nº 10.303/01. Especificamente quanto ao chamado fechamento branco de capital, convém lembrar as palavras do então deputado Emerson Kapaz: “Sem embargo, um mercado acionário forte e verdadeiramente democratizado – alcançando toda sua potencialidade de alavancagem econômica – depende, é óbvio, de que os investidores, principalmente pequenos e médios, sintam-se protegidos e vejam defendidos seus interesses, não se permitindo a manipulação e o desrespeito a seus direitos por manobras e políticas estabelecidas unilateralmente pelos controladores, muitas vezes, inclusive, privilegiando interesses externos à própria sociedade. É crucial, nesse sentido, que cada vez menos investidores estejam dispostos a comprar riscos acionários se perpetuarem-se os episódios em que, por exemplo, sem poderem esboçar qualquer defesa, vêem a sociedade declinar, mudar de objeto, aceitar plácida fusões que implicam prejuízo patrimonial e operacional. Isto, sem contar as fórmulas diversas de “fechamento branco” de capital, sempre com o controlador – ou ex-controlador – saindo-se em situação confortável, para não dizer com enormes lucros, ficando o prejuízo para as partes minoritárias.” Cf. Diário da Câmara dos Deputados de 20 de abril de 2000, fl. 17702.

306 Cf. OIOLI, Erik Frederico. *Regime jurídico do capital disperso na lei das S.A. São Paulo*: Almedina, 2014, p. 176. Nos termos do voto proferido pelo então Presidente Marcelo Fernandez Trindade: “o bem jurídico protegido pelo §6º do art. 4º da Lei 6.404/76 é, expressamente, a “liquidez das ações remanescentes”. Cf. Processo Administrativo CVM nº RJ 2004/4912 (Caso Cimob), Rel. Norma Jonssen Parente. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0002/4506-1.pdf>>

A reação normativa ao fechamento branco de capital foi implementada em etapas, tanto pela regulamentação quanto pela legislação.

### 6.3. INSTRUÇÕES CVM Nº 299/99 E 345/00: OPA PARA AUMENTO DE PARTICIPAÇÃO

A primeira norma editada para coibir especificamente o chamado fechamento branco de capital foi a Instrução CVM nº 299, de 9 de fevereiro de 1999.

A Instrução CVM nº 299/99 instituiu, de forma inédita, a obrigatoriedade de realização de uma OPA em razão do *percentual de participação detido pelo acionista controlador* de uma companhia aberta<sup>307</sup>.

A OPA criada pela Instrução CVM nº 299/99 não se impunha como consequência do *atingimento* de determinado percentual, mas como *meio* para o aumento de participação.

Caso o acionista controlador elevasse sua participação ao patamar estabelecido naquela Instrução, novas aquisições somente poderiam ser efetuadas *por meio* de uma OPA, e não em mercado ou privadamente<sup>308</sup>. Tratava-se, portanto, de uma OPA *para* aumento de participação.

A Instrução CVM nº 299/99 foi alterada pela Instrução CVM nº 345, de 4 de setembro de 2000. Com a alteração, estabeleceu-se um limite máximo para a aquisição de “ações em circulação” no contexto de uma OPA, tornando-se quase impossível a realização de um “fechamento branco de capital”<sup>309</sup>.

307 “Art. 12. A aquisição de ações de qualquer espécie e/ou classe, emitidas por companhias abertas, se dará, obrigatoriamente, através de oferta pública, quando o adquirente for acionista controlador cuja participação acionária, na oportunidade do negócio, já tenha se elevado, efetiva ou potencialmente, em dez por cento das ações da mesma espécie e/ou classe daquelas que constituam o objeto da aquisição, ou, ainda, promitente comprador, detentor de opção ou intermediário em negócio de transferência do controle acionário correspondente, bem como pessoa ligada a qualquer deles, de modo direto ou indireto, devendo ser observadas as seguintes regras básicas (...).”

308 Cf. nota anterior, o referido patamar era de 10% das ações da mesma classe ou espécie.

309 Cf. OIOLI, Erik Frederico. *Regime jurídico do capital disperso na lei das S.A.* São Paulo: Almedina, 2014, p. 176. Nos termos do voto proferido pelo então Presidente Marcelo Fernandez Trindade: “o bem jurídico protegido pelo §6º do art. 4º da Lei 6.404/76 é, expressamente, a “liquidez das ações remanescentes” Cf. Processo Administrativo CVM

A legalidade da Instrução CVM nº 299/99 não parece evidente. A legislação então vigente em princípio não autorizava a CVM a instituir limite máximo de participação para o acionista controlador, tampouco para disciplinar as ofertas públicas voluntárias<sup>310</sup>.

Não obstante, eventuais discussões relativas àquela norma regulamentar perderam seu objeto com a reforma da Lei das S.A. promovida pela Lei nº 10.303/01.

Desde então, o art. 4º da Lei das S.A. passou a vigorar acrescido do §6º, com redação inalterada ainda hoje.

### 6.4. OPA POR AUMENTO DE PARTICIPAÇÃO: A LEI DAS S.A.

A Lei nº 10.303/01, no contexto da referida reforma que promoveu na Lei das S.A., instituiu a chamada *OPA por Aumento de Participação*, prevista no art. 4º, §6º da lei acionária.

Em síntese, aquele dispositivo impõe ao acionista controlador a obrigação de realizar uma OPA – por preço justo, a ser calculado nos mesmos termos da OPA exigida para *cancelamento de registro* – caso ele adquira ações que elevem sua participação, em determinada espécie e classe de ações, à “*porcentagem que, segundo normas gerais expedidas pela Comissão de Valores Mobiliários, impeça a liquidez de mercado das ações remanescentes*”<sup>311</sup>.

A principal diferença entre a OPA por Aumento de Participação e a oferta anteriormente prevista na Instrução CVM nº 299/99 reside no fato de que a Lei das S.A. não tratou a realização da OPA como um *meio*

nº RJ 2004/4912 (Caso Cimob), Rel. Norma Jonssen Parente. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0002/4506-1.pdf>>.

310 Cf. CANTIDIANO, Luiz Leonardo. *Reforma da Lei das S.A. Comentada*. Rio de Janeiro: Renovar, 2002, p. 56; WALD, Arnoldo. A Reforma da Lei das Sociedades Anônimas: os Direitos dos Minoritários na Nova Lei das S.A. In: LOBO, Jorge; (Org.). *Reforma da lei das sociedades anônimas: inovações e questões controversas da Lei nº 10.303, de 31.10.2001*. Rio de Janeiro: Forense, 2002, p. 230, entre outros.

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

para a aquisição de novas ações, mas como uma obrigação decorrente do *atingimento* de determinada participação.

Ou seja, a realização da OPA tornou-se *consequência* ao invés de *meio*, tratando-se de uma OPA *por* Aumento de Participação ao invés de uma OPA *para* Aumento de Participação.

Convém notar que a OPA instituída pela Lei das S.A. não tem natureza de *sanção*<sup>312</sup>. Com efeito, o aumento da participação não constitui ato *ilícito*<sup>313</sup>.

#### 6.4.1. REQUISITOS DE INCIDÊNCIA PREVISTOS NA LEI DAS S.A.

A incidência do art. 4º, §6º, da Lei das S.A. está sujeita, em síntese, à verificação de três requisitos legais – além daqueles estabelecidos pela regulamentação, examinados adiante.

##### 6.4.1.1. ATO PRATICADO PELO ACIONISTA CONTROLADOR OU SOCIEDADE CONTROLADORA

Como explicado, o art. 4º, §6º, da Lei das S.A. foi concebido com o objetivo de proteger a liquidez das ações de uma companhia, no contexto das operações de fechamento branco de capital.

Não se trata, contudo, de uma proteção absoluta. Seu alcance se restringe a condutas praticadas *pelo acionista controlador* ou por *sociedade controladora*<sup>314</sup>. Este é o primeiro requisito de incidência daquele dispositivo: que se esteja diante de ato praticado *pelo titular do poder de controle*, e não por outra pessoa<sup>315</sup>.

312 Sobre os significados de “sanção”, cf. ASCENSÃO, José de Oliveira. *O Direito: Introdução e Teoria Geral*. 2ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2001, pp. 55 e ss.

313 Não parece precisa, portanto, a afirmação da então Diretora da CVM Norma Parente, no sentido de que a Instrução CVM nº 361/02 teria “mantido a mesma obrigatoriedade” prevista na Instrução CVM nº 299/99. Cf. Processo CVM nº RJ2004/4627.

314 Sobre as diferenças entre a figura do *acionista controlador*, de que trata o art. 116 da Lei das S.A., e a *sociedade controladora*, referida no art. 243, §2º da lei acionária, cf. COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*. 6ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2014, p. 81-2.

315 Além disso, a OPA por Aumento de Participação já foi comparada a algumas modalidades de ofertas públicas existentes no direito europeu – por exemplo, nas ofertas públicas contidas na Regra 9 do *UK Takeover Code* e no art. 5 da *EC Takeover Directive*. Contudo, o requisito em exame é suficiente para demonstrar a improcedência daque-

O fato de condutas praticadas por acionistas não controladores ou por terceiros não estarem incluídas no âmbito de proteção da norma já foi objeto de críticas<sup>316</sup>.

Embora pareça de fácil compreensão, o requisito pode despertar dúvidas quanto ao sentido e alcance da expressão “acionista controlador”.

Como se sabe, o controle *acionário*, fundado na titularidade de direitos de sócio<sup>317</sup>, pode adquirir diferentes configurações.

Ele pode ser, em primeiro lugar, *majoritário*, quando seu titular for detentor de mais da metade do capital votante da companhia; ou *minoritário*, quando a titularidade de uma parcela inferior à metade do capital votante for suficiente para assegurar a prevalência nas deliberações sociais<sup>318</sup>.

---

a comparação. Nas referidas ofertas existentes alhures, o pressuposto de incidência é a aquisição de uma participação que autorize a presunção de que ocorreu uma *aquisição do controle*. Isto é: após ultrapassar certo patamar de participação – 30%, no caso do *Takeover Code* –, presume-se que um acionista adquiriu o controle e *por esse motivo* se o obriga a lançar uma OPA. O pressuposto, portanto, é sempre o de que ele *não era controlador antes da aquisição* – ao contrário do que ocorre na OPA por Aumento de Participação. Cf., nesse sentido, a resposta apresentada pela CVM a questionário realizado pela IOSCO: COMMISSION (IOSCO). *Takeover Regulation in the Jurisdictions of some of IOSCO EMC Members*. 2006. < <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD210.pdf> >. Último acesso em 11 de setembro de 2016, p. 45 e ss.

316 Outros acionistas poderiam contribuir para a redução da liquidez por meio de aquisições de blocos de ações – inclusive de ações sem direito de voto. Nesse sentido, “A tutela, no contexto da dispersão acionária, entretanto, é imperfeita, pois limita a hipótese de OPA à redução de liquidez causada por aquisições de ações feitas pelo acionista controlador ou pessoas a ele ligadas, ignorando as hipóteses de ausência de controle ou mesmo a situação em que não controladores adquiram participações expressivas do capital social sem a pretensão de aliená-las no futuro próximo”. OIOLI, Erik Frederico. *Regime jurídico do capital disperso na lei das S.A.* São Paulo: Almedina, 2014, p. 176.

317 Cf. art. 116, “a”; e 243, §2º, da Lei das S.A.

318 COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*. 6ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2014, p. 54 e ss. O critério para identificação do controle minoritário geralmente adotado não é a mera “prevalência” nas deliberações sociais – já que o acionista titular de apenas um ação que sempre votasse no sentido vencedor também “prevaleceria” – mas sim a titularidade de *maioria dos votos presentes nas últimas três assembleias gerais*. Esse critério, além de indicado nos regulamentos dos segmentos especiais de listagem da BM&FBOVESPA, estava previsto na Resolução CVM nº 401/76, que, embora revogada pela Resolução CVM nº 2927/02, continua a ser invocada doutrinariamente.



O controle pode ser exercido, ainda, *individualmente*, quando estiver sujeito a apenas um interesse, ou de modo *compartilhado*, quando detido por um grupo de acionistas que representem interesses distintos<sup>319</sup>.

Embora essas categorias sejam claras no plano teórico, desde a edição da Lei das S.A. se discute qual a abrangência da lei acionária quanto ao tema.

#### 6.4.1.1.1. CONTROLE MINORITÁRIO?

Não há consenso quanto ao reconhecimento do chamado *controle minoritário* pela lei acionária. Historicamente, as dúvidas a esse respeito se colocam em dois contextos interpretativos.

Em primeiro lugar, quando se pretende determinar a *extensão do regime de responsabilidades* imposto ao titular do poder de controle. Abrangeria ele apenas o acionista controlador *majoritário*, ou também o *minoritário*?

As dúvidas se devem, entre outros, à presença do advérbio “*permanentemente*” na redação do art. 116, bem como no art. 243, §2º.

Para alguns autores, como MODESTO CARVALHOSA, ele seria uma evidência de que apenas o controle *majoritário* teria sido abarcado pela Lei das S.A. – já que o exercício do controle *minoritário* ou *de fato* nunca poderia ser considerado “*permanente*”<sup>320</sup>.

Para outros autores, como FÁBIO KONDER COMPARATO, CALIXTO SALOMÃO FILHO e EDUARDO MUNHOZ<sup>321</sup>, a interpretação do dispositivo

319 “Por outro lado, o bloco majoritário pode não ser constituído por um único acionista, nem se apresentar, necessariamente, como um grupo monolítico de interesses. É mesmo usual que dois ou mais acionistas, ou grupo de acionistas, componham a maioria, associando interesses, temporária ou permanentemente convergentes. Pode-se falar, em tais hipóteses, de um controle conjunto ou por associação.” COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*. 6ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2014, p. 53. Aspectos específicos do controle compartilhado serão examinados adiante, neste capítulo.

320 CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei de sociedades anônimas*. Vol 3 – Arts. 75 a 137. 3ª ed. São Paulo: Saraiva, 2003, p. 488 e ss.

321 “Mas preponderância permanente nas deliberações sociais não significa, estritamente falando, situação majoritária prolongada no tempo. Pode alguém adquirir o controle de uma companhia para mantê-lo por curto período, apenas. Durante este, há controle, desde que a preponderância nas deliberações sociais dependa unicamente da vontade do titular de direitos de sócio e não de acontecimentos fortuitos”.

não deve ser feita de forma estanque, devendo considerar o contexto das companhias.

Nesse sentido, não se poderia ignorar que as assembleias de companhias abertas são marcadas por certo grau de absenteísmo. Se um acionista for titular de percentual que lhe assegure, habitualmente, a maioria absoluta dos votos *presentes*, e consequentemente o poder de eleger os administradores e de conduzir os negócios sociais, isto seria suficiente para caracterizá-lo como acionista controlador.

Atualmente, o entendimento predominante é o de que o regime de responsabilidades aplicável ao titular do controle alcança o controlador *de fato* ou *minoritário*.

E isso não só pelas possíveis interpretações do advérbio “*permanentemente*”, mas especialmente porque também o titular do controle minoritário conduz os negócios sociais e exerce seu poder sobre o patrimônio que constitui o acervo social<sup>322</sup>. Não faria sentido, assim, eximi-lo das responsabilidades típicas da posição que ocupa na sociedade – isto é, a de órgão *social*<sup>323</sup>.

Em segundo lugar, discute-se se a alienação das ações detidas pelo controlador *minoritário* estaria sujeita à incidência do art. 254-A da lei acionária, segundo o qual a eficácia do negócio deverá ser condicionada à realização de uma OPA pelo adquirente das ações *de controle*.

Nesse contexto, o foco se desloca dos *atos praticados* pelo titular do controle *de fato* para o *objeto do negócio jurídico típico* de que trata o art. 254-A.

COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*. 6ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2014, p. 73. É importante notar que Comparato aponta um elemento importante da lei acionária brasileira no que se refere à caracterização do controle minoritário: ela estabelece um rol de matérias que somente podem ser aprovadas por mais da metade do capital votante (art. 136) (p. 57); Cf., ainda, MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Aquisição de controle na sociedade anônima*. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 304.

322 Sobre o chamado “ordenamento do patrimônio”, cf. WIEDEMANN, Herbert. *Gesellschaftsrecht*. Band I. München: C.H. Beck’sche Verlagsbuchhandlung, 1980, p. 188 e ss.

323 Cf. COMPARATO, Fábio Konder. SALOMÃO FILHO, Calixto. *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*. 6ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2014, p. 119.

Alguns autores sustentam que o art. 254-A também abrangeria as alienações de controle *minoritário*, com base no argumento de que o dispositivo legal faz referência ao bloco de ações que assegure o *poder* de controle – sendo indiferente, para os fins do art. 254-A, se ele seria composto por mais ou menos da metade do capital votante<sup>324</sup>.

Por outro lado, outros autores, e também o Colegiado da CVM<sup>325</sup>, entendem que o art. 254-A somente seria aplicável às alienações de controle *majoritário*.

E isso, em síntese, porque o “*negócio típico de alienação de controle tem por objeto ações integrantes do bloco de controle, e não o poder de controle em si*”<sup>326</sup>. Isso significa que o titular do controle *minoritário* exerce um poder por uma condição *de fato*; mas disso não resulta a possibilidade de *alienar* o poder exercido.

Tendo em vista as dúvidas suscitadas pela expressão *acionista controlador*, coloca-se a pergunta quanto ao seu significado no contexto específico do art. 4º, §6º, da Lei das S.A. Estaria também o acionista

324 “E, como visto, esse conjunto de ações pode representar menos da metade das ações com direito a voto do capital social. Admitir conclusão diferente levaria a situação de insegurança jurídica ainda maior do que admitir a aplicação do dispositivo às alienações de controle diluído”. OIOLI, Erik Frederico. **Regime jurídico do capital disperso na lei das S.A.** São Paulo: Almedina, 2014, p. 311; PRADO, Roberta Nioac. **Oferta Pública de Ações Obrigatórias nas S.A. – Tag Along.** São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 135 e ss. Calixto Salomão Filho, por sua vez, critica o restrito âmbito de incidência do art. 254-A. Cf. COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Poder de Controle na Sociedade Anônima.** 6ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2014, p. 206, na nota de texto 45.

325 CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. A nova Lei das sociedades anônimas. São Paulo: Saraiva, 2002, 395 e ss; Cf. os seguintes processos administrativos: Processo Administrativo CVM nº RJ 2005/4069 (Caso GPA), Rel. Pedro Oliva Marcílio de Sousa, julgado em 11 de abril de 2006. Disponível em: [http://www.cvm.gov.br/decisoes/2006/20060411\\_R1/20060411\\_Do2.html](http://www.cvm.gov.br/decisoes/2006/20060411_R1/20060411_Do2.html); Processo Administrativo CVM nº RJ 2009/1956 (Caso TIM), Rel. Eliseu Martins, julgado em 15 de julho de 2009. Disponível em: [http://www.cvm.gov.br/decisoes/2009/20090715\\_R2/20090715\\_Do1.html](http://www.cvm.gov.br/decisoes/2009/20090715_R2/20090715_Do1.html) Eduardo Secchi Munhoz, embora não tome posição sobre esse tema específico, reconhece que não há incongruência entre se admitir a aplicação do art. 116 ao controle *minoritário*, ao mesmo tempo em se afasta o art. 254-A da mesma situação de fato. Cf. MUNHOZ, Eduardo Secchi. **Aquisição de controle na sociedade anônima.** São Paulo: Saraiva, 2013, p. 308.

326 MUNHOZ, Eduardo Secchi. **Aquisição de controle na sociedade anônima.** São Paulo: Saraiva, 2013, p. 307.

controlador *minoritário* obrigado a realizar uma OPA por aumento de participação, nos termos daquele dispositivo?

A pergunta seria pertinente, por exemplo, no contexto de companhia em que o controle *de fato* fosse exercido com base na titularidade de 30% das ações ordinárias. Caso o controlador *minoritário* aumentasse sua participação para aproximadamente 54% daquela espécie, ele teria adquirido pouco mais de 1/3 do total de ações em circulação. Nesse cenário, incidiria a obrigação de realizar uma OPA por aumento de participação?

A pergunta é tormentosa e parece comportar argumentos razoáveis em ambos os sentidos.

Seria possível sustentar, em primeiro lugar, que a OPA por aumento de participação também seria imposta ao controlador *minoritário* que atingisse o percentual referido no art. 4º, §6º da Lei das S.A.

Um argumento para justificar essa posição seria o de que, ao aumentar sua participação, o acionista controlador *minoritário* potencialmente reduziria a liquidez das ações remanescentes, na medida em que provocaria um estreitamento do mercado, sendo isto o que o dispositivo pretende evitar.

Além disso, também se poderia dizer que os artigos 116 e 243, §2º, como explicado, abrangem o controle *minoritário*, razão pela qual não faria sentido excluir o controle de fato do âmbito de incidência do art. 4º, §6º da Lei das S.A.

Por outro lado, também há bons argumentos para se *afastar* a incidência do art. 4º, §6º, da Lei das S.A. ao controle *minoritário*.

O primeiro refere-se ao fato de que o dispositivo em questão não diz respeito a um *ato praticado no exercício do poder de controle*.

A equiparação entre o controlador *minoritário* e o *majoritário* para os fins de responsabilização faz sentido na medida em que ambos determinam a formação da vontade social, podendo causar danos de igual extensão à companhia e aos demais acionistas.

Mas o mesmo não ocorreria na hipótese de aumento de participação. Ao aumentar sua participação, o controlador *majoritário*, em princípio,

seria responsável por um estreitamento mais significativo do mercado do que aquele provocado pelo controlador minoritário.

Nesse sentido, o pressuposto do art. 4º, §6º é o de que o acionista controlador, ao comprar ações no mercado, *aumenta ainda mais a concentração acionária*; e é isto que torna sua conduta potencialmente prejudicial à liquidez das ações. O controlador minoritário, por sua vez, não pode aumentar algo que não existia no contexto de um controle “diluído”<sup>327</sup>.

Além disso, aplicar o dispositivo em questão ao controlador minoritário poderia ocasionar duas assimetrias.

Em primeiro lugar, conforme a amplitude da variação verificada, incidiria um ônus – a realização da OPA – a uma hipótese que corresponde, substancialmente, a uma *aquisição originária* de controle.

Contudo, a Lei das S.A. propositalmente *deixou* de associar esse ônus às aquisições originárias – o que tem sido lembrado com certa frequência pela doutrina. Nesse sentido, o art. 257 da Lei das S.A. refere-se a uma oferta pública que serve como *meio* à aquisição do controle, e não como sua *consequência*<sup>328</sup>.

Ou seja, com a aplicação do art. 4º, §6º da Lei das S.A. também ao controlador minoritário, poder-se-ia chegar à conclusão de que a lei acionária teria duas respostas antagônicas para a mesma situação: em alguns casos, a aquisição de mais da metade do capital votante poderia ensejar a realização de uma OPA; e em outros, não.

A segunda assimetria resulta do fato de que, como dito, o art. 4º, §6º não se aplica a acionistas minoritários ou terceiros. Assim, estes po-

deriam empreender tentativas de tomada do controle, aumentando sua participação, sem o ônus de realizar uma OPA. Essa situação colocaria o controlador minoritário em uma clara desvantagem, caso precisasse adquirir ações no mercado para preservar o controle em face de uma escalada<sup>329</sup>.

Por esses motivos, o posicionamento que parece mais convincente é aquele no sentido de que o art. 4º, §6º somente seria aplicável às companhias em que se verificasse a presença de um controlador majoritário *previamente ao aumento de participação*. Ou seja: o aumento de participação relevante para a incidência da norma seria apenas aquele ocorrido após a existência de um controlador majoritário.

Essa conclusão é compatível com o fato de que a *finalidade* da Lei das S.A. não foi instituir um mecanismo de proteção à *dispersão acionária* – entendida, neste caso, como a ausência de acionista controlador majoritário. Seu objetivo era apenas o de evitar o chamado *fechamento branco de capital*, e não uma proteção absoluta à liquidez acionária.

Exatamente pela omissão da Lei das S.A., as companhias que pretendiam tutelar a dispersão acionária inseriram cláusulas estatutárias obrigando o adquirente de certas participações societárias a realizar uma OPA – a (indevidamente) chamada *poison pill*<sup>330</sup>.

327 A expressão “controle diluído” é empregada por OIOLI, Erik Frederico. *Regime jurídico do capital disperso na lei das S.A.* São Paulo: Almedina, 2014, p. 17.

328 Sobre a inclusão do art. 254 na Lei das S.A., cf. LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luís. *A Lei das S.A.: pressupostos, elaboração, modificações*. 3ª ed. v. 1. Rio de Janeiro: Renovar, 1997, p. 285 e ss.; sobre a não incidência do art. 254-A em hipótese de aquisição originária de controle, cf. OIOLI, Erik Frederico. *Oferta Pública de Aquisição do Controle de Companhias Abertas*. São Paulo: Quartier Latin, 2010, p. 338; MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Aquisição de controle na sociedade anônima*. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 298 e ss.; BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. *Aquisições Hostis de Controle Societário e Cláusulas de Proteção à Dispersão Acionária*. Tese de Láurea apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2009, p. 57 e ss.

329 No sentido de que as escaladas não estariam abrangidas, cf. OIOLI, Erik Frederico. *Regime jurídico do capital disperso na lei das S.A.* São Paulo: Almedina, 2014, p. 328.

330 A análise das chamadas *poison pills* escapa ao escopo deste trabalho, tendo em vista que o objetivo direto daquele mecanismo é a proteção da *dispersão acionária*, e não da *liquidez de mercado*. Nesse sentido, no Memorando que acompanhou o Parecer de Orientação nº 36, de 23 de junho de 2009, os então diretores Otávio Yazbek e Marcos Pintos afirmaram o seguinte: “Esse argumento [*de que as poison pills protegeriam a liquidez*] pode ser facilmente refutado, pois o gatilho das *poison pills* – aquisição de um percentual das ações em circulação da companhia – não tem necessária relação com a liquidez. Na verdade, mesmo companhias cujo maior acionista é titular de mais de 51% do capital podem ter bastante liquidez, como demonstra o histórico do mercado acionário brasileiro. Por outro lado, ações de companhias cuja propriedade é totalmente dispersa podem ter liquidez reduzida, como demonstra nossa experiência recente.” A afirmação será examinada mais adiante. Sobre os mecanismos estatutários de proteção à dispersão, ver, ainda, TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. *Poison pill: modismo ou solução?* In: CASTRO, Rodrigo R Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos de (Orgs.). *Direito Societário – Desafios Atuais*. São Paulo: Quartier Latin, 2009; ZANINI, Carlos Klein. *A Poison Pill Brasileira: Desvirtuamento, Antijuridicidade e Ineficiência*. In: ADAMEK, Marcelo Vieira von (coord.). *Temas de*

#### 6.4.1.1.2. CONTROLE COMPARTILHADO?

Tanto o art. 116 quanto o art. 118 da Lei das S.A. reconhecem, de forma expressa, o chamado controle *compartilhado*<sup>331</sup>.

Nesse sentido, o art. 116 inclui na definição de acionista controlador o “grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto”.

O grupo a que se refere o art. 116 não é dotado de personalidade jurídica; tampouco há condomínio sobre as ações que integram o bloco. Cada acionista faz jus apenas aos frutos (e.g. dividendos) de suas próprias ações.

Não obstante, o *poder de controle* fundado sobre o *bloco de ações* possui caráter *uno*, tratando-se de bem *indivisível*<sup>332</sup>.

O art. 118 da Lei das S.A., por sua vez, estabelece regras sobre o funcionamento dos acordos de acionistas. Entre outros, ele prevê mecanismos de autotutela para assegurar a uniformidade dos votos proferidos por membros do grupo de controle nas deliberações sociais<sup>333</sup>.

As questões atinentes ao controle compartilhado são de grande relevância para a vida das companhias brasileiras, especialmente porque muitas delas estão sujeitas àquela modalidade de controle.

Os problemas discutidos com maior frequência dizem respeito, em síntese, (a) à responsabilidade unitária do grupo de controle<sup>334</sup>; (b) à aplicação do art. 254-A da Lei das S.A. às alienações de ações realizadas por integrantes do grupo de controle<sup>335</sup>; e (c) à vinculação da administração da companhia às deliberações tomadas pelo grupo de controle em reuniões prévias<sup>336</sup>.

**Direito Societário e Empresarial Contemporâneos.** *Liber amicorum*. Prof. Dr. Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França. São Paulo: Malheiros, 2011; SHIGUEMATSU, Plínio José Lopes. Mecanismos de proteção e estratégias de defesa em tomadas hostis de controle. In: CASTRO, Rodrigo R Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos de (Orgs.). **Direito Societário – Desafios Atuais**. São Paulo: Quartier Latin, 2009.

331 Sobre o tema, cf. LAMY FILHO, Alfredo. PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Acordo de Acionistas sobre Exercício do Direito de Voto. In: **A Lei das S.A.** Vol. 2. 2ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1996, p. 287; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. Acordo de Comando e Poder Compartilhado. In: **Pareceres**. São Paulo: Singular, 2004; FILHO, Celso Barbi. **Acordo de acionistas**. 1ª Ed. Belo Horizonte: Del Rey, 1993; TEIXEIRA, Egberto Lacerda; GUERREIRO, José Alexandre Tavares. **Das Sociedades Anônimas no Direito Brasileiro**. São Paulo: Livraria e Editora José Bushatsky, 1979, p. 309; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Acordo de Acionistas sobre Controle de Grupo de Sociedades. Validade da estipulação de que os membros do Conselho de Administração de controladas devem votar em bloco segundo orientação definida pelo grupo controlador. In: **Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem**. vol. 15, São Paulo, Jan / 2002, pp. 226 e ss.; PATELLA, Laura Amaral. **Controle Conjunto nas Companhias Brasileiras: Disciplina Normativa e Pressupostos Teóricos**. Tese de Doutorado apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2015.

332 MOTTA, Nelson Cândido. Alienação do Poder de Controle Compartilhado. In **Revista de Direito Mercantil**, nº 89, São Paulo, Janeiro/Março, 1993, p. 43.

333 Trata-se dos mecanismos previstos nos parágrafos 8º e 9º do art. 118, inseridos na Lei das S.A. no contexto da reforma promovida pela Lei nº 10.303/01. Sobre esses mecanismos, cf. PEDREIRA, José Luiz Bulhões Pedreira. Acordo de Acionistas sobre Controle de Grupo de Sociedades. Validade da estipulação de que os membros do Conselho de Administração de controladas devem votar em bloco segundo orientação definida pelo grupo controlador. In: **Revista de Direito Bancário, do Mercado**

**de Capitais e da Arbitragem**. vol. 15, São Paulo, Jan / 2002, pp. 226 e ss; ARAGÃO, Paulo Cezar. A disciplina do acordo de acionistas na reforma da lei das sociedades por ações (Lei nº 10.303, de 2001). In: **Reforma da Lei das Sociedades Anônimas**. Rio de Janeiro: 2002, p. 367 e ss; LOBO, Carlos Augusto da Silveira. Acordo de Acionistas. In: **Direito das Companhias**. Vol. 1. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 486 e ss.

334 PATELLA, Laura Amaral. **Controle Conjunto nas Companhias Brasileiras: Disciplina Normativa e Pressupostos Teóricos**. Tese de Doutorado apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2015, pp. 246 e ss.

335 A questão foi analisada, por exemplo, nos seguintes processos administrativos: Processo Administrativo CVM nº RJ2008/4156 (Caso Suzano), Rel. Sérgio Weguelin, julgado em 17 de junho de 2008. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/deciso/es/anexos/0005/6054-o.pdf>; Processo Administrativo CVM nº RJ2007/14099 (Caso ABN), Rel. Durval Soledade, julgado em 29 de janeiro de 2008. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/deciso/es/anexos/0004/5801-o.pdf>; Processo Administrativo CVM nº RJ 2007/7230 (Caso Copesul), Rel. Eli Loria, julgado em 11 de julho de 2007. Disponível em: [http://www.cvm.gov.br/deciso/es/2007/20070711\\_R2/20070711\\_Do1.html](http://www.cvm.gov.br/deciso/es/2007/20070711_R2/20070711_Do1.html). Veja-se, ainda, MEMO/SER/GER-1/Nº14/2012 (Caso Usiminas), de 02.02.2012. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/port/infos/SRE%20conclui%20análise%20sobre%20incidência%20de%20OPA%20por%20alienação%20de%20controle%20na%20Usiminas.asp>; e Processo nº RJ 2001/10329. Rel. Marcelo Fernandez Trindade. Julgado em 19.02.2002. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/port/descol/resp.asp?File=2002-008D19022002.htm>

336 ARAGÃO, Paulo Cezar. A disciplina do acordo de acionistas na reforma da lei das sociedades por ações (Lei nº 10.303, de 2001). In: **Reforma da Lei das Sociedades Anônimas**. Rio de Janeiro: 2002, p. 367 e ss; LEÃES, Luiz Gastão de Barros. Efeitos sobre terceiros dos acordos de acionistas. In: **Pareceres**. Vol. II. São Paulo: Singular, 2004, p. 123 e ss; LOBO, Carlos Augusto da Silveira. Acordo de Acionistas. In: **Direito das Companhias**. Vol. 1. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 486-488; SADDI, Jairo. Vinculação do voto dos administradores indicados pelo acordo de voto. In: **Estudos em Homenagem a Modesto Carvalhosa**. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 656-667; SAMPAIO CAMPOS, Luiz Antonio. Conselho de Administração e Diretoria. In: **Direito das Companhias**. Vol. 1. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 1121; PATELLA, Laura Amaral; BORGES, Leandro Vilarinho; BERNARDES, Lucas Petri; AZEVEDO, Luís André Negrelli de Moura. Deveres fiduciários dos administradores. Vinculação dos administradores a acordos de acionistas. In: **Mercado de Capitais Brasileiro, doutrina, cases & materials**. São Paulo: 2012, p. 225 e ss.

A esse elenco, deve-se acrescentar o art. 4º, §6º, da Lei das S.A.

Convém examinar, especificamente, em que medida as aquisições de ações efetuadas por um *integrante do grupo de controle* repercutem sobre os *demais integrantes do grupo*<sup>337</sup>.

Nesse sentido, a primeira pergunta que se coloca é a seguinte: as aquisições de ações feitas por membros do grupo de controle, individualmente, devem ser imputadas à participação detida pelo grupo?

A resposta parece ser afirmativa.

Ao aumentar sua participação individualmente, o membro do grupo faz, em princípio, com que aumente o número total de ações vinculadas ao bloco de ações sobre o qual se funda o exercício do poder de controle<sup>338</sup>. Consequentemente, o *acionista controlador* – o grupo – aumenta sua participação.

Além disso, ainda que o membro do grupo de controle não seja, individualmente, *acionista controlador*, ele adquire esse *status* por integrar o grupo. Há, nesse caso, uma *metonímia*: a parte designa o todo, e vice-versa.

Portanto, quando um membro do grupo de controle adquire ações, o aumento da participação deve ser imputado *ao grupo* para os fins do art. 4º, §6º, da Lei das S.A.

Partindo-se dessa premissa, coloca-se uma segunda questão: caso se verifique que a participação detida pelo grupo atingiu o patamar fixado pela CVM (examinado adiante), haveria *responsabilidade solidária* entre os membros do grupo para a realização da OPA, ou esta deveria ser realizada apenas pelos membros que tenham contribuído para o aumento da participação?

No direito obrigacional brasileiro, a responsabilidade solidária “*não se presume; resulta de lei ou da vontade das partes*” – conforme dispõe o art. 265 do Código Civil.

337 A incidência desse dispositivo aos grupos de controle é problema atual. No âmbito do Processo Administrativo CVM nº RJ 2014/12089, a área técnica da CVM entendeu que a aquisição de ações por membro do grupo de controle atrairia a incidência do art. 4º, §6º, da Lei das S.A. O caso ainda está pendente de julgamento pelo Colegiado.

338 Note-se, a propósito, que é corriqueira, nos acordos de acionista celebrados no âmbito de companhias brasileiras, a inserção de cláusula estabelecendo a vinculação, ao bloco de controle, de ações adquiridas posteriormente à celebração do acordo.

Nesse sentido, convém notar que o art. 4º, §6º, da Lei das S.A. nada estabelece quanto à solidariedade no âmbito dos grupos de controle para os fins da OPA por aumento de participação. Diante disso, há duas possíveis interpretações.

A primeira seria no sentido de que a solidariedade decorreria do próprio art. 116 da Lei das S.A., na medida em que este trata o grupo como uma unidade de imputação.

A segunda, por sua vez, seria a de que não haveria responsabilidade solidária para os fins do art. 4º, §6º, da Lei das S.A., sendo cada membro do grupo de controle responsável pela realização da OPA apenas na proporção em que contribua para o aumento da participação.

Entre aquelas interpretações, a segunda parece ser a mais correta. Com efeito, a possibilidade de responsabilização solidária com base no art. 116 da Lei das S.A. se limita às situações referentes ao *exercício do poder de controle*.

Ou seja, os acionistas vinculados por acordo de voto podem responder solidariamente pela forma com que o bloco *exerce* o poder de controle.

Contudo, não se poderia estender essa disciplina à responsabilidade pelos atos voluntários praticados individualmente – como é o caso da aquisição de participação a que se refere o art. 4º, §6º, da Lei das S.A. É por esse motivo, aliás, que o art. 4º, §6º, refere-se ao “*acionista controlador (...) que adquirir ações*”.

Por outro lado, se mais de um acionista contribuir para o aumento da participação *do bloco*, ainda que em momentos diferentes, a responsabilidade pela realização da OPA deverá ser proporcional ao aumento provocado por cada um deles.

#### 6.4.1.2. AQUISIÇÃO DE AÇÕES E AUMENTO DA PARTICIPAÇÃO

O art. 4º, §6º, da Lei das S.A. não incide sobre *qualquer* conduta do acionista controlador que pudesse ter impactos negativos sobre a liquidez das ações. Seu alcance se limita, em princípio, ao aumento de participação que resulte de *aquisições* de ações.

*Adquirir* significa tornar-se *proprietário*, passando a dispor da “*faculdade de usar, gozar e dispor da coisa, e o direito de reavê-la*”<sup>339</sup>.

A aquisição de ações pode se dar por diversos meios: por *sucessão*, e.g. quando dois acionistas de uma companhia realizam reorganização societária entre si, unificando as participações detidas; por meio de *negócio jurídico de compra e venda*; por meio de *dação de ações* em pagamento – hipótese regida pelas regras aplicáveis aos contratos de compra e venda (art. 357 do Código Civil); pela *subscrição* de novas ações emitidas em aumento de capital; entre outros.

Há, ainda, hipóteses em que não há aquisição da *propriedade acionária*, mas apenas das *faculdades típicas do domínio*, a exemplo do que ocorre no chamado *usufruto* de ações<sup>340</sup>.

O art. 4º, §6º, da Lei das S.A. não estabelece um rol taxativo de hipóteses abrangidas pelo verbo “*adquirir*”, sendo necessário interpretá-lo.

Para esse fim, deve-se ter em vista que o art. 4º, §6º da Lei das S.A., ao obrigar o acionista controlador a realizar uma OPA caso atinja determinada participação acionária, impõe uma clara restrição à sua liberdade negocial.

Pela natureza da regra, sua interpretação deve ser *restritiva*, tendo em vista princípio basilar de hermenêutica jurídica<sup>341</sup>. Portanto, ainda que o dispositivo empregue o verbo “*adquirir*”, as hipóteses de aquisição efetivamente abrangidas pela norma devem ser identificadas a partir de sua *finalidade*.

Nesse sentido, não seria proveitoso elaborar uma resposta específica para cada uma entre todas as possíveis e imagináveis situações concretas que possam envolver a aquisição de ações pelo acionista controlador.

O caminho mais promissor parece consistir na fixação de critérios gerais, com base no pressuposto de que o objetivo da regra é evitar a atuação do acionista controlador que leve a um *estreitamento do mercado*, ocasionado pela redução do número de compradores e vendedores e da quantidade de ações em circulação.

A partir disso, dois seriam os possíveis critérios para que se analise, concretamente, se uma conduta caracteriza ou não uma *aquisição* para os fins do art. 4º, §6º, da Lei das S.A.: **(a)** em primeiro lugar, deve tratar-se de operação que envolva a transferência do domínio, ou ao menos de suas faculdades típicas, ao acionista controlador – já que se exige uma *aquisição*; e **(b)** em segundo lugar, a operação deve implicar estreitamento do mercado, isto é, a redução do número de compradores e vendedores, bem como do número absoluto de ações em circulação – tendo em vista a finalidade da regra.

A abordagem proposta, portanto, *qualifica* a conduta prevista no dispositivo legal, de modo que este incida apenas às aquisições que provoquem consequências específicas (*potencial estreitamento do mercado*).

Assim, e com o fim de ilustrar o alcance da norma examinada, a primeira hipótese de aquisição que parece *não* ter sido abrangida pelo art. 4º, §6º da Lei das S.A. corresponde à aquisição *originária* de ações, por meio de sua subscrição no contexto de aumentos de capital<sup>342</sup>.

Nessa situação, o aumento da participação não implicaria a redução do número absoluto de ações em circulação no mercado; além de atender ao interesse social, na medida em que o acionista controlador estaria aportando recursos à companhia, possivelmente em decorrência da não participação de acionistas minoritários no aumento de capital<sup>343</sup>.

339 Cf. art. 1.228 do Código Civil.

340 Cf., quanto ao exercício do direito de voto inerente à ação gravada, o art. 114 da Lei das S.A.

341 “Assim, por exemplo, recomenda-se que toda norma que restrinja os direitos e garantias fundamentais reconhecidos e estabelecidos constitucionalmente deva ser interpretada restritivamente.” FERRAZ JR., Tercio Sampaio. *Introdução ao Estudo do Direito: técnica, decisão, dominação*. 4ª ed. São Paulo: Atlas, 2003, p. 296.

342 Originalmente, a Minuta de Instrução que se transformou na Instrução CVM nº 361/02 previa que a subscrição de novas ações poderia ocasionar um aumento de participação para os fins da regra. Esse ponto foi objeto de diversas críticas no processo de Audiência Pública e, por isso, a hipótese foi excluída no momento de edição da norma.

343 Tratando-se de aumento de capital por subscrição privada. “Com efeito, na hipótese de os acionistas minoritários não exercerem 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, com isso, possa ser obrigado a realizar oferta pública. Entender o contrário praticamente inviabilizaria qualquer aumento de capital de companhia aberta, visto que,

Portanto, haveria *aquisição*, mas não haveria *potencial estreitamento* – já que o número absoluto de ações em circulação permaneceria, quando menos, inalterado.

A segunda hipótese a ser examinada consiste no aumento de participação resultante de ato praticado *pela companhia*: por exemplo, o resgate ou a recompra de ações.

Embora aquelas condutas possam provocar um potencial estreitamento do mercado, elas não são juridicamente imputáveis ao acionista controlador – que não se confunde com a companhia, ainda que seja um órgão social.

Em outras palavras, há um potencial *estreitamento*, mas não há *aquisição* de ações pelo acionista controlador<sup>344</sup>. Essa conclusão, naturalmente, não impede a apuração de eventual desvio de finalidade na atuação da companhia.

A terceira hipótese que merece exame refere-se à celebração, pelo acionista controlador, de contratos de derivativos com instituição financeira, em razão do qual esta adquira ações no mercado, mantendo-as em carteira por determinado período de tempo<sup>345</sup>.

---

se os minoritários não exercerem o direito de preferência e não houver interesse de terceiros subscritores, o acionista controlador estaria obrigado a cancelar o aumento de capital ou a promover oferta pública para aquisição das ações pertencentes aos minoritários.” CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. *A nova Lei das sociedades anônimas*. São Paulo: Saraiva, 2002, p. 66.

344 O que não impede, como se verá adiante, que as ações recompradas sejam excluídas da base de cálculo utilizada para a fixação do limite de participação que pode ser atingido pelo acionista controlador. Processo Administrativo CVM nº RJ RJ2014/3723 (Caso Sofisa), Rel. SER/GRE-1, julgado em 20 de maio de 2014. Disponível em <[http://www.cvm.gov.br/decisoes/2014/20140520\\_R1/20140520\\_Do2.html](http://www.cvm.gov.br/decisoes/2014/20140520_R1/20140520_Do2.html)>; Processo Administrativo CVM nº RJ 2014/4393 (Caso Cremer), Rel. SRE, julgado em 03 de junho de 2014. Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/decisoes/2014/20140603\\_R1/20140603\\_Do2.html](http://www.cvm.gov.br/decisoes/2014/20140603_R1/20140603_Do2.html)>.

345 O exemplo mais comum nesse sentido são os chamados *total return swap* – contratos em que as partes ficam expostas a certos riscos de oscilação da cotação das ações utilizadas como referencial. “Num *Total Return Swap* (TRS), um investidor (o receptor do *total return*) entra num contrato derivativo segundo o qual ele irá receber todos os fluxos de caixa associados com um dado ativo de referência ou índice financeiro sem efetivamente, em algum momento, ter comprado ou sido proprietário do ativo ou do índice. Os pagamentos são feitos pela outra parte no contrato de TRS, o pagador do *total return*. Diferente de um *swap* sobre ativo, que essencialmente retira o risco de crédito do ativo prefixado, um *total return swap* expõe os investidores a todos os

Nesse cenário, há um potencial prejuízo à liquidez acionária, ocasionado pelo potencial estreitamento do mercado e pelo eventual desequilíbrio provocado no fluxo de ordens. Mas haveria *aquisição* pelo acionista controlador, ainda que indiretamente?

A resposta, em princípio, é negativa.

Com efeito, não se pode *presumir* que as aquisições realizadas por contraparte do acionista controlador em contrato de derivativos tenham sido efetuadas no interesse do próprio controlador.

Em contratos dessa natureza, as aquisições podem ter como finalidade exclusiva a proteção (*hedge*) da parte em face dos riscos econômicos inerentes ao contrato. Trata-se de prática comum e adequada à gestão dos riscos do instrumento celebrado.

Por outro lado, a existência de elementos indicativos de fraude, que permitam a imputação das aquisições feitas por terceiros ao acionista controlador, poderia, naturalmente, levar a uma conclusão distinta.

Há, ainda, outras situações que revelariam o limitado âmbito de incidência do art. 4º, §6º, da Lei das S.A.

Pense-se, por exemplo, na celebração de acordo de acionistas entre o acionista controlador e um minoritário relevante, no qual se estabelecessem restrições à circulação das ações vinculadas.

Nesse caso, o acionista controlador provocaria uma potencial redução na liquidez do mercado acionário, ao contratar restrições à circulação de ações detidas por acionista minoritário – que, de resto, decorreriam do próprio §4º, do art. 118 da Lei das S.A.

Contudo, não incidiria o art. 4º, §6º, da Lei das S.A., tendo em vista que a celebração de acordo de acionistas não corresponde a uma *aquisição* de ações, seja de forma direta ou indireta.

É importante notar que as condutas mencionadas não configuram a *hipótese de incidência* (aquisição) do art. 4º, §6º, da Lei das S.A.

---

riscos associados com os ativos de referência, crédito, taxa de juros etc.” BONFIM, Antulio N. *Derivativos de crédito e outros instrumentos*. São Paulo: Elsevier, 2007, p. 94.



Isso não significa, evidentemente, que elas não tenham impactos sobre o limite de ações que podem ser adquiridas pelo controlador para que se configure um “impedimento de liquidez”. Esse aspecto será examinado adiante.

#### 6.4.1.3. ATINGIMENTO DE PORCENTAGEM QUE IMPEÇA A LIQUIDEZ: O PECADO ORIGINAL

Finalmente, o terceiro requisito de incidência da obrigação prevista no art. 4º, §6º, da Lei das S.A. é a ocorrência de um “*impedimento de liquidez*”, resultante de aquisições realizadas pelo acionista controlador.

A expressão “*impedimento de liquidez*” constitui um conceito indeterminado, no sentido de que há consequências estabelecidas – a obrigatoriedade de realização da OPA –, sem que o conteúdo da hipótese de incidência esteja definido<sup>346</sup>.

##### 6.4.1.3.1. UM PROBLEMA FINANCEIRO

A expressão denota um problema da teoria financeira, examinado no Capítulo 2: como se deve mensurar a liquidez do mercado acionário e as transformações nela ocorridas?

Como visto, não há um consenso a esse respeito e diversas são as soluções propostas.

Um dos critérios mais difundidos é o da diferença entre as ofertas de compra e as ofertas de venda de determinada ação – o chamado *bid-ask spread*. Além dele, outros referenciais úteis para que se possa aferir a liquidez de uma ação são a quantidade de negócios realizados diariamente; o volume financeiro representado pelas ações em circulação; e o número de acionistas titulares de ações em circulação.

Os métodos de mensuração de liquidez discutidos pelos economistas buscam *quantificar* os elementos que constituem o conceito de liquidez: a *velocidade de negociação*; o *volume de negócios*; os *custos de negociação*; e os *impactos dos negócios sobre o preço do ativo*.

Em outras palavras, busca-se aferir a *profundidade*, a *amplitude* e a *resiliência* do mercado existente para determinada ação. Trata-se, como se disse, de um problema essencialmente *matemático*<sup>347</sup>.

Seria de se esperar, portanto, que a Lei das S.A. trilhasse o mesmo caminho das teorias financeiras, isto é, o de indicar que a liquidez de um ativo deve ser mensurada *também* a partir daqueles referenciais.

Contudo, ao atribuir à CVM competência para definir o que caracterizaria um “*impedimento de liquidez*”, a Lei das S.A. fez referência apenas à “*porcentagem*” atingida pelo acionista controlador.

##### 6.4.1.3.2. UM CONCEITO FORMAL

A menção a um “*percentual*” revela a premissa de que partiu o legislador: a de que um *impedimento de liquidez* poderia resultar, pura e simplesmente, do atingimento de determinada participação acionária pelo acionista controlador, isto é, da concentração da propriedade acionária nas mãos daquele acionista.

A premissa é condizente com o contexto em que a regra foi editada. No início dos anos 2000, os casos de fechamento branco de capital demonstravam que o aumento de participação poderia, efetivamente, ter repercussões negativas sobre o mercado acionário.

O problema, contudo, é que a fixação de uma porcentagem *abstrata* em princípio não é suficiente para quantificar a liquidez das ações emitidas por companhias específicas<sup>348</sup>.

Em certas companhias, o controlador pode ter mais de 85% do capital social, e ainda assim as ações em circulação serem dotadas de liquidez – por exemplo, por representarem volume financeiro expressivo e por serem detidas por uma grande quantidade de acionistas de mercado, que as negociam habitualmente.

346 Cf. ENGISCH, Karl. *Einführung in das juristische Denken*. 10. Auflage. Stuttgart: Verlag W. Kohlhammer, 2005, p. 136 e ss.

347 Cf. Item 2.4.2.

348 “A lei diz ‘impeça liquidez’, como se apenas o aumento de participação do controlador no capital social possa impedir a liquidez das ações.” SZTAJN, Rachel. Conceito de Liquidez na Disciplina do Mercado de Valores Mobiliários. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, nº 126, 2002, p. 26.



Em outras, o controlador pode ter 51% do capital social, sem que as ações em circulação tenham liquidez. Isso ocorrerá, por exemplo, quando elas forem detidas por poucos acionistas, interessados em manter suas posições ao invés de negociarem ações habitualmente.

Em outras palavras: o simples atingimento, pelo acionista controlador, de um percentual fixado abstratamente pode, em diversas circunstâncias, não ter absolutamente *nenhum* impacto sobre a liquidez do mercado acionário<sup>349</sup>.

É o que ocorre, por exemplo, quando o acionista controlador adquire a participação detida por um minoritário que, anteriormente, não negociara sequer uma ação da companhia.

Mais relevante do que o simples atingimento de uma porcentagem pelo acionista controlador é examinar o *comportamento do mercado* em relação às demais ações emitidas pela companhia.

Após as aquisições realizadas pelo acionista controlador, a quantidade de negócios aumentou, diminuiu ou permaneceu inalterada? O *bid-ask spread* sofreu alguma variação significativa? A quantidade de ordens de compra e venda em aberto foi alterada substancialmente? Houve desequilíbrio no fluxo de ordens?

Essas perguntas certamente contribuiriam para que se mensurasse a *liquidez* do mercado acionário a partir dos atributos intrínsecos àquela característica.

Embora a concentração acionária seja, inegavelmente, um fator relevante para a liquidez do mercado acionário, o percentual detido pelo acionista controlador, por si só, muitas vezes não dirá absolutamente nada sobre a *profundidade*, a *amplitude* ou a *resiliência* do mercado.

Por esses motivos, a premissa implícita ao art. 4º, §6º da Lei das S.A. – repita-se: a de que o atingimento de uma participação fixada abstratamente, por si só, seria capaz de causar um *impedimento de liquidez* –

349 A exemplo do que se verificou no Processo Administrativo Sancionador RJ2004/4627, julgado em 28 de janeiro de 2005. Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2005/20050128\\_PAS\\_RJ20044627.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2005/20050128_PAS_RJ20044627.pdf)>.

representa o *pecado original* da solução regulatória vigente no Brasil: faz-se referência à *liquidez*, mas se requer que sua mensuração seja feita com base em um critério que, isoladamente, é de todo insuficiente para esse fim, por corresponder a apenas um dos fatores que podem influenciá-la.

Dito de outra forma: é como se a *liquidez* constante da expressão “*impedimento de liquidez*” não fosse a *liquidez* “dos economistas” – com a qual se importam os participantes do mercado de capitais.

#### 6.4.1.3.3. UMA CONTRADIÇÃO INTERNA

No art. 4º, §6º, da Lei das S.A., desconsiderou-se a dimensão financeira da liquidez, partindo-se da duvidosa premissa de que o atingimento de um percentual fixado abstratamente seria suficiente para que se diagnosticasse um “impedimento de liquidez”.

Contudo, curiosamente, ao referir-se à liquidez do mercado acionário em outros dispositivos, a Lei das S.A. seguiu uma direção distinta.

É o que aconteceu, especificamente, nas hipóteses previstas nos artigos 136-A, §2º, II, e 137, II, nas quais a Lei das S.A. permitiu que se afastasse o direito de recesso caso as ações da companhia fossem “*dotadas de liquidez e dispersão no mercado*”.

Essas hipóteses têm a finalidade de preservar o caixa das companhias abertas, evitando que estas suportem os ônus financeiros associados ao pagamento do reembolso quando os acionistas tiverem a alternativa de negociar suas ações no mercado<sup>350-351</sup>.

Nesse contexto, a Lei das S.A. também atribuiu competência à CVM para regulamentar a matéria.

350 EIZIRIK, Nelson. Reforma das S.A. e Direito de Recesso. In: *Revista de Direito Mercantil*, 111, 1998, p. 76; CAMPOS, Luiz Antonio de Sampaio. Notas sobre o Direito de Recesso e Existência de Titularidade Ininterrupta (art. 137, §1º). In: CASTRO, Rodrigo Monteiro de; WARDE JÚNIOR, Walfrido Jorge; GUERREIRO, Carolina Dias Tavares (Org.). *Direito Empresarial e Outros Estudos de Direito em Homenagem ao Professor José Alexandre Tavares Guerreiro*. São Paulo: Quartier Latin, 2013, p. 248.

351 A alteração promovida pela Lei nº 9.457/97 era, há tempos, proposta no âmbito doutrinário. Veja-se, por exemplo, SZTAJN, Rachel. O direito de recesso nas sociedades comerciais. In: *Revista de Direito Mercantil*, 71, 1988, p. 54.

Mas, para esse fim, a lei acionária estabeleceu a premissa de que haveria *liquidez* “quando a espécie ou classe de ação, ou certificado que a represente, integra índice geral representativo de carteira de valores mobiliários admitido à negociação no mercado de valores mobiliários, no Brasil ou no exterior, definido pela Comissão de Valores Mobiliários”<sup>352</sup>.

Ou seja: a competência atribuída à CVM limita-se à escolha de índice adequado para indicar que uma ação seria dotada de *liquidez*.

Nesse contexto, a CVM elegeu o IBOVESPA como parâmetro aceitável para que se afaste o direito de recesso naquelas hipóteses. A escolha faz sentido: o IBOVESPA tem por objetivo indicar o “desempenho médio das cotações dos ativos de maior negociabilidade e representatividade do mercado de ações brasileiro”. Os critérios de inclusão de uma ação no índice abrangem, entre outros, o volume financeiro dos negócios realizados com a ação e a quantidade de negócios<sup>353</sup>.

Além disso, os artigos 136-A e 137 da Lei das S.A. também fazem referência ao conceito de *dispersão*, definindo-o como a situação em que “o acionista controlador, a sociedade controladora ou outras sociedades sob seu controle detiverem menos da metade da espécie ou classe de ação”<sup>354</sup>.

Ao afastar a possibilidade de exercício do direito de recesso em certas situações, a Lei das S.A. reconheceu expressamente a diferença entre *dispersão* e *liquidez*.

Consequentemente, ela reconheceu que a facilidade de negociar uma ação não depende, necessariamente, da propriedade acionária detida pelo acionista controlador.

Por outro lado, no art. 4º, §6º da lei acionária, os conceitos de alguma forma se misturam: não se mensura a *liquidez* por meio da inclusão de

uma ação em índice oficial; mas sim pela *porcentagem* detida pelo acionista controlador – o que talvez fosse suficiente para que se aferisse se há ou não *dispersão* (no sentido legal), mas nada diz quanto ao *número de acionistas minoritários que efetivamente negociam a ação*, tampouco quanto ao *volume de negócios*.

Ou seja: o art. 4º, §6º da Lei das S.A. determina que se verifique a ocorrência de um “impedimento de liquidez” por meio de um critério que está relacionado à *dispersão* acionária; e embora a dispersão possa influenciar a liquidez de um ativo, ela, por si só, não corresponde a nenhum dos atributos intrínsecos a um mercado líquido.

Desse modo, a Lei das S.A. parece ter incorrido em uma contradição: para que se afaste o direito de recesso, *liquidez* tem um significado; mas para que se configure o requisito de incidência da OPA por aumento de participação, o sentido do vocábulo é outro.

É como se se tratasse de coisas distintas – o que não deveria ser o caso.

## 6.5. A INSTRUÇÃO CVM Nº 361/02

Como demonstrado, o art. 4º, §6º, da Lei das S.A. coloca desafios de compreensão aos seus intérpretes.

É o que ocorre em relação ao sentido e ao alcance do termo “acionista controlador”; e à extensão do verbo “adquirir”.

A Instrução CVM nº 361/02 não apresenta elementos que elucidem a interpretação daqueles pontos. E talvez ela sequer pudesse fazê-lo, na medida em que, em tese, a competência atribuída à CVM foi apenas a de fixar o limite percentual que, uma vez ultrapassado pelo acionista controlador, ensejaria a realização da OPA por aumento de participação<sup>355</sup>.

Mas os desafios regulatórios impostos pelo art. 4º, §6º da Lei das S.A. não são apenas hermenêuticos.

352 Cf. art. 137, II, “a”, da Lei das S.A.

353 Cf. art. 9º da Instrução CVM nº 565/15: “A condição de liquidez prevista no art. 137, II, “a”, da Lei nº 6.404, de 1976, estará atendida quando a espécie ou classe de ação, ou certificado que a represente, integrar o Índice Bovespa – IBOVESPA na data do aviso de fato relevante que anunciar a operação. A explicação sobre a composição do IBOVESPA está disponível em: <[http://www.bmfbovespa.com.br/pt\\_br/produtos/indices/indices-amplos/indice-bovespa-ibovespa.htm](http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/indices/indices-amplos/indice-bovespa-ibovespa.htm)>.

354 Cf. art. 137, II, “b”, da Lei das S.A.

355 Ou seja, em princípio não poderia a Instrução CVM nº 361/02 solucionar um problema que é da própria lei acionária. Sobre esse aspecto, cf. COMPARATO, Fábio Konder. Cancelamento voluntário de registro de companhia aberta. Aquisição de ações do próprio capital e abuso de controle. In: COMPARATO, Fábio Konder. *Direito Empresarial - Estudos e Pareceres*. São Paulo: Saraiva, 1990, p. 110-12.

O maior problema do dispositivo, como visto, é de *efetividade*: ele atribui à CVM a talvez irrealizável tarefa de definir, objetivamente e abstratamente, quando a porcentagem detida pelo acionista controlador configuraria um “*impedimento de liquidez*”.

Em outras palavras: a Lei das S.A. exige que a CVM caracterize um elemento composto por diversos atributos com base em apenas um fator de influência – configurando-se um claro exemplo de inadequação dos meios aos fins.

Com base nessa competência, a CVM estabeleceu duas hipóteses, previstas no art. 26 da Instrução CVM nº 361/02:

- (i) em primeiro lugar, a aquisição, pelo acionista controlador ou pessoa a ele vinculada, por outro meio que não uma OPA, de ações que representem “*mais de 1/3 (um terço) do total das ações de cada espécie e classe em circulação, observado o disposto nos §§1º e 2º do art. 37*”; e
- (ii) em segundo lugar, a aquisição, pelo acionista controlador ou pessoa a ele vinculada, de “*participação igual ou superior a 10% (dez por cento) daquela mesma espécie e classe em período de 12 (doze) meses, sem que seja atingido o limite de que trata o caput*”. Nessa hipótese, “*a CVM poderá determinar a realização de OPA por aumento de participação, caso verifique, no prazo máximo de 6 (seis) meses a contar da comunicação da referida participação, que tal aquisição teve o efeito de impedir a liquidez das ações da espécie e classe adquirida.*”

## 6.6. PRIMEIRA HIPÓTESE REGULAMENTAR: AQUISIÇÃO DE 1/3 DAS AÇÕES EM CIRCULAÇÃO

Como mencionado, a primeira hipótese que caracteriza um “*impedimento de liquidez*” consiste na aquisição, pelo acionista controlador, de “*mais de 1/3 (um terço) do total das ações de cada espécie e classe em circulação*”.

A adoção daquele critério foi objeto de dúvidas.

Quando a CVM elaborou a Instrução CVM nº 361/02, ela indicou, no Edital de Audiência Pública, que estava “*particularmente interessada*

*em receber opiniões*”<sup>356</sup> sobre qual entre os seguintes parâmetros deveria ser adotado para que se estabelecesse uma *presunção* de impedimento de liquidez: (a) a aquisição de 1/3 das *ações em circulação* – que acabou prevalecendo; ou (b) a manutenção, em circulação, de ações que representassem menos de 25% *do total de cada classe e espécie*<sup>357</sup>.

Os critérios propostos não se distinguem apenas por uma questão numérica. A principal diferença refere-se à *base de cálculo* adotada por cada um deles.

No primeiro critério, o limite deve ser calculado com base na *quantidade de ações em circulação*; ao passo que, no segundo critério, a base de cálculo é o *total de ações de cada classe e espécie emitidas*.

Observe-se, a propósito, que a Lei das S.A. não indica qual base de cálculo deveria ser adotada. Ela apenas menciona, no §6º do art. 4º, que a CVM fixará a “porcentagem” – sem dizer se trata-se de porcentagem “do capital social” ou “das ações em circulação”.

A diferença entre essas hipóteses não é meramente teórica. Pelo contrário, ela é extremamente relevante.

Uma porcentagem do *total de ações emitidas* sempre corresponderá a um número fixo e previsível de ações – salvo, obviamente, quando

356 Conforme se lê no Edital de Audiência Pública, publicado no Diário Oficial da União de 24 de janeiro de 2002, fl. 71: “6. A CVM, além dos pontos acima mencionados, está particularmente interessada em receber opiniões sobre os seguintes pontos: (...) III – Quanto à OPA por aumento de participação do controlador, criada pela Lei 10.303/01: (a) os critérios de impedimento de liquidez utilizados (quantidade de ações em circulação inferiores a 25% do capital representado por tais ações, ou aquisição de mais de 1/3 das ações em circulação quando da entrada em vigor da Instrução).”

357 Logo após a conclusão da Audiência Pública, a CVM fixou um prazo adicional de 30 (trinta) dias para que certos pontos da Instrução 361 pudessem ser revistos, sem prejuízo de sua imediata entrada em vigor. Entre eles, estava o critério de 1/3 então adotado, mas nenhuma alteração se fez a esse respeito. Cf. Relatório publicado no Diário Oficial da União de 8 de março de 2002, fls. 40-41: “4. Optou-se, assim, sem prejuízo da plena vigência da Instrução, por desde logo estabelecer um prazo de 30 dias para a sua revisão, aguardando-se nesse prazo manifestações do mercado sobre a necessidade de ajustes no texto adotado, especialmente quanto: (...) d) o critério utilizado como definidor da presunção de impedimento de liquidez mínima, para efeito de realização de OPA para aumento de participação (2/3 do free float), e a necessidade de encontrar outros critérios, excludentes ou complementares do utilizado, além daquele já existente na Instrução (aquisição de 10% da espécie ou classe no período de 12 meses).”

ocorrer modificação do capital social; por outro lado, o total de *ações em circulação* pode variar *diariamente*.

Antes de se examinar esse ponto a fundo, é preciso esclarecer o conceito de “ações em circulação” adotado pela Instrução CVM nº 361/02.

### 6.6.1. O CONCEITO DE AÇÕES EM CIRCULAÇÃO

Como mencionado, no vocabulário corrente, a expressão “ações em circulação” designa *as ações disponíveis para negociação no mercado*<sup>358</sup>.

Quando se examina o sentido técnico da expressão, percebe-se que ela não encontra significado unívoco na regulamentação em vigor.

Por exemplo, para alguns fins, deve-se excluir do cômputo das ações em circulação as ações em tesouraria; para outros, a mesma exclusão não faria sentido<sup>359</sup>. Mesmo a Instrução CVM nº 361/02 adota a expressão em mais de um sentido – o primeiro aplicável como regra geral, o segundo aplicável apenas para um fim específico<sup>360</sup>.

De todo modo, na maior parte dos casos, o conceito aplicável é substancialmente idêntico àquele constante do art. 4º-A, §2º, da Lei das S.A., segundo o qual ações em circulação são “*todas as ações do capital da companhia aberta menos as de propriedade do acionista controlador, de diretores, de conselheiros de administração e as em tesouraria*.”

A Instrução CVM nº 361/02 praticamente reproduziu a definição legal, com pequenos ajustes, tendo estabelecido que ações em circulação são “*todas as ações emitidas pela companhia objeto, excetuadas as ações detidas pelo acionista controlador, por pessoas a ele vinculadas, por administradores da companhia objeto, e aquelas em tesouraria*”.

358 Como indicado anteriormente, cf. INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSION (IOSCO). *Factors Influencing Liquidity in Emerging Markets - Report of the IOSCO Emerging Markets Committee*. 2007, p. 13. <<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD258.pdf>>. Último acesso em 06 de dezembro de 2016.

359 Por exemplo, para os fins da Instrução CVM nº 567/15, que fixa o limite máximo de ações que podem ser mantidas em tesouraria.

360 Trata-se da regra prevista no art. 16, II, da Instrução CVM nº 361/02, examinada no capítulo anterior, segundo a qual, para os fins de verificação do quórum de aceitação da OPA para cancelamento de registro, são consideradas como ações em circulação “apenas as ações cujos titulares concordarem expressamente com o cancelamento de registro ou se habilitarem para o leilão de OPA”.

Como se pode ver, a definição de ações em circulação é feita *por exclusão*: quaisquer ações *que não sejam detidas* pelas pessoas referidas serão consideradas *em circulação*.

Não importa, assim, *quantos acionistas* são titulares das ações em circulação; qual o perfil desses acionistas ou a quantidade de ações detida por cada um deles: na essência, *presume-se* que as ações estarão disponíveis para negociação desde que elas não sejam detidas pelo acionista controlador, pessoa a ele vinculada, ou por administrador.

Quanto aos elementos que o constituem, o conceito adotado tem ao menos dois problemas relevantes.

#### 6.6.1.1. A EXCLUSÃO DOS ADMINISTRADORES

Em primeiro lugar, não parece fazer sentido que o conceito não abranja as ações detidas por administradores.

O correto seria justamente o contrário: embora aos administradores se imponham mais restrições à negociação do que a um acionista comum – o que decorre da posição que ocupam na companhia<sup>361</sup> – trata-se de agentes que frequentemente negociam ações no mercado, para monetizar a parcela de sua remuneração percebida em ações.

Exatamente por esse motivo, JOHN COFFEE JR. afirma que um dos problemas dos modelos de planos de remuneração baseados em ações adotados nos Estados Unidos reside na *excessiva liquidez que aqueles planos proporcionam* – constatação aplicável a parte significativa dos planos vigentes no Brasil<sup>362</sup>.

361 Trata-se das regras que restringem a negociação por parte dos agentes que possuem informações privilegiadas sobre o emissor, previstas tanto na Instrução CVM nº 358/02 quanto na Lei das S.A. (art. 155, §§1º e 4º) e na Lei nº 6.385/76. “Em relação às ações de propriedade do controlador e às em tesouraria, não há dúvida quanto a não estarem no mercado. Porém, incluir aí ações de diretores e membros de conselho de administração parece demasia.” SZTAJN, Rachel. Conceito de Liquidez na Disciplina do Mercado de Valores Mobiliários. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, nº 126, 2002, p. 25.

362 “The hidden problem here is not that stock options provide excessive compensation, but that they provide excessive liquidity. This excess liquidity was, in turn, partially the product of deregulatory reform at the SEC in the early 1990s, which relaxed the rules under Section 16(b) of the Securities Exchange Act of 1934 to permit officers and directors to exercise stock options and sell the underlying shares

Além disso, a exclusão das ações detidas pelos administradores pode acarretar outra distorção: quando um acionista minoritário detentor de participação relevante se elege administrador – o que é possível, entre outros, pelo mecanismo de eleição em separado previsto no art. 141 da Lei das S.A., ou pelo chamado voto múltiplo –, suas ações automaticamente deixarão de ser consideradas “em circulação”; embora o então eleito administrador continue sendo um acionista minoritário da companhia<sup>363</sup>.

#### 6.6.1.2. A AUSÊNCIA DE CRITÉRIOS QUALITATIVOS

O segundo problema do conceito legal e regulamentar de *ações em circulação* reside no fato de que ele não inclui critérios *qualitativos* – que não seriam incompatíveis com o propósito de objetividade que provavelmente norteou o legislador e o regulador.

Nesse sentido, o conceito poderia estabelecer um limite máximo de participação para que um acionista seja considerado titular de “ações em circulação”, a exemplo do que se fez alhures<sup>364</sup>.

Por esses motivos, a regulamentação repete o “pecado original” da Lei das S.A., na medida em que presume ser possível avaliar a liquidez das ações apenas com base na *variação da quantidade de ações em circulação*.

### 6.6.2. OS PROBLEMAS DA BASE DE CÁLCULO ADOTADA

#### 6.6.2.1. UM PROBLEMA OPERACIONAL: VARIAÇÕES PERMANENTES

Retomando-se o ponto feito ao final do item 6.6., convém esclarecer por que o critério adotado (aquisição de 1/3 das ações em circulação) tem um grave problema operacional.

Por sua natureza, a quantidade de *ações em circulação* varia constantemente ao longo da vida social.

Ela se altera se a companhia recomprar e/ou alienar ações de própria emissão; se o acionista controlador e os administradores comprarem e/ou venderem ações; se a companhia emitir novas ações em um aumento de capital ou em uma oferta pública; se acionistas celebrarem acordos de acionistas e retirarem ações de circulação do mercado; e em várias outras situações.

Diante de um critério que se altera em razão de tão ampla variedade de eventos, coloca-se a seguinte questão: qual seria a *data base* para que se calculasse o limite de 1/3 das ações em circulação que, uma vez ultrapassado, ensejaria a realização da OPA por aumento de participação?

Inicialmente, a Instrução CVM nº 361/02 limitava-se a indicar uma data fixa, prevista no art. 37, correspondente à data de entrada em vigor da Instrução CVM nº 345/00 – ou seja, 4 de setembro de 2000<sup>365</sup>.

Não é difícil inferir os problemas daí decorrentes: ao estabelecer apenas uma *data fixa*, a Instrução CVM nº 361/02 desconsiderou a mutabilidade intrínseca ao conceito de *ações em circulação*. Desse modo, excluiu-se a possibilidade de que fossem realizados ajustes na base adotada para o cálculo do limite de 1/3.

Em outras palavras: ao não contemplar a possibilidade de ajustes em uma base de cálculo que é variável por natureza (total de ações em circulação), a Instrução CVM nº 361/02 impôs às companhias que calculassem o limite de 1/3 com base em uma fotografia desatualizada do quadro acionário e da estrutura de capital da companhia.

365 Cf. art. 37, §1º, da Instrução CVM nº 361/02.

without holding the shares for the previously required six-month period. Thus, executives could view stock options as the equivalent of cash, because they were not required to bear the risk of holding the underlying stock for even six months.” COFFEE JR., John. *Gatekeepers: the professions and corporate governance*. New York: Oxford University Press, 2006, p. 64.

363 Este ponto é examinado sob a ótica do Novo Mercado em artigo de autoria de VIO, Daniel de Ávila. A regra de free float mínimo prevista no Novo Mercado deve ser alterada pela BM&FVoespa? In: *Revista Capital Aberto*, Número 150, 2016, p. 52.

364 A regra 102.01B(D) do *Listed Company Manual* da *New York Stock Exchange* (NYSE), por exemplo, expressamente exclui do conceito de ações “detidas pelo público” aquelas detidas por acionista com participação acionária de 10% ou mais na companhia objeto. Nesse mesmo sentido, o art. 2(2) da *Delegated Regulation EU 2016/2860* – que regulamentou a *Regulation (EU) 600/2014 (MiFID II)* –, ao definir o conceito de “mercado líquido”, exclui do cômputo do *free float* as ações detidas por acionista com participação individual de 5% ou mais do capital votante da companhia objeto. Sobre a definição de “mercado líquido” na MiFID II, cf. MOLONEY, Niamh. *EU securities and financial markets regulation*. 3<sup>rd</sup> ed. Oxford: Oxford University Press, 2014, 493 e ss.; e SCHWARK, Eberhard; ZIMMER, Daniel (Hsbg.). *Kapitalmarktrechts-Kommentar*. 4 Auflage. München: Verlag C. H. Beck, 2010, p. 1698.

Esse problema foi discutido durante o processo de edição da Instrução CVM nº 487/10, que inseriu duas novas regras a esse respeito na Instrução CVM nº 361/02: o atual §5º do art. 26<sup>366</sup> e o art. 35-A<sup>367</sup>.

O §5º do art. 26 prevê, em síntese, qual será a data base para o cálculo do limite de 1/3 nas companhias que tivessem ingressado no mercado após a entrada em vigor da Instrução CVM nº 345/00.

O art. 35-A, por sua vez, estabeleceu que “*a pedido do acionista controlador, a CVM poderá autorizar que sejam realizados ajustes no número de ações em circulação que serve de base para cálculo do limite de 1/3 (um terço) previsto nos arts. 15, inciso I e 26, caso esse número tenha se alterado de maneira significativa após as datas estabelecidas nos referidos dispositivos e no art. 37, §1º, em razão de aumentos de capital, ofertas públicas de distribuição ou operações societárias.*”

Apesar de sua louvável finalidade, o art. 35-A não soluciona o problema operacional resultante da adoção das ações em circulação como base de cálculo para o limite de 1/3.

366 Cf. art. 26, §5º da Instrução CVM nº 361/02: “*Não sendo aplicável o disposto nos §§1º e 2º do art. 37, o limite de 1/3 (um terço) previsto no caput 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.*”

367 Como se vê do Relatório de Audiência Pública SDM 02/2010, que resultou na edição da Instrução 487: “*Em relação à base de cálculo de 1/3 das ações em circulação para fins de incidência da OPA, a Versão Original considera o número de ações em circulação quando a Instrução CVM nº 361/02 entrou em vigor, o que suscitou críticas e dúvidas de muitos participantes. As dúvidas se referem principalmente a hipóteses em que houve aumento de capital e mudança na estrutura de controle da companhia após a data fixada pela Instrução. (...) A CVM procurou esclarecer a questão, adotando como base para cálculo do 1/3 o número de ações em circulação na data do encerramento da primeira oferta pública de distribuição de ações da companhia ou, caso não tenha havido oferta, na data da obtenção do registro para negociação de ações nos mercados de valores mobiliários. (...) Em relação às dificuldades que possam surgir por conta de aumentos de capital ou operações societárias ocorridas desde tais eventos, a CVM optou por incluir uma previsão de que poderá admitir ajustes em função de tais fatores, após a análise de cada caso.*” (grifou-se) Disponível em <[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias\\_publicas/ap\\_sdm/anexos/2010/sdm0210-relatorio.doc](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2010/sdm0210-relatorio.doc)>. Acesso em 11 de julho de 2015.

Em primeiro lugar, os ajustes não deveriam ser feitos apenas mediante requerimento do acionista controlador. A CVM tem competência para fazê-lo de ofício, ao avaliar, concretamente, se uma aquisição do controlador terá ou não atingido o limite de 1/3 das ações em circulação<sup>368</sup>.

Em segundo lugar, o art. 35-A estabeleceu um rol *limitado* de hipóteses que autorizariam a realização de ajustes na base de cálculo.

Nesse sentido, eventos relevantes não foram mencionados no dispositivo em questão.

Pense-se, por exemplo, na celebração de acordos de acionistas: não se trata de aumento de capital, de oferta pública de distribuição, tampouco de operação societária. Ainda assim, se o acionista controlador celebrar um acordo de acionistas com o minoritário titular de 20% do capital votante, em questão de segundos a quantidade de ações em circulação diminuirá significativamente.

Imagine-se, ainda, a hipótese em que os administradores e o próprio acionista controlador alienem ações da companhia em mercado; ou na hipótese em que um acionista desvincula-se do bloco de controle, tornando-se acionista minoritário da companhia.

A redação do art. 35-A da Instrução CVM nº 361/02 não alcançaria, em princípio, nenhum desses cenários – o que é um claro equívoco, já que todos eles provocariam alterações na quantidade de ações em circulação.

#### 6.6.2.2. FÓRMULA ELABORADA NO CASO SUZANO

Tendo em vista o limitado alcance do art. 35-A, a área técnica da CVM propôs, em um caso concreto<sup>369</sup>, uma *fórmula* para tratar da questão.

A fórmula foi acolhida pelo Colegiado, embora não esteja refletida em absolutamente *nenhuma* regra ou sequer parecer de orientação da autarquia.

368 A própria autarquia reconheceu essa possibilidade. Cf., nesse sentido, o Processo Administrativo CVM nº RJ 2014/4393 (Caso Cremer), Rel. SRE, julgado em 03 de junho de 2014. Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/decisoes/2014/20140603\\_RJ/20140603\\_Do2.html](http://www.cvm.gov.br/decisoes/2014/20140603_RJ/20140603_Do2.html)>.

369 Cf. o Processo Administrativo CVM nº RJ 2010/13241 (Caso Suzano), Rel. Otavio Yazbek, julgado em 19 de abril de 2011. Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/decisoes/2011/20110419\\_RJ/20110419\\_Do8.html](http://www.cvm.gov.br/decisoes/2011/20110419_RJ/20110419_Do8.html)>.

Em sua concepção original, a fórmula tinha o seguinte enunciado:

$$L(1/3) = 1/3 (AC00 + AAC - ARC + AOPS) - AQ$$

Sendo:

**L(1/3)** – o limite de 1/3 previsto nos artigos 15, I, e 26 da Instrução CVM nº 361/02;

**AC00** – número de ações da classe ou espécie em circulação em 5 de setembro de 2000, ou no momento em que a companhia realizou sua oferta pública inicial (cf. art. 26, §5º);

**AAC** – número adicional de ações da classe ou espécie colocadas em circulação a partir de 5 de setembro de 2000, em decorrência de (a) aumentos de capital com subscrição de ações; (b) bonificações em ações; (c) alienação de ações pela própria companhia objeto em negociação com ações em tesouraria; e (d) conversões de ações de outra classe ou espécie em ações da classe ou espécie para a qual se pretende determinar o limite de 1/3;

**ARC** – o número de ações da classe ou espécie *retiradas* de circulação a partir de 5 de setembro de 2000, em decorrência de (a) resgate, amortização ou reembolso; (b) recompra de ações para manutenção em tesouraria ou cancelamento; (c) conversões de ações da classe ou espécie para a qual se pretende determinar o limite de 1/3;

**AOPS** – número de ações da classe ou espécie alienadas pelo controlador ou por pessoa vinculada, a partir de 5 de setembro de 2000, *por meio de ofertas públicas de distribuição secundárias*; e

**AQ** – número de ações da classe ou espécie adquiridas pelo controlador/pessoa vinculada, desde 5 de setembro de 2000.

Naquela oportunidade, o Colegiado ressaltou que a fórmula poderia, em linha com a sugestão da área técnica, “*nortear a postura da área em casos futuros de mesma natureza*”, sem prejuízo de esforços visando a “*aprofundar a análise dos fundamentos daquela metodologia, de modo a demonstrar que ela, de fato, é consistente com a regulamentação em vigor*”<sup>370(p.seg.)</sup>.

Por um lado, a fórmula se presta a um propósito elogiável: tornar objetiva a aplicação do art. 35-A da Instrução CVM nº 361/02, visando a reduzir incertezas quanto aos ajustes cabíveis na base de cálculo adotada para a fixação do limite de 1/3.

O problema é que, paradoxalmente, o efeito produzido pela fórmula parece ter sido o *oposto* do pretendido.

Em primeiro lugar, porque a fórmula, como dito, não está refletida em nenhuma regra ou parecer de orientação da autarquia. Portanto, ela não vincula a área técnica, tampouco o colegiado em casos futuros – embora possa servir como *ponto de partida*.

Nesse sentido, ao julgar casos concretos, a área técnica já se deparou com situações que revelaram as limitações da fórmula. Em face disso, a postura da área técnica foi a de *mudar a fórmula*, aplicando-a *ao caso que ensejou a mudança*, provocando grave insegurança jurídica<sup>371</sup>.

Em segundo lugar, dificilmente se poderá elaborar uma fórmula que abranja todos os possíveis e imagináveis eventos que podem provocar variações na quantidade de ações em circulação.

Na verdade, as limitações da fórmula e a insegurança jurídica que provoca *não devem ser atribuídas à área técnica ou ao Colegiado* da CVM, mas à própria adoção de uma base de cálculo variável por natureza para a fixação do limite de 1/3.

Além do problema operacional mencionado, a adoção das ações em circulação como parâmetro apresenta outros problemas igualmente relevantes.

#### 6.6.2.3. EQUIPARAÇÃO DE CONTEXTOS DISTINTOS

O critério adotado pela Instrução CVM nº 361/02 parte de uma falsa premissa: a de que a aquisição de 1/3 das *ações em circulação* ocasio-

370 Cf. o Processo Administrativo CVM nº RJ 2010/13241 (Caso Suzano), Rel. Otávio Yazbek, julgado em 19 de abril de 2011. Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/decisoes/2011/20110419\\_R1/20110419\\_Do8.html](http://www.cvm.gov.br/decisoes/2011/20110419_R1/20110419_Do8.html)>.

371 Cf. o referido Processo Administrativo CVM nº RJ 2014/12089, pendente de julgamento pelo Colegiado.



ará o *mesmo efeito* – um “impedimento de liquidez” – sobre *companhias que possuem percentuais distintos de ações em circulação*.

Nesse sentido, aplica-se a presunção tanto à companhia que tiver 49% de suas *ações em circulação*; quanto à companhia que tiver 3% de suas ações em circulação.

Mas há, nesses exemplos, uma diferença relevante: na primeira companhia, após a aquisição de 1/3 das ações em circulação, permanecerão em circulação ações representativas de aproximadamente 32,66% do capital; na segunda companhia, permanecerão em circulação ações representativas de apenas 2% do capital social. Como dizer que em ambas ocorreu um “*impedimento de liquidez*”?

Mais do que isso: pode ser que, no primeiro exemplo, o impacto negativo sobre a liquidez seja *maior* do que no segundo.

E a razão é simples: em ambos os casos, o simples aumento de participação do controlador não diz absolutamente nada sobre uma característica – liquidez – que tem como atributos a *velocidade* de negociação de um ativo; a *quantidade* de negócios, o *impacto sobre o preço* dos ativos; e os *custos de negociação*.

#### 6.6.2.4. ASSIMETRIA QUANTO À AUTORREGULAÇÃO

Como mencionado no Capítulo 3, os regulamentos de listagem dos segmentos especiais de listagem da BM&FBOVESPA estabelecem um *percentual mínimo de ações que devem ser mantidas em circulação*.

Entre os propósitos dos regulamentos, está o de *estimular a liquidez das ações*, por meio da dispersão acionária<sup>372</sup> – ainda que, também aqui, o *meio* seja inadequado para os fins a que se propõe, tendo em vista que a mera manutenção de percentual de ações em circulação não necessariamente *propicia* liquidez.

O critério adotado para esse fim é substancialmente diferente daquele empregado pela Instrução CVM nº 361/02.

A principal diferença refere-se justamente à *base de cálculo* sobre a qual se deve calcular a conduta do acionista controlador.

Ao contrário da Instrução CVM nº 361/02, que faz referência a um momento específico da vida social, os regulamentos de listagem dos segmentos especiais estabelecem uma base de cálculo que não está sujeita a variações diárias: o capital social.

Para os fins dos regulamentos, o que importa é que a quantidade de ações em circulação corresponda a 25% *do capital social, a qualquer tempo*; com a possibilidade, prevista no novo regulamento do Novo Mercado, de flexibilização daquele percentual para 15%, “*desde que o volume financeiro médio diário de negociação das ações da companhia se mantenha igual ou superior a R\$25.000.000,00 (vinte e cinco milhões de reais), considerados os negócios realizados nos últimos 12 (doze) meses (...)*”.

Assim, com a aprovação de um aumento ou redução de capital, a base de cálculo será alterada automaticamente, e conseqüentemente o número de ações correspondentes a 25% (ou 15%, conforme o caso). Não se coloca, portanto, o problema da data base – já que as oscilações no capital social não são tão frequentes quanto às oscilações na quantidade de ações em circulação.

A diferença de critérios pode dar origem a uma situação inusitada (para dizer o mínimo): em certas companhias listadas em segmento especial, a variação de participação do acionista controlador pode, para os fins da regulamentação, caracterizar um “*impedimento de liquidez*”; sem que isso resulte em um descumprimento da regra do regulamento de listagem; e vice-versa.

Dito de outra forma: a companhia atende a um requisito mais restritivo, considerado adequado para ao menos *estimular* a liquidez do mercado acionário, imposto pela autorregulação apenas às companhias que aderiram a segmentos específicos; mas, ao mesmo tempo, verifica-se um “*impedimento de liquidez*”, pelos critérios da regulamentação vigente.

372 Veja-se, nesse sentido, Ofício Circular 059/2012-DP da BM&FBovespa, de 13 de novembro de 2012.

## 6.7. SEGUNDA HIPÓTESE REGULAMENTAR: AQUISIÇÃO DE 10% DAS AÇÕES DE DETERMINADA CLASSE OU ESPÉCIE, SEM ATINGIMENTO DE 1/3 DAS AÇÕES EM CIRCULAÇÃO

A segunda hipótese que caracteriza um “*impedimento de liquidez*” para os fins do art. 4º, §6º, da Lei das S.A. está prevista no §1º do art. 26 da Instrução 361<sup>373</sup>.

Há, essencialmente, duas diferenças relevantes entre a hipótese prevista no *caput* do art. 26 (examinada no item anterior) e aquela prevista no §1º do mesmo dispositivo.

A primeira diferença reside no fato de que a norma do §1º não tem incidência automática.

Com efeito, sua aplicação está condicionada a uma decisão da CVM<sup>374</sup>. Para esse fim a CVM deverá examinar, em primeiro lugar, os requisitos objetivos enumerados no §1º. *Caso eles se configurem, a CVM poderá determinar a realização de uma OPA por aumento de participação “caso verifique, no prazo máximo de 6 (seis) meses a contar da comunicação da referida participação, que tal aquisição teve o efeito de impedir a liquidez das ações da espécie e classe adquirida.”*

O problema desse critério salta aos olhos: o art. 26, §1º, da Instrução CVM nº 361/02 é redundante. Ele estabelece que a CVM *podrá* determinar a realização de uma OPA – que tem como fundamento um

373 “Art. 26. §1º Caso as pessoas referidas no *caput* detenham, na entrada em vigor desta Instrução, em conjunto ou isoladamente, mais da metade das ações de emissão da companhia de determinada espécie e classe, e adquiram, a partir da entrada em vigor desta Instrução, isoladamente ou em conjunto, participação igual ou superior a 10% (dez por cento) daquela mesma espécie e classe em período de 12 (doze) meses, sem que seja atingido o limite de que trata o *caput*, a CVM poderá determinar a realização de OPA por aumento de participação, caso verifique, no prazo máximo de 6 (seis) meses a contar da comunicação de aquisição da referida participação, que tal aquisição teve o efeito de impedir a liquidez das ações da espécie e classe adquirida.”

374 Cf. MEMO/SRE/GER-1/Nº 66/2014, apresentado no Processo CVM nº RJ-2014-6527, julgado em 5 de setembro de 2014. Nesse sentido: “Note-se que, ao contrário do que ocorre com a hipótese descrita no *caput* do artigo 26 da Instrução, a realização da OPA por aumento de participação não se torna obrigatória pela simples configuração dos requisitos acima elencados. Conforme dispõe o §1º do aludido dispositivo, uma vez constatada a presença de tais requisitos, a CVM poderá, no prazo de 6 (seis) meses, determinar a realização da OPA, caso entenda que a aquisição teve o efeito de impedir a liquidez das ações da espécie ou classe adquirida.”

“impedimento de liquidez” – caso ela entenda que ocorreu um “*impedimento de liquidez*”. Mas, para esse fim específico, a Instrução não fixou um parâmetro objetivo.

Em outras palavras: na hipótese do §1º, caberá à CVM fazer um juízo com base em elementos meramente *circunstanciais*.

Em segundo lugar, a diferença do §1º para o *caput* do art. 26, da Instrução CVM nº 361/02 é a *base de cálculo* adotada para estabelecer a presunção de liquidez. Na hipótese do §1º, o que importa é saber se as ações adquiridas pelo acionista controlador correspondem a um *percentual do total de ações de cada classe e espécie*<sup>375</sup>.

De todo modo, o exame do dispositivo parece ser essencialmente acadêmico. Até hoje, *não se tem notícia de um caso em que a CVM tenha determinado a realização de uma OPA por aumento de participação com base no §1º do art. 26*<sup>376</sup>.

## 6.8. CONTEÚDO DA OBRIGAÇÃO E PROCEDIMENTO ALTERNATIVO

### 6.8.1. OPA POR PREÇO JUSTO

Caso se verifiquem os requisitos de incidência previstos no art. 4º, §6º, da Lei das S.A. e na Instrução CVM nº 361/02, o acionista controlador estará obrigado a realizar uma OPA por aumento de participação.

A OPA deverá ser dirigida a todos os acionistas titulares da espécie ou classe de ações em que se verificou o aumento de participação, visando à aquisição “*da totalidade das ações remanescentes no mercado*”.

Esta é mais uma diferença em relação à OPA prevista na Instrução CVM nº 299/99, para a qual se poderia fixar um número máximo, in-

375 Nos termos do voto proferido pelo então Diretor Wladimir Castelo Branco: “Entendo, da mesma forma que a PJU, que limite referido dos 10% estabelecido no §1º do artigo 26 da Instrução refere-se à participação no capital social da empresa e não às ações em circulação, cuja previsão está contida no *caput* do artigo.” Cf. Processo CVM nº RJ2002/02608, julgado em 13 de agosto de 2002. Disponível em <[http://www.cvm.gov.br/decisoess/2002/20020813\\_R1/20020813\\_Do5.html](http://www.cvm.gov.br/decisoess/2002/20020813_R1/20020813_Do5.html)>

376 A despeito de, como indicado na nota anterior, o colegiado ter se manifestado sobre o tema no âmbito do Processo CVM nº RJ2002/02608, julgado em 13 de agosto de 2002. Disponível em <[http://www.cvm.gov.br/decisoess/2002/20020813\\_R1/20020813\\_Do5.html](http://www.cvm.gov.br/decisoess/2002/20020813_R1/20020813_Do5.html)>.

ferior à totalidade das ações de determinada classe ou espécie – o que fazia sentido em uma OPA *para* Aquisição de Participação.

E não poderia ser diferente: a finalidade da regra é assegurar aos acionistas minoritários um evento de liquidez caso ocorra uma concentração acionária que provoque, potencialmente, impactos negativos sobre a liquidez de determinada classe ou espécie de ações. Essa finalidade somente poderia ser alcançada se o evento de liquidez fosse assegurado a todos os acionistas afetados pela concentração, indistintamente.

#### 6.8.1.1. INCOMPATIBILIDADE COM O ART. 15 DA INSTRUÇÃO CVM Nº 361/02

É importante notar que a finalidade mencionada parece ser incongruente com o teor do art. 15 da Instrução CVM nº 361/02, examinado no capítulo anterior.

Como explicado, o art. 15 estabelece que o acionista controlador somente poderá adquirir até 1/3 das ações em circulação caso o número de aceitantes da OPA seja inferior a 2/3 das ações em circulação.

Essa regra tem a finalidade de proteger a liquidez das ações remanescentes. O problema é que o pressuposto da OPA por aumento de participação é o de que ocorreu um “impedimento de liquidez”.

Desse modo, o rateio dos acionistas minoritários que aceitassem a oferta corresponderia a impor-lhes um duplo ônus: o de ter a liquidez *supostamente* prejudicada pelo evento que atraiu a incidência da OPA; e o de não poder alienar *todas* as ações no evento de liquidez (a própria OPA) pensada para esse fim<sup>377</sup>.

#### 6.8.1.2. PREÇO JUSTO

Além disso, o art. 4º, §6º, da Lei das S.A. também estabelece que a OPA deve ser realizada “*por preço determinado nos termos do §4º*”.

Desse modo, a OPA deve ser lançada por “*preço justo, ao menos igual ao valor de avaliação da Companhia*”.

Para esse fim, a avaliação deve ser feita com base nos mesmos critérios estabelecidos para a OPA de cancelamento, examinados no capítulo anterior<sup>378</sup>.

Caso os acionistas minoritários exerçam o direito de requerer o procedimento de revisão, a depender do valor apurado pelo novo laudo, o acionista controlador poderá desistir da oferta e utilizar o procedimento alternativo previsto no art. 28 da Instrução CVM nº 361/02<sup>379</sup>.

#### 6.8.2. PROCEDIMENTO ALTERNATIVO

O art. 28 da Instrução 361 prevê uma alternativa à realização de uma OPA por aumento de participação.

De acordo com esse dispositivo, o acionista controlador poderá “*solicitar à CVM autorização para não realizar a OPA por aumento de participação, desde que se comprometa a alienar o excesso de participação no prazo de 3 (três) meses, a contar da ocorrência da aquisição.*”

Como se pode ver, o art. 28 estabelece um caminho em princípio menos oneroso ao acionista controlador, que poderá recompor a quantidade mínima de ações em circulação sem realizar uma OPA.

Ocorre que a abrangência do dispositivo em questão não é clara.

Mais especificamente, discute-se quais seriam os *meios adequados* para que se realize o procedimento alternativo: tratar-se-ia necessariamente de uma venda de ações, ou qualquer meio idôneo seria suficiente?

378 Ou seja, conforme dispõe o art. 4º, §4º, da Lei das S.A., “*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*”.

379 Cf. art. 5º, §1º; e art. 27 da Instrução CVM nº 361/02: “Art. 5º Após a publicação do instrumento de OPA, nos termos do art. 11, sua modificação ou revogação será admitida: (...) §1º Será ainda lícito ao ofertante desistir da OPA para cancelamento de registro e da OPA por aumento de participação, na hipótese de revisão do preço da oferta por força do procedimento previsto no art. 4º -A da Lei 6.404, de 1976, aplicando-se, em tais hipóteses, respectivamente, as regras dos arts. 24, inciso IV, e 28 desta Instrução. (...) Art. 27. Na hipótese de revisão do preço da OPA, na forma prevista pelo art. 4-A da Lei 6.404/76, não será permitida a desistência da OPA pelo ofertante, salvo se adotar o procedimento alternativo a que se refere o art. 28. Parágrafo único. A revisão do preço da OPA adotará os procedimentos estabelecidos nos arts. 23 e 24”.

377 Em sentido contrário, cf. Processo CVM SEI 19957.002501/2017-14, julgado em 13 de junho de 2017.

A interpretação literal do dispositivo poderia levar à conclusão de que a alternativa consistiria exclusivamente em uma alienação de ações.

No entanto, sua interpretação finalística levaria a conclusão diversa, admitindo-se outros meios de recomposição – *e.g.* a realização de aumento de capital com cessão dos direitos de subscrição (e a consequente *diluição* do acionista controlador); a incorporação de sociedade que tivesse acionistas não vinculados ao controlador (também uma hipótese de diluição); e assim por diante.

Não se trata de questão meramente teórica. O tema foi submetido em mais de uma oportunidade ao Colegiado da CVM, que adotou a interpretação finalística exposta acima – sem necessariamente estabelecer solução definitiva para os casos futuros<sup>380</sup>.

### 6.9. APRECIÇÃO CRÍTICA: QUO VADIS?

O art. 4º, §6º, da Lei das S.A. busca coibir a prática de atos, pelo acionista controlador, que “impeçam a liquidez de mercado” das ações de determinada espécie ou classe.

Para esse fim, o dispositivo em questão atribui à CVM competência para definir a “porcentagem” que, uma vez atingida, caracterizaria um “impedimento de liquidez”.

Com base no que se expôs ao longo deste capítulo, impõem-se duas conclusões: as regras instituídas para proteger a *liquidez de mercado* (a) são inefetivas; e (b) causam insegurança jurídica.

#### 6.9.1. INEFETIVIDADE: CRÍTICA À LEI DAS S.A.

Sua *inefetividade* decorre, em primeiro lugar, do *pecado original* cometido pela Lei das S.A. – a qual, como visto, elegeu um *meio inadequado* à *finalidade perseguida*.

380 A questão foi discutida tanto no Processo RJ 2006/8591, julgado em 28 de junho de 2007 (Disponível em <[http://www.cvm.gov.br/deciso/2007/20070628\\_R1/20070628\\_D12.html](http://www.cvm.gov.br/deciso/2007/20070628_R1/20070628_D12.html)>, quanto no Processo CVM nº 2014/12977, julgado em 10 de fevereiro de 2015, disponível em <[http://www.cvm.gov.br/deciso/2014/20141216\\_R1/20141216\\_Do7.html](http://www.cvm.gov.br/deciso/2014/20141216_R1/20141216_Do7.html)>.

Não se pode tratar de um fenômeno complexo como a *liquidez de mercado* – determinada pelo comportamento dos investidores, pela microestrutura do mercado e pelas demais variáveis expostas no Capítulo 2 – a partir de um único aspecto: a fixação abstrata de um limite para a participação detida pelo acionista controlador.

A própria CVM fez essa constatação em mais de uma oportunidade.

No Processo CVM nº RJ2005/2789, por exemplo, a área técnica da autarquia afirmou, categoricamente, que “a *liquidez de mercado das ações remanescentes jamais foi afetada pela retirada de circulação das ações de titularidade (...)*” de acionista minoritário<sup>381</sup>.

Ainda assim, determinou-se a realização da OPA por aumento de participação, tendo em vista que o “*limite objetivo de 1/3*” fora ultrapassado; e que inexistia “*critério diverso para aferição da redução da liquidez das ações remanescentes*”. Há outros exemplos no mesmo sentido<sup>382</sup>.

A autarquia dificilmente poderia ser mais clara quanto a esse ponto do que foi no Memorando que acompanhou a edição do Parecer de Orientação nº 36/08<sup>383</sup>.

381 J. em 9 de agosto de 2005. Relator: SRE/GER-1. Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/deciso/2005/20050809\\_R1/20050809\\_Do7.html](http://www.cvm.gov.br/deciso/2005/20050809_R1/20050809_Do7.html)>

382 Para citar um exemplo recente: Processo CVM nº RJ2011/2817, julgado em 2 de agosto de 2016. Disponível em <[http://www.cvm.gov.br/deciso/2016/20160802\\_R1/20160802\\_D7695.html](http://www.cvm.gov.br/deciso/2016/20160802_R1/20160802_D7695.html)>. Voto do Diretor Henrique Balduino Machado Moreira: “Os precedentes do Colegiado são claros em afirmar que, para que se torne obrigatória uma OPA por aumento de participação, o critério a ser observado é aquele previsto no art. 26 da Instrução CVM nº 361, de 2002. Ademais, os precedentes também demonstram que a sua verificação é objetiva, ou seja, que a sua análise ocorre de maneira independente de qualquer outro juízo sobre o grau de liquidez das ações em circulação de determinada companhia.” Processo CVM RJ2012/14764, julgado em 30 de julho de 2013. Disponível em <[http://www.cvm.gov.br/deciso/2013/20130730\\_R1/20130730\\_D15.html](http://www.cvm.gov.br/deciso/2013/20130730_R1/20130730_D15.html)>. Voto do então Diretor Otávio Yazbek: “A meu ver, nem o §6º do art. 4º da Lei n.º 6.404/1976 nem a Instrução CVM n.º 361/2002 estabelecem a intenção de “diminuir a liquidez” como um dos elementos necessários à deflagração da OPA por aumento de participação. O que, na verdade, se tem é a lei prevendo, como hipótese de incidência das regras relativas à OPA por aumento de participação, a redução da liquidez das ações em mercado perpetrada por controlador e a Instrução da CVM concretizando o critério para se aferir quando há e quando não há essa redução de liquidez.”

383 Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/deciso/ane-xos/0005/6491-o.pdf>>

Discutia-se, naquela ocasião, a regularidade de cláusulas estatutárias que dificultariam a exclusão de “mecanismos de proteção à dispersão acionária” – as chamadas *poison pills* – do estatuto social de diversas companhias que foram ao mercado nos anos 2000.

Ao refletir sobre o problema, a autarquia indagou, hipoteticamente, se o objetivo das *poison pills* não seria, na verdade, o de proteger a *liquidez acionária*, ao invés da *dispersão*.

A resposta dada foi a de que aquela cogitação poderia ser “*facilmente refutada*”, tendo em vista que “*o gatilho das poison pills – aquisição de um percentual das ações em circulação da companhia – não tem necessária relação com a liquidez*”.

Afirmou-se, ainda, que “*mesmo companhias cujo maior acionista é titular de mais de 51% do capital podem ter bastante liquidez, como demonstra o histórico do mercado acionário brasileiro*”; e que, por outro lado, “*ações de companhias cuja propriedade é totalmente dispersa podem ter liquidez reduzida, como demonstra nossa experiência recente*”.

Em outras palavras: o art. 4º, §6º, da Lei das S.A. tentou alcançar um atributo dinâmico e multidimensional *exclusivamente* por meio de um percentual fixado abstratamente. Este foi o seu equívoco.

Além disso, a regra desperta problemas interpretativos relevantes, examinados ao longo deste capítulo.

Esses problemas resultam, especialmente, do fato de que o dispositivo em questão foi pensado para resolver um problema específico, em um contexto econômico específico – o *fechamento branco de capital*.

Contudo, enquanto permanecer em vigor, o dispositivo será aplicado a todas as companhias abertas – em contextos não imaginados pelo legislador, como o de companhias sob controle compartilhado ou minoritário; ou, ainda, de companhias listadas em segmentos especiais que exigem a manutenção de quantidade mínima de ações em circulação.

### 6.9.2. INSEGURANÇA JURÍDICA: CRÍTICA À REGULAMENTAÇÃO

A Lei das S.A., ao tratar do tema como o fez, criou uma situação de *inadequação dos meios aos fins*. Mas é provável que a CVM, ao regula-

mentar a norma legal, tenha, em alguma medida, contribuído para que as dificuldades se agravassem.

É que, como visto, o principal critério adotado pela CVM para caracterizar uma hipótese de “*impedimento de liquidez*” foi a aquisição de parcela das *ações em circulação*.

Ocorre que a quantidade de ações em circulação pode variar diariamente, em razão de uma miríade de eventos. Disto resulta uma permanente dificuldade: a de se determinar a data base em que o limite de 1/3 deve ser calculado.

Na prática, as mudanças de soluções a cada novo caso ocasionam insegurança jurídica: ao calcular o limite com base na última fórmula adotada, o acionista controlador não terá certeza de que uma nova variável não será utilizada.

Nesse sentido, ainda que sua missão estivesse desde o princípio sujeita a um risco de efetividade – decorrente da restrita margem de discricionariedade que lhe foi atribuída pelo art. 4º, §6º, da Lei das S.A. – a CVM poderia ter adotado uma solução *mais simples* sob o ponto de vista operacional.

Ela poderia, por exemplo, ter adotado uma base de cálculo fixa: ao invés da “aquisição de mais de 1/3 das ações em circulação”; bastaria estipular um percentual de referência com base no total de ações de cada classe e espécie em circulação. Uma vez atingido o percentual, a OPA seria obrigatória. O critério evitaria dúvidas interpretativas que são rediscutidas a cada novo caso apreciado pela CVM – e.g. quais eventos devem ser refletidos na base de cálculo; qual a data base, e assim por diante.

Mas por que a CVM não adotou esse critério desde o princípio se, como dito, ele foi discutido durante a audiência pública que antecedeu a edição da Instrução CVM nº 361/02?

A resposta é, no mínimo, interessante e confirma o que se disse quanto ao *pecado original* cometido pela Lei das S.A.: para muitos participantes do mercado que participaram da audiência pública, o critério percentual seria inadequado para que se aferisse a *liquidez* das ações – já

que este atributo não poderia ser avaliado apenas com base na quantidade de ações em circulação no mercado.

Essa crítica está, sem dúvidas, correta. O problema é que a adoção da “aquisição de 1/3 das ações em circulação” como critério não apenas não resolve o problema; como ela o agrava, pela insegurança jurídica que inegavelmente ocasiona.

O que fazer, então?

### 6.9.3. QUO VADIS?

A pergunta não comporta uma resposta categórica.

Não é possível criar regras regulatórias sem avaliar, concretamente, os seus potenciais impactos econômicos. Não se trata de tarefa a ser desenvolvida em laboratório, mas no mundo real, com a participação de todos os interessados. Do contrário, beirar-se-ia a irresponsabilidade.

De todo modo, com base no que se expôs, há ao menos possíveis diretivas a serem observadas para uma reformulação do arcabouço normativo vigente.

Em primeiro lugar, o §6º do art. 4º da Lei das S.A. não deveria restringir a caracterização de uma hipótese de “impedimento de liquidez” ao mero *atingimento de uma participação acionária*.

É preciso abrir espaço a outros critérios, igualmente relevantes para que se mensure a liquidez do mercado acionário: a quantidade de acionistas, o volume de negócios, o volume financeiro representado pelas ações em circulação, e assim por diante.

Além disso, é preciso reconhecer que as próprias companhias e os participantes do mercado estão em melhor posição do que o legislador para mensurar a liquidez de cada ação específica.

Nesse sentido, a Lei das S.A. deveria permitir aos estatutos sociais que disciplinassem a matéria – por exemplo, fixando os parâmetros que configurariam um “impedimento de liquidez” em cada caso.

O estatuto deveria poder, inclusive, *afastar* a incidência da OPA. E essa flexibilidade seria justificável por uma razão simples: é mais do que

comprovado – e o exemplo do mercado brasileiro é farto nesse sentido – que mecanismos de proteção a acionistas minoritários têm reflexos diretos sobre a precificação da companhia. Quanto melhores forem os mecanismos, menor será o seu custo de capital; e vice-versa.

Quanto à atuação do regulador, parece fundamental estancar a fonte de inseguranças: o principal critério atualmente em vigor para que se caracterize um “impedimento de liquidez”.

Uma alternativa adequada nesse sentido seria alterá-lo para que se estabeleça um percentual mínimo de ações a serem mantidas em circulação, calculado com base no *total de ações de cada classe e espécie*. Acabariam as dúvidas quanto ao limite do controlador, à data base, e assim por diante.

Não é difícil antever a primeira objeção hipotética a essa proposta: o que fazer em relação às companhias que já estiverem no mercado, e nas quais o acionista controlador tenha participação superior àquela que vier a ser fixada como limite?

A pergunta é pertinente e as dificuldades dessa natureza são próprias das mudanças do arcabouço regulatório. Uma alternativa seria prever – não sem maiores reflexões e refinamento – *percentuais escalonados*. Por exemplo: para as companhias em que, na data da alteração, a quantidade de ações em circulação correspondesse a um valor entre 10% e 15% do total de cada espécie ou classe, o *limite mínimo* de ações em circulação seria de 10%; para aquelas em que a quantidade correspondesse a um valor compreendido entre 15% e 20% do total de cada classe e espécie, o *limite mínimo* seria de 15%; e assim sucessivamente.

Desse modo, sem que se impusesse um ônus ao acionista controlador, assegurar-se-ia que sua participação não se tornaria ainda mais concentrada – ainda que, repita-se, nada disso resolva, por si só, o problema da *inefetividade dos meios aos fins*.