

JAIME MAGALHÃES MACHADO JÚNIOR

**ASPECTOS JURÍDICOS E ECONÔMICOS NA INCORPORAÇÃO DE AÇÕES:
UMA ANÁLISE DE MERCADO**

São Paulo

2009

JAIME MAGALHÃES MACHADO JÚNIOR

**ASPECTOS JURÍDICOS E ECONÔMICOS NA INCORPORAÇÃO DE AÇÕES:
UMA ANÁLISE DE MERCADO**

Dissertação de Mestrado apresentada à Faculdade de Direito da Universidade Presbiteriana Mackenzie como requisito para a obtenção do título de Mestre no curso de Mestrado em Direito Político e Econômico.

Orientador: Prof. Dr. Fabiano Dolenc Del Masso.

São Paulo

2009

JAIME MAGALHÃES MACHADO JÚNIOR

**ASPECTOS JURÍDICOS E ECONÔMICOS NA INCORPORAÇÃO DE AÇÕES:
UMA ANÁLISE DE MERCADO**

Dissertação de Mestrado apresentada à Faculdade de Direito da Universidade Presbiteriana Mackenzie como requisito para a obtenção do título de Mestre no curso de Mestrado em Direito Político e Econômico.

Orientador: Prof. Dr. Fabiano Dolenc Del Masso.

Aprovada em:

Banca Examinadora

Prof. Dr. Fabiano Dolenc Del Masso – Orientador
Universidade Presbiteriana Mackenzie

Prof. Dr. Armando Luiz Rovai
Universidade Presbiteriana Mackenzie

Prof. Dr. Ecio Perin Junior
Pontifícia Universidade Católica de São Paulo

“[...] fraudador não investe diretamente contra a lei: procura ladeá-la ou iludi-la. Por isso mesmo, as modalidades de fraude são imprevisíveis e praticamente ilimitadas, dependendo tão-só da imaginação humana.”
(Fábio Konder Comparato)

RESUMO

Este trabalho trata da operação de incorporação de ações (art. 252 da Lei nº 6.404/76), pela qual uma companhia (incorporadora) incorpora a totalidade das ações de outra (incorporada), que passa a ser sua subsidiária integral, no contexto do mercado de capitais. Apresenta as origens e o conceito da incorporação de ações, segundo o paradigma norte-americano (*freezeout* e *squeezeout mergers*) e a legislação brasileira. Discorre sobre a existência de conflitos entre os acionistas minoritários e os acionistas controladores no mercado de capitais brasileiro. Analisa as características das companhias de capital aberto brasileiras, apresentando dados que demonstram a existência, na maioria dessas, de um único controlador. Demonstra a ampliação das garantias e direitos dos acionistas minoritários nas reformas legislativas, especialmente após 2001, e na regulamentação pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), como forma de ampliar a captação e o direcionamento de recursos da poupança popular para o mercado de capitais. Sugere que a incorporação de ações possa ser analisada no contexto do mercado de capitais e segundo as perspectivas legais de proteção do acionista minoritário. Apresenta modalidades ou hipóteses em que a incorporação de ações pode resultar em fraudes à lei, pela prática de atos abusivos pelos acionistas controladores (artigos 116 e 117 da Lei nº 6.404/76), em prejuízo dos acionistas minoritários. Sugere, ainda, a utilização da simulação (art. 167 do Código Civil brasileiro), da teoria do “negócio indireto” e da verificação casuística dos fundamentos econômicos, como meios ou instrumentos disponíveis para a constatação de ilegalidades na incorporação de ações. Colaciona casos práticos submetidos à análise da CVM e do Poder Judiciário. Por fim, apresenta as formas de controle do Estado brasileiro e as consequências das decisões administrativas (da CVM) e judiciais em litígios entre acionistas minoritários e controladores.

Palavras-chave: Incorporação de Ações. Mercado de Capitais. Abuso do Poder de Controle. Acionista Minoritário.

ABSTRACT

This essay is in connection with mergers of shares (article 252 of Law nº 6,404/76), whereby a company (merged company) merges its shares into another company (merging company) and becomes the wholly-owned subsidiary of the second, as far as the capital market is concerned. It discusses the origins and concept of mergers of shares in light of the U.S. paradigm (freezeout and squeezeout mergers) and the Brazilian laws and regulations. It addresses the existence of conflicts between minority and controlling shareholders in the Brazilian capital market. It looks into the characteristics of Brazilian public companies (*companhias de capital aberto*) by presenting data that indicate the existence – in most of those transactions – of one single controlling shareholder. It shows the increase of guarantees and rights made available to minority shareholders after amendments to related laws, particularly after 2001, and to rules issuing from the Brazilian Stock and Exchange Commission (CVM), as a way to broaden the alternatives to raise and use resources out of the national savings in the capital market. It suggests that mergers of shares can be viewed within the context of the capital market but at the same time from the legal prospective of protecting minority shareholders. It puts forward modalities or theories according to which mergers of shares can be fraudulent under the law, to the extent that the controlling shareholders can take abusive actions (articles 116 and 117 of Law nº 6,404/76) to the prejudice of minority shareholders. It suggests, further, the use of simulation models (article 167 of the Brazilian Civil Code), of the "indirect deal" theory and case study of economic grounds as means or tools available to determine the existence of illegalities in a merger of shares. It lists cases submitted to CVM and Legal System for consideration. Finally, it suggests ways that the Brazilian government can control and the consequences of administrative (by CVM) and court rulings in litigations between minority and controlling shareholders.

Keywords: Mergers of Shares. Capital Market. Abuse of Discretion. Minority Shareholder.

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO.....	8
2 AS SOCIEDADES EMPRESÁRIAS E SEUS CONFLITOS.....	11
2.1 O conflito é sempre econômico?.....	12
2.2 O conflito é interno e externo.....	13
2.3 A função das sociedades empresárias: interesse social.....	14
2.3.1 Teoria contratualista.....	15
2.3.2 Teoria institucionalista.....	16
2.3.3 Direito brasileiro.....	16
2.4 Limites do conflito para o tema.....	21
2.4.1 Acionista controlador e minoritário.....	22
2.4.2 Acionista controlador e mercado.....	27
3 A INCORPORAÇÃO DE AÇÕES.....	33
3.1 Origens: crítica inicial.....	33
3.2 Conceitos no direito brasileiro: incorporação de ações e subsidiária integral.....	38
3.3 Fundamento ou função.....	44
3.3.1 O problema da incorporação de ações.....	46
4 AS ILEGALIDADES.....	48
4.1 Avaliações fraudulentas.....	52
4.1.1 Discricionariedades dos avaliadores.....	56
4.2 Outras fraudes.....	58
4.2.1 Simulação e negócio jurídico indireto.....	59
4.2.2 Fechamento indireto de capital da companhia incorporada.....	62
4.2.2.1 Caso prático.....	65
4.2.3 Cessão da empresa.....	68
4.3 O problema do direito de recesso.....	74

5	CONTROLE DO ESTADO E CONSEQÜÊNCIAS DAS DECISÖES ADMINISTRATIVAS E JUDICIAIS.....	80
5.1	Controle administrativo: A CVM.....	81
5.1.1	<i>O Parecer de Orientação nº 34.....</i>	82
5.1.2	<i>O Parecer de Orientação nº 35.....</i>	85
5.2	Controle judicial.....	87
5.3	O alcance das decisões administrativas e judiciais: art. 109 da Lei nº 6.404/76.....	89
6	CONCLUSÃO.....	92
	REFERÊNCIAS.....	95

1 INTRODUÇÃO

Pressuposto não define o objeto de um trabalho científico, muito menos o introduz. O pressuposto pode ser qualificado – se é que isso é necessário – nas rígidas formas acadêmicas e literárias como um prólogo ao trabalho a ser desenvolvido¹ e, por isso, contém informações que permeiam todo o trabalho.

Este prólogo guarda relação com a linha de pesquisa institucional adotada: Limites do Poder Econômico.

Diante dos elementos da linha de pesquisa, optou-se por utilizar na fundamentação do trabalho as idéias e as proposições de autores consagrados, mas com uma visão ou perspectiva crítica do problema objeto do estudo.

Não há, certamente, como optar por um método específico diante da multiplicidade metodológica dos autores utilizados, cada qual com características próprias, mas que, considerados em seu conjunto, de forma organizada, ampliam consideravelmente as possibilidades de redação de um trabalho, reiterar-se, segundo a linha institucional de pesquisa.

Optar por um único método, ou até mesmo por uma única perspectiva, poderia, portanto, restringir pela forma a utilização de reflexões úteis e de acordo com a linha de pesquisa.

Não há como analisar o Direito de forma compartimentada. Por mais que as necessidades didáticas possam pretender impingir esta divisão de assuntos, a análise isolada ou compartimentada não é desejável, especialmente na pesquisa científica.

Este trabalho trata das disposições legais, dos contratos e das relações jurídicas que se formam no contexto da sociedade por ações. Entretanto, não fica restrito ao subsistema da sociedade por ações: examina, interpreta e investiga

¹ ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE NORMAS TÉCNICAS. *NBR 14.724*: informação e documentação: trabalhos acadêmicos: apresentação. Rio de Janeiro, ago. 2002.

essa especificidade diante de uma visão sistemática. Neste sentido, Francisco Pedro Jucá (2008, p. 33) esclarece:

Na visão sistêmica – que propomos insistentemente – deve ser percebido, desde logo, que as diversas especificidades do direito, que se convencionou chamar de “ramos”, primeiro não têm “fronteiras” e delimitações rígidas, até mesmo claramente perceptíveis, sendo cada vez mais freqüentes as interpenetrações recíprocas. Depois, inexistente independência entre os ramos, antes se completam e complementam, mesmo consideradas as suas decomposições internas em subsistemas de especificação maior.

A compreensão sistêmica, portanto, mais ampla, permite que a crítica proposta no trabalho se desenvolva por si, afastando-o das restrições de uma análise dos aspectos mais próximos ou imediatos do problema.

A abordagem proposta, portanto, coaduna-se com a linha de pesquisa e, ainda, atende a uma compreensão mais ampla do problema; desta forma, sem qualquer pretensão, talvez possa colaborar para o enriquecimento de pesquisas, debates e toda ordem de estudos sobre o tema, ainda incipiente no Brasil.

O Direito Societário, classificado como sub-ramo do Direito Comercial, dedica-se a estudar os contratos e as relações jurídicas oriundas desses contratos complexos, *plurilaterais*, que regulamentam a constituição, organização e o desenvolvimento – a vida – de uma sociedade, ente ficcional, criado com amparo na lei.

O trabalho a ser desenvolvido, além dos objetivos expressamente declarados em seu título, de tratar da incorporação de ações, pretende afastar preconceitos, ignorâncias e temores daqueles que, de forma precipitada, negam-se a examinar uma questão compartimentada ou classificada como de Direito Societário. Para tanto, é redigido em linguagem acessível, sem prejuízo da tecnicidade inerente ao estudo científico. Para alcançar esta finalidade, necessariamente, desconstitui a imagem que o Direito Societário traz consigo de complexidades, dificuldades e especificidades: na verdade, desconstitui essa aura de complexidade para revelar, apontar e demonstrar manejos ilegais de um instituto presente na Lei de Sociedades por ações, pela apresentação de princípios vetores do sistema jurídico e das regras gerais desse mesmo sistema, que têm aplicação imediata e concreta. Tudo isto para

evidenciar a violação dos limites do poder econômico, em consonância com a linha de pesquisa.

Por fim, estando o objeto do trabalho inserido no Direito Empresarial, a compreensão do tema e dos conflitos que se apresentam, cuja análise e solução são submetidas aos membros da comunidade jurídica – sobretudo ao Poder Judiciário –, depende, para a correta aplicação das normas positivadas, da apresentação de elementos da realidade, social e econômica. Feita a demonstração em tese, utilizando-se das normas e princípios jurídicos, o trabalho abordará casos práticos, submetidos à análise da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e ao Judiciário brasileiro, o que parece ser a melhor abordagem, conforme explicitado por Fábio Ulhoa Coelho (2005, v. 2, p. 9, grifo do autor):

[...] na complexa sociedade dos nossos tempos, compõe-se a partir de regras positivadas, isto é, legitimadas pela forma de sua criação e aplicação. Ao se referirem às pessoas jurídicas, essas regras não se reportam a nenhuma realidade preexistente, mas apenas indicam como determinados conflitos de interesse devem ser superados. No final, o que está em jogo, nas questões relativas a pessoas jurídicas, é sempre a distribuição de bens entre indivíduos: quem usufrui o quê. A natureza das pessoas jurídicas, assim, é a de uma *idéia*, cujo sentido é partilhado pelos membros da comunidade jurídica, que a utilizam na composição de interesses.

Na análise de casos práticos, serão abordadas, ainda, questões concernentes aos efeitos de decisões administrativas e judiciais sobre o tema e sua abrangência: quanto aos aspectos processuais e às formas de tutela dos conflitos em razão da realização de operações societárias ilegais.

2 AS SOCIEDADES EMPRESÁRIAS E SEUS CONFLITOS

Antes de adentrar a questão nuclear, é necessário estabelecer o porquê, a razão pela qual o tema foi submetido à pesquisa e desenvolvido.

As sociedades empresárias são entes ficcionais produzidos pelo engenho humano em sua eterna busca pela organização social e, como tal, revelam ou reproduzem conflitos da vida social humana.

Sem apelar para fórmulas, teorias ou ideologias – ou métodos, como declarado na introdução ao trabalho –, são nítidos os conflitos em todas as instâncias da vida da sociedade empresária e sobre isso – não há dúvidas – debruça-se o Direito, como forma de organizá-los, seja para eliminar alguns desses conflitos, seja para, com suficiente pragmatismo, amenizá-los ao mínimo aceitável para que as sociedades empresárias possam desenvolver suas empresas, suas atividades, de acordo com as circunstâncias políticas, sociais, históricas etc.

Assim compreende Mark J. Roe (2003), para quem as nações – no sentido de Estados nacionais – precisam organizar-se para alcançar a *paz social* no âmbito das sociedades empresárias, a fim de que estas possam produzir, gerar riquezas. Esta paz social seria alcançada de diversas formas, segundo diversos modelos, compostos de normas em sentido lato, desde a legislação sobre sociedades, a forma de governança das sociedades, até a criação de instituições capazes de solucionar os conflitos. Leia-se:

Antes que uma nação possa produzir, ela deve alcançar a paz social. [...] As formas de alcançar e manter a paz social variam, e esta variedade explica bem porque as estruturas de governança variam pelo mundo. A política pode afetar uma sociedade de várias maneiras: pode determinar quem a detém ou controla, o quanto pode crescer, o que pode produzir de forma lucrativa, como aumentar seu capital, quem tem o capital para investir, como os administradores ou empregados se identificam, entre si e uns em relação aos outros, e como a autoridade é distribuída dentro da sociedade.² (ROE, 2003, p. 1, tradução nossa)

² Before a nation can produce, it must achieve social peace. [...] The ways to achieve and maintain social peace vary, and that variety explains quite a bit of why corporate governance structures vary around the world. Politics can affect a firm in many ways: it can determine who owns it, how big it can grow, what it can produce

As sociedades empresárias, portanto, são, antes de tudo, imperfeitas, tal como a sociedade humana e não por acaso reverberam, reproduzem muitas das suas imperfeições.

Mais do que reproduzir muitas das imperfeições humanas, após o mercantilismo e especialmente após a industrialização as sociedades empresárias são parte fundamental do desenvolvimento humano, como forma de dinamizar a economia, e devem ser estudadas em uma perspectiva mais ampla, humanista.

Por isso, Calixto Salomão Filho (2006, p. 20) entende que o Direito Empresarial deve ser estudado com uma profunda compreensão tanto da dimensão individual quanto da dimensão coletiva do conhecimento humano, de forma *dualista*, especial e abrangente ao mesmo tempo.

Portanto, ainda que sob o prisma do Direito, as sociedades devem ser estudadas em duas perspectivas: (1) quanto a seus aspectos internos, e nesse âmbito nada mais apropriado do que recorrer ao Direito Societário, com suas normas especiais; e (2) quanto a seus aspectos externos, que transcendem os limites traçados pela didática jurídica, daquilo que seria objeto de apreciação interna ou exclusiva da sociedade e do Direito Societário, ampliando definitivamente sua compreensão para o sistema jurídico como um todo e para outros aspectos, especialmente o econômico.

2.1 O conflito é sempre econômico?

De pronto surge uma questão: os conflitos ou, genericamente, os problemas relativos às sociedades empresárias são sempre econômicos? Têm sua matriz, sua origem, necessariamente vinculada a questões econômicas?

Há consenso na doutrina sobre o assunto: os conflitos têm fundo ou razão econômica, seja pela apropriação direta ou indireta de riquezas por um grupo bastante definido (em geral o acionista controlador e os administradores) em

profitably, how it raise capital, who has the capital to invest, how managers or employees see themselves and one another, and how authority is distributed inside the firm.

prejuízo de outro (quase sempre os acionistas não-controladores ou minoritários), ou por razões de interesse público, por meio do Estado (COELHO, 2005; ROE, 2003).

Todavia, no que interessa ao tema do presente trabalho a doutrina delimita com bastante precisão as instâncias, locais ou foros nos quais os conflitos se estabelecem.

2.2 O conflito é interno e externo

É preciso esclarecer que os conflitos nas sociedades são internos e externos ao mesmo tempo. Compartimentá-los ou classificá-los como diferentes resultaria em ignorar completamente suas conseqüências, jurídicas e econômicas. Mesmo numa simples disputa entre acionistas há conseqüências que transcendem as paredes teóricas da sociedade, seja porque repercutem nas atividades dessa sociedade, seja porque, mesmo que resolvido o conflito entre esses acionistas, os efeitos, os resultados – positivos ou negativos – não se restringem à sociedade empresária; antes podem atingir um conjunto, por exemplo, o Estado (quanto ao pagamento de tributos), outras sociedades empresárias (fornecedoras daquela sociedade empresária), os trabalhadores, o mercado consumidor, enfim, a totalidade das relações econômicas que se estabelecem com a sociedade.

Entretanto, didaticamente é útil segmentar e classificar os conflitos nas sociedades, especialmente aqueles relacionados com o tema, conforme previsto no item final deste capítulo. Mas, antes de se estabelecerem os limites ou a abrangência dos conflitos, onde eles se desenrolam, se internamente ou fora das sociedades empresárias, é preciso entender a função da sociedade empresária: a que veio, para quê e a quem serve e qual é sua natureza jurídica.

Somente após compreender a função da sociedade empresária ficam evidentes a pertinência e relevância deste trabalho e as ilegalidades, bem como a importância do tema.

2.3 A função das sociedades empresárias: interesse social

Entender a função das sociedades empresárias é o mesmo que entender os fundamentos do Direito Societário (SALOMÃO FILHO, 2006, p. 25), ao menos como deve ser compreendido hoje, de forma mais elástica, mais ampla.

Uma sociedade empresária é criada com que propósitos? Para atender a quais propósitos? Servir a que interesses? Fábio Konder Comparato (1990, p. 85) busca na gênese da palavra “interesse” o significado:

Na linguagem jurídica romana, o verbo interesse apresentava um significado nuclear de relação de valor (*interest rei publicae; religionis, saluntis et securitatis interest*); é nesta acepção básica que o termo – já agora substantivado – passou a integrar a linguagem jurídica moderna.

E prossegue:

Na Lei de Sociedades por Ações de 1976, é sensível o reflexo da concepção funcionalista, ligada à realização de interesses concretos, notadamente em matéria de exercício de poder, quer de controle, quer de voto. “O acionista controlador deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social” (art. 116). (COMPARATO, 1990, p. 86)

A utilização – tanto na lei, quanto na doutrina – da palavra interesse é pertinente para tratar, delimitar e definir a função das sociedades empresárias.

Interesse tem várias acepções, segundo definição do Dicionário Michaelis (WEISZFLOG, 1998-2007):

1 Conveniência, lucro, proveito, vantagem ou utilidade que alguém encontra em alguma coisa. 2 Ganho, proveito, vantagem. 3 Juro de um capital depositado. 4 Sentimento egoísta ou de cobiça, desejo de um proveito pessoal que tudo sacrifica aos ganhos pecuniários. 5 Importância. 6 Atrativo, simpatia. 7 Cuidado, diligência, empenho a favor de alguém ou de alguma coisa.

Alguns dos significados acima transcritos fogem muitas vezes ao dia-a-dia, mas por sua amplitude, servem para introduzir o desenvolvimento deste item, porque podem

ser agrupados em dois conjuntos: (1) atender a um determinado *ganho, vantagem*, de determinada pessoa; ou (2) como um cuidado ou uma diligência em favor desse alguém.

Mas, interesse de quem? Se a busca ou a defesa de um interesse é a função – ou o objetivo – da sociedade empresária, a quem serve?

Sobre estas questões foram desenvolvidas duas principais teorias, que tentam explicar a função das sociedades empresárias, convenientemente chamada essa função de *interesse social*. Obviamente, como todas as teorias, apresentam falhas incontornáveis, mas sob uma perspectiva histórica e para atender a finalidades didáticas servem para compreender o titular desse interesse e o real alcance e significado da palavra que a ele se atrela: social.

2.3.1. Teoria contratualista

A teoria contratualista nega que o interesse da sociedade empresária seja “hierarquicamente superior ao interesse dos sócios” (SALOMÃO FILHO, 2006, p. 27). Ou seja, o interesse social, na verdade, é o interesse dos sócios.

A idéia central de interesse social como interesse dos sócios, entretanto, não desconsidera a importância da sociedade, de sua preservação, de sua empresa, de seu regular funcionamento. Se o interesse dos sócios é preponderante, está acima de qualquer outro interesse, obviamente esses sócios visam a preservar a sociedade que constituíram, com seus objetivos, incrementando seus negócios, gerando lucros, etc., mas isso tudo sempre tendo em vista o interesse de seus sócios como aspecto preponderante.

Salomão Filho (2006, p. 28) reconhece, ainda, uma nova vertente, um “contratualismo moderno”, cujo objetivo da sociedade seria “a maximização do valor de venda das ações dos sócios”.

2.3.2 Teoria institucionalista

A teoria institucionalista surgiu na Alemanha na década de 1930 e trouxe consigo elementos daquela sociedade, especialmente o caos econômico em que a Alemanha se encontrava após sua derrota na Primeira Guerra Mundial.

Esta teoria partiu do pressuposto de que a recuperação econômica do país somente poderia ocorrer por meio das grandes sociedades alemãs, mudando completamente o conceito anterior de interesse da sociedade empresária. O interesse social – portanto, da sociedade empresária – seria a transposição jurídica de um interesse maior, da função econômica dessa sociedade, de interesse público e não meramente privado.

Salomão Filho (2006, p. 31), traduzindo as expressões do alemão utilizadas para conceituar o interesse da sociedade, esclarece que esse é diverso do interesse dos sócios:

Significativo é o emprego atual do termo *Gesellschaftsinteresse* (literalmente traduzido: “interesse da sociedade”) para identificar os interesses dos sócios, e do termo *Unternehmensinteresse* (literalmente traduzido: “interesse da empresa”) para identificar o interesse social.

Esta teoria evoluiu na própria Alemanha, abarcando outros elementos externos à sociedade empresária, como os trabalhadores, traduzindo o interesse social como “um interesse concebido como harmônico e comum aos interesses dos vários tipos de sócios e dos trabalhadores e que se traduz no interesse à preservação da empresa” (SALOMÃO FILHO, 2006, p. 34).

2.3.3 Direito brasileiro

A Lei nº 6.404/76 adotou a teoria institucionalista alemã. Comparato esclarece a questão em duas obras distintas:

a) Na obra *Direito Empresarial* (COMPARATO, 1990, p. 225):

Característica fundamental do negócio jurídico de sociedade é a convergência de todos os atos ou prestações para um fim comum, considerado de *interesse social* e, portanto, distinto do interesse individual dos sócios. É o que nossa Lei de Sociedade por Ações de 1976 denomina “interesse da companhia” (arts. 115 e 117, § 1º, c). O interesse social há de sempre prevalecer sobre o interesse individual, em caso de conflito.

Por outro lado, o direito moderno assina ao acionista controlador o dever de obrar, também, no interesse da empresa – que ultrapasse o âmbito puramente societário – bem como em prol do bem geral da comunidade em que atua a empresa. Obviamente, esses interesses gerais, na lógica econômica e no sistema jurídico, só podem ser realizados por intermédio da companhia; só podem ser atendidos enquanto esta existir e desenvolver a atividade constante do objeto social estatutário.

b) Na obra *O poder de controle na sociedade anônima* (COMPARATO, 1977, p. 289-290):

Mas o interesse social não é redutível a qualquer interesse dos sócios e sim, unicamente, ao seu interesse comum, de realização do escopo social. A comunhão de interesses existe, tanto na sociedade quanto na comunidade. [...]

Os sócios reúnem-se para a realização de um objetivo comum. O interesse social consiste, pois, no interesse dos sócios à realização desse escopo. Daí a possibilidade de existência de um conflito entre sócio e sociedade, na medida em que aquele persegue, enquanto sócio, objetivos diversos desse escopo comum.

Em matéria societária, esse escopo comum decompõe-se em dois elementos: o objetivo final e o modo de sua realização. O objetivo final é a produção de lucros, com sua repartição entre os sócios; e nisto vai a diferença específica entre sociedade e associação. [...] O objetivo da sociedade é alcançado pelo exercício da atividade empresarial, especificamente prevista, no contrato ou estatutos, como objetivo social.

Ora, ao controlador, mais do que a qualquer dos outros participantes na sociedade, compete o dever de atuar em vista da realização dessa finalidade; não só pelo exercício do voto, mas também fora da assembléia, definindo a política empresarial e fazendo-a aplicar, pelo órgão administrativo.

A esse respeito, a Lei nº 6.404, em uma de suas melhores disposições: “O acionista controlador deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objetivo e cumprir sua função social, e tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender”. Seguindo os ditames da justiça econômica e social, assinala-se aí, como objetivo da sociedade anônima, não

apenas o interesse social *stricto sensu*, mas, igualmente, o interesse da empresa e do bem público.

De forma concisa e um pouco diversa, conceitua Marcelo Barbosa Filho (2004, p. 112):

Nesse sentido, o interesse da companhia ou social, tal como previsto no artigo 115 da Lei 6.404, corresponde ao interesse “comum” dos sócios, derivado do objetivo social e harmonizado ao bem-estar da empresa e da coletividade (Luiz Gastão de Barros Leães, Estudos e pareceres sobre sociedades anônimas, o. 12-23).

Também Luiza Rangel de Moraes (2004, p. 115) reconhece a teoria institucionalista na Lei nº 6.404/76:

Isso não significa, no entanto, que a nossa Lei das S. As. não tenha reconhecido o caráter institucional das sociedades anônimas, sobretudo das grandes companhias. Contudo, o dever de zelar por interesses que transcendem a órbita interna da companhia compete ao acionista controlador, conforme disposição do parágrafo único do art. 116 da Lei das S. A., que estabelece que “o acionista controlador deve usar o seu poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social”.

Entretanto, há autores que entendem que o direito positivo brasileiro adotou um sistema misto, fundado em ambas as teorias, institucionalista e contratualista. Neste sentido, Salomão Filho (2006, p. 36) esclarece que há diversos elementos da teoria contratualista permeando o direito positivo:

Os princípios contratualistas permeiam o sistema societário brasileiro. [...] No ordenamento vigente, a definição existente de sociedade é a do art. 981 do Código Civil, que prevê: “celebram contrato de sociedade as pessoas que reciprocamente se obrigam a contribuir, com bens ou serviços, para o exercício de atividade econômica e a partilha, entre si, dos resultados”. Na definição vêem-se todos os traços da doutrina contratualista tradicional: a pluralidade de pessoas, concentradas em torno do exercício de uma atividade econômica (e não da criação de uma forma organizativa) e a reciprocidade das obrigações entre os sócios, que se obrigam entre si e não com relação à sociedade. Também parte da doutrina, à luz das disposições legais, formula em geral definições fortemente contratualistas da sociedade.

Apesar das pequenas divergências doutrinárias apontadas, não há dúvidas de que a adoção da teoria alemã institucionalista no direito positivo brasileiro teve razões

econômicas: a criação do modelo adotado pelo Estado brasileiro quando das discussões do projeto de lei (PL), que culminou com a promulgação e publicação da Lei nº 6.404/76, visou a permitir o desenvolvimento do mercado de capitais e a criação de grandes empresas nacionais, conforme explicitado na exposição de motivos do referido PL, especialmente nos trechos transcritos e grifados abaixo:

4. O Projeto visa basicamente a criar a estrutura jurídica necessária ao fortalecimento do mercado de capitais de risco no País, imprescindível à sobrevivência da empresa privada na fase atual da economia brasileira. A mobilização da poupança popular e o seu encaminhamento voluntário para o setor empresarial exigem, contudo, o estabelecimento de uma sistemática que assegure ao acionista minoritário o respeito a regras definidas e eqüitativas, as quais, sem imobilizar o empresário em suas iniciativas, ofereçam atrativos suficientes de segurança e rentabilidade.

5. Com o objetivo anteriormente definido – que, afinal, constitui a base institucional das Sociedades Anônimas – o Projeto busca elaborar um sistema baseado nos seguintes princípios:

[...]

b) a essa liberdade devem corresponder regras estritas de responsabilidade dos administradores, de direito e de fato (o acionista controlador);

c) a modernização da estrutura jurídica da grande empresa não pode ser imposta inopinadamente, mas exige um período mais ou menos longo para ser absorvida por empresários, pelo mercado e pelos investidores; daí o Projeto ter adotado, sempre que possível, a forma de opções abertas à empresa, que as adotará se e quando julgar conveniente (títulos novos, formas de administração, grupamentos de empresas e outros), não obstante as normas de proteção ao minoritário se revestirem de caráter cogente (comportamento e responsabilidade dos administradores, informações ao público, direitos intangíveis dos acionistas e outras);

[...]

g) os institutos novos para a prática brasileira – grupamento de sociedades, oferta pública de aquisição de controle, cisão de companhias e outros – estão disciplinados de forma mais simplificada para facilitar sua adoção, e no pressuposto de que venham a ser corrigidos se a prática indicar essa conveniência; as leis mercantis, sobretudo numa realidade em transformação, como é a do mundo moderno e especialmente a do Brasil, não podem pretender a perenidade, têm necessariamente vida curta, e o legislador deverá estar atento a essa circunstância para não impedir o seu aperfeiçoamento, nem deixar em vigor as partes legislativas ressecadas pelo desuso. (BRASIL, 1976c, grifos nossos)

No mesmo sentido da exposição de motivos do PL, leciona Salomão Filho (2006, p. 36-37):

A lei acionária de 1976 introduz no ordenamento brasileiro objetivos diversos. O legislador tentou incentivar a grande empresa de duas maneiras diferentes: primeiro, o auxílio à concentração empresarial. Faz-se referência, obviamente, ao capítulo sobre os grupos de empresas tanto de fato como de direito, que contém uma regulamentação bastante favorável às empresas conglomeradas, em prejuízo, muitas vezes, de uma proteção mais razoável dos interesses de terceiros. Muitos foram os questionamentos a respeito da constitucionalidade de tais regras. Sustenta-se que referidas disposições, claramente incentivadoras da formação de grupos, implicam um auxílio indireto à dominação do mercado, sendo conseqüentemente contrárias às regras constitucionais que regulamentam a liberdade de concorrência.

Tentou-se, em segundo lugar, facilitar a capitalização das empresas através do mercado acionário. Em conseqüência, tornou-se necessário criar regras que permitissem proteger os investidores contra o arbítrio dos sócios controladores, incentivando-os assim a participar das empresas. Procurou-se criar um sistema de proteção das minorias acionárias, baseado, entre outras coisas, na institucionalização dos poderes e deveres do sócio controlador e dos administradores.

Diante do exposto, é clara a adoção da teoria institucionalista no direito positivo brasileiro, especialmente na lei do anonimato, tendo esta opção sido fundamentada no modelo econômico instituído pelo Estado brasileiro, que pretendeu, sem a menor sombra de dúvida, incentivar as grandes sociedades, as grandes empresas. Por outro lado, as críticas quanto ao modelo de concentração empresarial previsto na Lei nº 6.404/76 são ignoradas, seja porque (a) a discussão sobre as diretrizes constitucionais, como as previstas nos arts. 94³, 146, III, “d”⁴, 170, IX⁵ e 179⁶ da Constituição Federal de 1988, parece superada diante da realidade econômica atual, de competição em ambiente globalizado, seja porque (b) estas diretrizes

³ Art. 94. Os regimes especiais de tributação para microempresas e empresas de pequeno porte próprios da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios cessarão a partir da entrada em vigor do regime previsto no art. 146, III, d, da Constituição.

⁴ Art. 146. Cabe à lei complementar:

[...]

III - estabelecer normas gerais em matéria de legislação tributária, especialmente sobre:

[...]

d) definição de tratamento diferenciado e favorecido para as microempresas e para as empresas de pequeno porte, inclusive regimes especiais ou simplificados no caso do imposto previsto no art. 155, II, das contribuições previstas no art. 195, I e §§ 12 e 13, e da contribuição a que se refere o art. 239.

⁵ Art. 170. A ordem econômica, fundada na valorização do trabalho humano e na livre iniciativa, tem por fim assegurar a todos existência digna, conforme os ditames da justiça social, observados os seguintes princípios:

[...]

IX - tratamento favorecido para as empresas de pequeno porte constituídas sob as leis brasileiras e que tenham sua sede e administração no País.

⁶ Art. 179. A União, os Estados, o Distrito Federal e os Municípios dispensarão às microempresas e às empresas de pequeno porte, assim definidas em lei, tratamento jurídico diferenciado, visando a incentivá-las pela simplificação de suas obrigações administrativas, tributárias, previdenciárias e creditícias, ou pela eliminação ou redução destas por meio de lei.

constitucionais não colidem com o modelo adotado pela Lei nº 6.404/76, pois são preservadas integralmente, sobretudo pelo tratamento tributário diferenciado que a pequena empresa (microempresa nos termos da Constituição e micro ou pequena empresa nos termos da Lei Complementar nº 123, de 14 de dezembro de 2006) recebe na atualidade, ou (c) porque estas críticas são inadequadas e inoportunas ao objeto deste trabalho.

Por fim, sobre esta questão e sem delongas, nota-se que a concentração da atividade econômica em um número cada vez menor de companhias pode ser verificada como tendência nos países centrais: nos Estados Unidos, por exemplo, as companhias de capital aberto são responsáveis por um terço dos empregos daquele país e por 58% das riquezas produzidas (BLAIR, 1995, p. V), ou seja, as grandes companhias, cujas ações são negociadas em bolsa, são responsáveis pela maior parte da riqueza gerada na maior economia mundial. Esse fenômeno, em maior ou menor escala, repete-se em outros países centrais⁷, o que leva à conclusão de que, quanto mais próxima a economia de um país está do modelo e da pujança dos países centrais, mais dinâmico, amplo e forte torna-se seu mercado de capitais. Portanto, o modelo da Lei nº 6.404/76 parece de acordo com um modelo consolidado internacionalmente, em que pesem críticas severas sobre este aspecto.

2.4 Limites do conflito para o tema

A definição do conflito, com a base teórica já consolidada, é simplificada, mas necessária à compreensão do que fundamenta e garante a pertinência deste trabalho: do problema e da justificativa.

Não há como tratar das ilegalidades praticadas com base em um instituto legal – a incorporação de ações –, muito menos dos agentes dessas práticas ilegais, sem antes compreender a sistemática doutrinária sobre o assunto.

Para consolidar as idéias trazidas neste capítulo, é preciso, por fim, delimitar o conflito e suas características segundo o objeto do trabalho. Ao tratamos das

⁷ Cf. FEDERAÇÃO MUNDIAL DE BOLSAS. *A importância econômica das bolsas*. São Paulo: Bovespa, jul. 2002.

ilegalidades na incorporação de ações, há dois aspectos do conflito que precisam ser necessariamente abordados: (1) o conflito entre os acionistas controladores e os minoritários – ou não-controladores; e (2) a necessidade de manutenção do interesse social, tal como estipulado na Lei nº 6.404/76, considerando, sobretudo, a perspectiva legal de incentivo à captação de recursos da poupança popular pelo mercado de capitais e da necessidade de outorgar garantias e direitos aos acionistas minoritários, como forma de realização desse incentivo à captação de recursos. Estes dois aspectos complementam-se e são indissociáveis, como se verá, por serem parte do sistema legal, bem como da política econômica implantada pelo Estado brasileiro. Entretanto, por didatismo, serão tratadas em separado nos itens a seguir.

2.4.1 Acionista controlador e minoritário

Por ora abstraindo o interesse social, há um claro conflito entre os acionistas controladores e os acionistas minoritários. Este conflito existe exatamente em razão do modelo adotado pela Lei nº 6.404/76 e de suas conseqüências na composição societária – da formação do capital social – das sociedades brasileiras, sobretudo das grandes companhias, de capital aberto à negociação em bolsa.

Aqui é preciso distinguir esses dois conceitos: controle político e maioria sobre o capital social da sociedade. O sistema legal brasileiro admite a emissão de ações de diferentes espécies e classes (BRASIL, 1976b, art. 15). São espécies de ações as ordinárias, as preferenciais e as de fruição, estas últimas em desuso. As ações ordinárias detêm todos os direitos inerentes à condição de acionista, especialmente o direito de voto. Já as ações preferenciais podem ter ou não o direito de voto e em geral não o possuem⁸. Ainda assim, pode existir mais de uma classe de ações de uma mesma espécie e, nas companhias brasileiras, somente podem existir classes distintas de ações preferenciais⁹. O sistema legal, antes da reforma de 2001 (da Lei nº 10.303), admitia que dois terços do capital social de uma companhia brasileira

⁸ A Lei nº 6.404/76, na redação em vigor, limita a emissão de ações preferenciais *sem direito de voto ou com este direito restringido* a 50% do capital social da companhia (BRASIL, 1976b, art. 15, § 2º). Em algumas situações, a Lei nº 6.404/76 garante aos titulares de ações preferenciais sem direito de voto esse direito plenamente, ou de forma restrita (BRASIL, 1976b, arts. 111, 136).

⁹ Nas companhias abertas não podem existir classes diferenciadas de ações ordinárias, somente de ações preferenciais, nos termos do art. 15, § 1º da Lei nº 6.404/76.

fosse representado por ações preferenciais, o que foi reduzido após a reforma para 50%¹⁰, respeitado o direito garantido, ou seja, muitas companhias brasileiras ainda apresentam em sua estrutura de capital essa maior proporção, de dois terços de ações preferenciais.

O resultado dessa proporção na formação do capital – dois terços de preferenciais e um terço de ordinárias, ainda presente em muitas companhias, apesar da mudança legal – permite que uma pessoa ou um grupo de acionistas que detenha metade mais uma ação ordinária, ou seja, um sexto do capital social aproximadamente, seja o controlador da sociedade, nos termos do art. 116 da Lei nº 6.404/76. Portanto, mesmo com uma participação reduzida no capital, pela espécie de ações que detém, passa essa pessoa ou grupo a deter todas as prerrogativas garantidas em lei, especialmente a de definir os administradores da sociedade, os rumos do negócio e a política de distribuição de dividendos.

Nesse momento, é preciso verificar qual o significado do segundo conceito: a maioria sobre o capital social. Se nos termos da lei o acionista pode ser controlador apenas com um sexto do capital da companhia, isso significa que, caso a sociedade fosse liquidada, receberia essa mesma proporção dos ativos apurados na liquidação, e só isso. Imagine-se a seguinte situação: um determinado acionista é controlador de uma sociedade com somente um sexto do capital, representado por ações ordinárias, tendo a sociedade financiado suas atividades com a captação de recursos mediante emissão de muitas outras ações preferenciais, com a subscrição pública destas em bolsa. Outros acionistas, que participaram dessa subscrição pública, são titulares de todas as ações preferenciais da companhia, ou seja, representativas de dois terços do capital social. Estes acionistas preferencialistas, para os termos da lei, são considerados como *minoritários*, porque não possuem direitos políticos: suas ações, por força do estatuto da companhia e em condições normais, não possuem direito de voto. Entretanto, esses mesmos acionistas são *majoritários* na composição do capital. Portanto, pode haver, em tese, uma inversão semântica das expressões legais quando observada a participação no capital.

¹⁰ Conforme nova redação do § 2º do art. 15 da Lei nº 6.404/76.

Ainda assim, no Brasil o controle político das sociedades está geralmente associado ao capital social, ou seja, há uma relativa identidade entre os titulares do poder de controle, da maioria das ações com direito de voto, e os titulares da maioria do capital social. O desvio, ou seja, essa diferença entre percentual de controle e percentual de propriedade de ações, foi de aproximadamente 21,3% no período de 1997 a 2008, conforme pesquisa desenvolvida pelos economistas Dante Mendes Aldrighi e Roberto Mazzer Neto (2007, p. 148); segundo o mesmo estudo, das sociedades de capital aberto brasileiras – das quais 77,6% têm um controlador único –, os controladores detêm aproximadamente 72,9% das ações com direito de voto e 51,6 % sobre o capital social.

Estes dados variam um pouco em pesquisa similar: 76,1% das companhias brasileiras de capital aberto têm um único controlador, com um desvio médio, entre percentual de controle e percentual de propriedade de ações, de 20%, em vez de 21,3% (ASSAF NETO; LIMA, 2007).

De qualquer forma, os estudos apresentam valores percentuais muito próximos e revelam a identidade e concentração da titularidade das ações com direito de voto e sobre o capital das sociedades.

Por fim, mesmo no âmbito doutrinário há o reconhecimento do fato da concentração do controle, conforme enunciado de forma concisa por João Luiz Coelho da Rocha (2002, p. 11):

Mas a grande, imensamente preferida, até aqui, forma de controle acionário, no país, tem sido a do controle majoritário, sociedades anônimas que apresentam a maioria de seu capital votante nas mãos de um acionista dominante, ainda que este por vezes se revele no molde de uma *holding*, que ali congregue os interesses, muitas vezes familiares, predominantes na condução do destino da empresa. Nas grandes corporações brasileiras esse quadro é facilmente perceptível, seja nos bancos e instituições financeiras, seja nas enormes seguradoras, ou nas indústrias de base.

Na realidade, a conformação do capital nas sociedades brasileiras, ou seja, a existência de sociedades com acionistas controladores que ao mesmo tempo concentram a propriedade das ações representativas da maior parte do capital

dessas companhias, por si indica a possibilidade do surgimento de conflitos entre esses controladores e a minoria acionária. Os controladores de sociedades brasileiras, por serem titulares do poder político – poder de controle (BRASIL, 1976b, art. 116) – e da maioria do capital, tendem a ser mais permissivos ou sujeitos à prática de atos que beneficiem a si próprios; já os minoritários têm a tendência de questionar e dissentir desses mesmos atos dos controladores, que não seriam praticados em consonância com as normas legais, especialmente por serem direcionados para os interesses pessoais dos controladores e não para o interesse social. Genericamente, esta é a base geral do conflito controlador/minoritário. Contudo, uma tendência não pode ser verificada senão na prática, no dia-a-dia das sociedades, na ocorrência dos próprios conflitos. Neste sentido, Martins (2005, p. 43) esclarece a preocupação, na gênese, do legislador, em tutelar esse conflito na Lei nº 6.404/76:

A dinâmica do risco trespassa as sociedades anônimas, instrumentos que são do desenvolvimento de uma nação. As companhias foram criadas pelo comerciante e aprimoradas pelo jurista (v.g. limitação de responsabilidade) para atuarem, justamente, como instrumento jurídico de atração da riqueza popular.

Daí a importância, à época, de se aprimorar as regras e institutos atinentes à sociedade de capital, como meio de revitalizar o mercado de risco. Mercado este que, dada sua finalidade empresarial e concentração de recursos populares, é alvo de políticas de estado.

Para tanto, era indispensável revisar e reformular as regras do anonimato em vigor desde 1940.

Indispensável, antes de tudo, proteger o investidor minoritário, tão maltratado na relação societária, a ponto de ser identificado pelos “proprietários” das empresas como tolo e arrogante, pois não só entregavam suas poupanças aos “proprietários” como, ainda, pretendiam deles haver dividendos.

A relação maioria-minoria era a principal questão a ser enfrentada pelo novo modelo societário. A pedra de toque do novo diploma do anonimato a ser trabalhada. Sem a melhoria das regras protetivas da minoria as empresas tenderiam a viver o dilema da estatização ou da desnacionalização.

Sem capital as sociedades buscavam empréstimos para viabilizar os projetos e empreendimentos. Com o custo financeiro, se descapitalizavam. Em dívida, acabavam os controladores por alienar suas ações ao investidor estrangeiro.

Do mesmo modo, ausente a mobilização da poupança popular, restava ao Estado intervir na atividade econômica de modo a viabilizar os grandes empreendimentos.

Não havia outro caminho. A revitalização do mercado de capitais, abalado pelo *crack* da Bolsa, passava pela atualização das normas

do anonimato e da tutela dos direitos dos minoritários, sem se descuidar, contudo, de assegurar o direito dos majoritários.

Como se depreende do relato de Martins, a Lei nº 6.404/76 partiu da realidade da composição acionária das companhias brasileiras, visando a implementar uma política econômica, um novo modelo, que permita às sociedades empresárias captar recursos por meio do mercado de capitais.

Tal aceção, de tutela do conflito entre maioria e minoria, visando a uma maior captação de recursos da poupança popular por meio do mercado de capitais para direcioná-los às sociedades, entretanto, não é exclusiva do Brasil. Pelo contrário, há reproduções dessa mesma questão em outros países (por exemplo, Espanha) que adotaram nova legislação no mesmo sentido, de proteção da minoria, segundo o relato de Díaz-Cañabate (2002, p. 273):

Chegamos agora ao segundo ponto do esquema proposto: o da relação entre maioria e minoria. [...] Na mesma lei encontramos preceitos que autorizam a minoria a resistir às deliberações da maioria. É o que se chama a “defesa das minorias”. Recordo que, quando da publicação da lei, algumas pessoas acorreram a mim em sua qualidade de sócios minoritários, queixando-se de que não tinha suficiente proteção na mesma e me perguntavam como consentira com esse desamparo aos acionistas; enquanto outros achavam, pelo contrário, que os direitos da minoria, na lei espanhola, eram excessivos. Difícil contentar a todos neste ponto da defesa da minoria. Tema este que não teria qualquer sentido para um holandês ou para um francês dos séculos XVII ou XVIII, já que então não havia maiorias, nem minorias, pela simples razão de que não havia assembleias gerais, porque a assembleia geral não se adequava à antiga concepção aristocrática da sociedade anônima e, por isso, nasce tardiamente na vida desta.

Portanto, esse conflito controlador/minoritário reproduz-se em outros Estados, como a Espanha; mas no caso brasileiro, diante da recente pujança do mercado de capitais, faz-se mais presente no dia-a-dia das sociedades, como será tratado neste trabalho, mediante a apresentação de alguns exemplos práticos de conflitos desta natureza, levados à Comissão de Valores Mobiliários e ao Judiciário brasileiro.

2.4.2 Acionista controlador e mercado

Genericamente, a palavra “mercado” é utilizada pela mídia como se se tratasse de uma entidade personificada, especialmente quando há oscilações fortes – positivas ou negativas – nos negócios em bolsas de valores. Esse mercado, segundo a imprensa, seria sujeito a humores, rumores, medos, inseguranças e toda a sorte de sentimentos. É uma impropriedade técnica tratar o mercado como ente personificado: o mercado é o ambiente no qual se realizam negócios, no caso em tela, um mercado próprio, o mercado de capitais. Humores, sentimentos, etc. acometem agentes desse mercado, sobretudo, os investidores.

O mercado de capitais funciona por intermédio de bolsas de valores, instituições responsáveis por organizar esses agentes em um ambiente de negócios, instituindo regras, fornecendo a infra-estrutura, como se fosse, guardadas as proporções e peculiaridades, um grande mercado onde se reúnem os compradores e vendedores de ativos.

Para os fins deste trabalho, opta-se por uma classificação de mercado de capitais em duas partes: o mercado primário e o secundário. Segundo a conceituação de Aguiar (2003, p. 94):

Mercado primário designa o seguimento [sic] do mercado em que é feita a primeira negociação de determinado ativo financeiro. As operações seguintes de transferências desses mesmos ativos são, por sua vez, realizadas no mercado secundário. Observe-se, portanto, que é no mercado primário, conforme ensina Miguel de Oliveira, que “a poupança se transforma em investimento” (1980, p. 24), haja vista serem apenas as primeiras negociações que geram entrada de recursos no “caixa” das empresas. Por outro lado, se as negociações de ativos no mercado secundário não implicam alteração no patrimônio das empresas, não menos importante é a função desse mercado como mecanismo de equalização do processo de poupança-investimento. Explica-se: a função do mercado secundário é dar liquidez aos papéis negociados no mercado primário, sendo infrutíferas quaisquer tentativas de colocação de papéis no mercado primário sem a perspectiva de que poderão ser negociadas posteriormente no mercado secundário (cf. Oliveira, 1980, p. 24). Ainda sobre o mercado secundário, Adolf Berle e Gardiner Means já demonstravam a importância do bom funcionamento da Bolsa de Valores (mercado secundário por

excelência), como necessário a manter a liquidez do mercado e garantir a propositividade do próprio sistema capitalista [...].

Assim, segundo a classificação proposta por Aguiar em seu artigo e utilizada neste trabalho, há dois momentos em que o mercado é importante para as sociedades: o primeiro, no mercado primário, quando a poupança, isto é, os recursos dos investidores são investidos nas sociedades, seja (a) no momento da constituição (BRASIL, 1976b, art. 82-87), se essas forem constituídas por subscrição pública, seja (b) no momento de capitalização da companhia, com a abertura de capital (BRASIL, 1976b, art. 170) de uma sociedade por ações fechada, ou (c) no aumento de capital de uma sociedade por subscrição pública (BRASIL, 1976b, art. 170).

Já o mercado secundário – cujo volume de negociações é imensamente superior ao primário, por contemplar, além de negociações à vista (compra e venda de ações e outros títulos ou valores mobiliários), negociações a termo, de derivativos de ativos, etc. – é importante para permitir a liquidez dos ativos (especialmente das ações) de uma companhia aberta como um todo (no mercado primário e secundário). Imagine-se o seguinte: uma companhia tem suas ações listadas e negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa). Suas ações são bastante negociadas, ou seja, são líquidas; o titular (proprietário) delas pode vendê-las com facilidade – porque há procura no mercado de capitais, há quem as compre –, como pode um investidor (o próprio titular ou qualquer outro), nesse mesmo mercado, adquirir outras ações da mesma companhia. Essas ações têm, ainda, de ter um custo de transação¹¹ razoável – para compra, venda, empréstimo, etc. – e preços estáveis ou previsíveis. Ricardo L. M. da Silva (2009, p. 19) conceitua liquidez com a concisão desejável:

O volume de negociação de um ativo no mercado de capitais é reflexo do seu grau de liquidez. Segundo Germaud, Vasconcelos e Toneto Júnior (2004) o grau de liquidez de um ativo depende da facilidade com que ele é negociado, dos seus custos de transação e do nível de estabilidade e previsibilidade de seu preço.

Como o próprio autor citado esclarece, há diversos outros fatores que são considerados para que um ativo tenha liquidez no mercado de capitais, por exemplo, a qualidade e quantidade de informações divulgadas pelas companhias emissoras

¹¹ O custo de transação basicamente se refere aos custos das taxas de intermediação – corretoras de valores e da bolsa de valores.

desses ativos, a estabilidade de sua empresa, de seus negócios, etc. Ainda assim, o conceito conciso elucida a liquidez o suficiente para os fins deste trabalho.

Ora, se a companhia tiver ativos negociados em bolsa com grande frequência, se esses ativos forem líquidos, naturalmente esta companhia terá facilidade em captar novos recursos, por exemplo, aumentando seu capital por subscrição pública, chamando os atuais acionistas – e os demais investidores do mercado de capitais interessados – para subscrever suas novas ações, a custo mais reduzido para a sociedade. Se, por outro lado, a companhia não possuir ações líquidas, a captação de recursos será mais difícil, porque a oferta de capital, de investimentos, será pequena: não serão muitos os interessados em aportar recursos – investir – em novas ações dessa companhia, sob pena de não conseguirem realizar com facilidade seus investimentos (alienar as ações) e em condições favoráveis.

A tendência de proteção ao acionista minoritário, como forma de ampliação da captação de recursos da poupança popular, continua a ser uma preocupação do legislador brasileiro. A Lei nº 6.404/76 sofreu uma grande reforma, instituída pela Lei nº 10.303/2001 (BRASIL, 2001), que ampliou de forma significativa os direitos e garantias dos acionistas minoritários de companhias brasileiras. Sobre a alteração no marco legal de 2001, Luiza R. de Moraes (2006, p. 55) expõe:

Em 2001, a reforma da Lei das Sociedades Anônimas veio responder a um novo movimento de renovação, coerente com as mudanças econômicas que atravessava o Brasil. O quadro de acionistas das companhias não continha apenas pessoas físicas ou pequenas empresas, sem vontade e força política, mas também investidores institucionais, principalmente fundos de pensão e fundos de mútuos, que passaram a deter expressivas participações no capital das sociedades abertas, no seu capital votante e preferencial. Precisava-se, portanto, criar e adaptar institutos aptos a garantir direitos e responsabilidades aos acionistas de sociedade aberta e trazer avanços ao regime jurídico dessas sociedades.

O novo diploma legal introduz inovações relevantes, no sentido da maior transparência das empresas, fortalecendo a posição dos minoritários e aumentando a competência da Comissão de Valores Mobiliários, como verdadeira entidade reguladora do mercado.

Em síntese, dentre os aspectos introduzidos pela reforma legislativa de 2001, destacam-se:

a) a alteração da proporção entre ações ordinárias e ações preferenciais, de um terço/dois terços para meio a meio;

b) o tratamento igualitário em favor dos acionistas não controladores (ordinários), no caso de alienação do controle, deixando às companhias a possibilidade de estender estas regras aos acionistas preferenciais;

c) uma nova disciplina do direito de recesso, para as ações, com tratamento específico aos titulares de ações com pouca ou nenhuma liquidez;

d) a participação dos acionistas minoritários ordinários (representantes de 15% do total das ações com direito de voto) e preferenciais (com voto restrito ou sem direito a voto, representantes de 10% do capital social) na composição do conselho de administração;

e) a garantia de transparência nas deliberações de matérias importantes da vida societária;

f) as novas disposições que fortalecem a atuação da CVM;

g) a definição dos crimes cometidos no âmbito do mercado de capitais; e

h) a possibilidade de composição de conflitos entre controladores e os demais acionistas pela via arbitral, visando a reduzir o número de processos no âmbito do Poder Judiciário.

Entretanto, questiona-se se as alterações realizadas por força da Lei nº 10.303/2001 são suficientes para que a intenção ou pretensão do legislador se realize, ou seja, se as garantias e direitos dos acionistas minoritários foram suficientemente alargadas para permitir um aumento da liquidez das ações de emissão das sociedades de capital aberto brasileiras como um todo. Neste sentido, Danilo Aguiar (2003, p. 123):

Deve-se, em primeiro lugar, analisar tais alterações na perspectiva da sociedade anônima. Persiste a emissão de ações preferenciais sem direito de voto como meio economicamente vantajoso de aumento de capital? E para os controladores, continuam sendo as ações preferenciais instrumentos de manutenção do controle com pequeno investimento?

Para responder a essas indagações, deve-se considerar as normas analisadas no subitem anterior, especialmente as do art. 17, como agregadoras de custos para a sociedade anônima. As ações preferenciais tornaram-se um meio mais caro de aumento de capital. Essas inovações, portanto, devem ser avaliadas como elementos de custo da gestão social. Resta a cada empresa observar se, diante da nova feição legislativa, convém realizar novas emissões de preferenciais, ou buscar outros ativos financeiros para capitalizar-se. Um elemento que influirá diretamente nessa decisão é o possível aumento na liquidez dos mercados, que elevaria a demanda por valores mobiliários, e baratearia a expansão do capital social.

Algumas sociedades de capital aberto brasileiras, pretendendo ampliar seu volume de captação de recursos no mercado de capitais, promoveram alterações importantes em seus estatutos, para implantar melhores padrões de governança

corporativa, outorgando a seus acionistas minoritários garantias e direitos adicionais aos previstos em lei e recebendo, em contrapartida, a possibilidade de captar esses recursos a um menor custo, pelo aumento significativo na liquidez das ações de sua emissão. Quanto maiores as garantias e os direitos, maiores as chances de investidores responderem ao chamado e subscreverem os títulos de emissão da companhia.

A Bovespa criou segmentos especiais de listagem das companhias cujos ativos são negociados naquela bolsa. Para que uma companhia seja aceita pela Bovespa em um desses segmentos especiais, além de cumprir integralmente as disposições legais, precisa atender a determinados padrões de governança corporativa.

A governança corporativa traduz a busca por melhores padrões, pela imposição de boas práticas no âmbito da companhia, como forma de diminuir os conflitos no âmbito societário – especialmente entre os acionistas controladores e minoritários e a administração. O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa conceitua-a da seguinte forma:

Governança corporativa é o sistema pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre proprietários, conselho de administração, diretoria e órgãos de controle. As boas práticas de governança corporativa convertem princípios em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e otimizar o valor da organização, facilitando seu acesso ao capital e contribuindo para a sua longevidade.¹²

O Novo Mercado é o segmento da Bovespa que atende aos mais altos padrões de governança corporativa, sendo que as companhias listadas neste segmento devem obedecer aos seguintes parâmetros: (a) não podem possuir ações preferenciais – ou seja, têm o capital social totalmente dividido em ações ordinárias; (b) conferem estatutariamente a obrigação de realização de oferta pública de ações (art. 254-A da Lei nº 6.404/76), dirigida a todos os acionistas não-controladores (ao *free-float*, na expressão de mercado), no caso de alienação de controle da companhia, e nas mesmas condições do vendedor do controle – ou seja, no mesmo valor e demais condições do negócio; (c) obrigam a realização de oferta pública em caso de

¹² Conceito disponível no *site*: <<http://www.ibgc.org.br/Secao.aspx?CodSecao=17>>. Acesso em: 26 maio 2009.

fechamento do capital da companhia (art. 4º, § 4º da Lei nº 6.404/76) pelo valor mínimo, apurado com base no valor econômico da companhia enquanto a lei admite outros critérios, de forma isolada ou em conjunto, que tende a ser inferior ao valor econômico (apurado por fluxo de caixa descontado); (d) o Conselho de Administração dessas companhias terá, no mínimo, cinco membros, sendo 20% deles independentes; e (e) não poderão ter partes beneficiárias (art. 46. e seguintes da Lei nº 6.404/76).¹³

Portanto, como se depreende da legislação brasileira e das práticas no mercado de capitais, especialmente do crescente número de companhias listadas no Novo Mercado da Bovespa – em março de 2006 eram 23 companhias (MORAES, 2006, p. 51) e em maio de 2009 já somavam 100¹⁴ –, a proteção dos direitos e a criação de garantias aos acionistas minoritários não só resulta de uma política econômica, de um modelo adotado pelo Estado brasileiro como forma de capitalizar as grandes companhias, mas é uma tendência aceita e incorporada pelas próprias companhias em sua busca por recursos, a menor custo, necessários para financiar suas atividades.

¹³ Conforme *folder* de apresentação do Novo Mercado da Bovespa. Disponível em: <http://www.bovespa.com.br/pdf/Folder_NovoMercado.pdf>. Acesso em: 26 maio 2009.

¹⁴ Informação disponível em: <<http://www.bovespa.com.br/Home/Redirect.asp?end=/Empresas/InformacoesEmpresas/ExecutaAcaoConsultaNivelGovernanca.asp?nivel=nm>>. Acesso em: 26 maio 2009.

3 A INCORPORAÇÃO DE AÇÕES

A ampliação dos direitos e garantias dos acionistas minoritários é a premissa necessária para o prosseguimento deste trabalho. Não há como analisar e apontar as ilegalidades cometidas na incorporação de ações – ou mediante sua utilização –, sem contextualizar a questão.

Como será visto a seguir, a incorporação de ações – por se tratar de uma operação impositiva, unilateral, depender da vontade da maioria do capital votante, portanto exclusivamente do acionista controlador, como visto, em decorrência da conformação do capital da maior parte das sociedades de capital aberto brasileiras – apresenta-se de início, de pronto, em descompasso com as perspectivas legais e do mercado, de proteção do acionista minoritário.

A incorporação de ações, instituto alienígena, incorporado ao sistema legal brasileiro por transposição do modelo norte-americano, parece sofrer, como na maioria das transposições desse tipo, de um defeito de origem, de uma inadequação à realidade jurídica e econômica das sociedades brasileiras.

3.1 Origens: crítica inicial

O instituto da incorporação de ações brasileiro (art. 252 da Lei nº 6.404/76) foi inspirado em operações societárias e respectivo modelo jurídico norte-americanas. Para Sztajn (1998, p. 144), é semelhante ao *stock for stock combination*¹⁵ do direito norte-americano; já para Calixto Salomão (2005, p. 18), a incorporação de ações aproxima-se das operações societárias comuns no direito norte-americano, as *squeezeout* ou *freezeout mergers*:

O instituto da incorporação de ações aproxima-se bastante do direito societário norte-americano. Nos Estados Unidos, são freqüentes e lícitas as *squeeze-out ou freeze-out mergers*, operações nas quais o acionista minoritário é expelido compulsoriamente da sociedade mediante o reembolso do valor de suas ações. O investidor não tem sequer a oportunidade de permanecer como acionista na companhia

¹⁵ Operação semelhante à permuta de ações do art. 259 da Lei nº 6.404/76.

resultante da fusão. Ele é obrigado a aceitar o valor oferecido pelo controlador.

Entretanto, nos Estados Unidos a dispersão da propriedade das ações funciona como escudo para os acionistas. Como nenhum investidor detém o controle das companhias abertas, as *squeezeout mergers* são, na prática, precedidas de uma oferta pública de aquisição de ações. Somente quando essa oferta é bem-sucedida é que se realiza o *squeezeout*. O acionista realiza a oferta pública e exclui os minoritários somente se a oferta é bem-sucedida. Esta circunstância passou despercebida pelo legislador brasileiro de 1976.

A classificação de Salomão Filho parece mais de acordo com a doutrina norte-americana. Clark (1986, p. 499-500, tradução nossa) conceitua as *freezeouts* da seguinte maneira:

Freezeouts são operações em que aqueles que controlam uma sociedade utilizam-se desse poder de controle para forçar acionistas não-controladores a abrirem mão de suas posições na sociedade. *Freezeouts* ocorrem quando atores internos forçam acionistas não-controladores a venderem suas ações ou, de outra forma, saírem da sociedade. O efeito líquido da maioria das operações de *freezeouts*, caso sobrevivam à ação judicial que delas decorre, é tratar os titulares de ações ordinárias como se tivessem sido, sem saber, titulares de ações preferenciais resgatáveis (os titulares de ações ordinárias têm, geralmente, a expectativa de que poderão decidir quando vender suas ações; os titulares de ações preferenciais sabem que seus investimentos podem ser vendidos pela sociedade emissora a critério desta).

O termo *squeezeout* é às vezes utilizado no lugar de *freezeout*, mas pode ter uma conotação diferente: uma operação ou série de operações que não compelem o acionista não-controlador em nenhum sentido jurídico formal, porém, têm a finalidade e o efeito prático de tornar sua condição tão pouco conveniente que ele fica praticamente excluído ou constrangido e inevitavelmente vende, e se retira, nos termos oferecidos pelos atores internos.¹⁶

¹⁶ Freezeouts are transactions in which those in control of a corporation use their control to force noncontrolling shareholders to lose their status of that corporation. Freezeouts occur when the insiders force the noncontrolling shareholders to sell their shares or otherwise disinvest. The net effect of most freezeouts, if they survive litigation arising out of them, is to treat common shareholders as if they had been holding redeemable preferred stock without knowing it (Common stockholders generally expect that they themselves have the power to decide when to sell their stock; the holders of redeemable preferred knows that his investment can be bought out by the issuing corporation at its option).

The term squeezeouts is sometimes used interchangeably *with* freezeouts, but may have a different connotation: a transaction or set of transactions that does not coerce the noncontrolling shareholder in any formal legal sense, but that has the purpose and practical effect of making his situation so unrewarding that he is virtually disinvested or so unpleasant that he will inevitably sell out on the insider's terms.

Esta transposição conceitual de uma operação societária, com todas as suas conseqüências econômicas e seu modelo jurídico próprio, para muitos é inadequada, colocando em cheque a pertinência do art. 252 da lei societária brasileira, senão vejamos:

Segundo a lição de Salomão Filho, acima transcrita, a conformação do capital social das companhias norte-americanas por si “funciona como escudo para os acionistas” minoritários. De fato, como a seguir demonstrado por Clark, a maioria das *freezeouts* envolvendo companhias de capital aberto é realizada a preços mais altos do que os praticados no mercado de capitais (os preços de negociação das ações em bolsa). Ainda assim, Clark (1986, p. 504, tradução nossa) aponta pelo menos cinco maneiras ou possibilidades de essas operações resultarem em danos ou prejuízos potenciais a esses acionistas minoritários, mesmo que realizados a um preço superior ao do de negociação:

A maioria das operações de *freezeout* envolvendo sociedades abertas ocorre a um preço igual ou superior ao preço de mercado então praticado das ações da sociedade aberta. Suponhamos, por exemplo, que Jacob é um acionista minoritário da Scrooge Trading e as ações desta são vendidas a \$ 12. Ebenezer tentar retirar [*freeze out*] Jacob e os outros oferecendo \$ 14. O ágio de \$ 2 pode fazer parecer que o negócio não representa nenhum problema sério. Não é a única objeção real às operações de *freezeout* a de que os excluídos não irão receber pagamento suficiente? Se essas operações ocorrerem a valor superior ao preço de mercado atualizado e o mercado está relativamente com mais ofertas para compra e venda, eles não receberão o suficiente para que o negócio seja um negócio justo? Existe mais algum outro aspecto com que se preocupar? Essas operações não carecem de fundamento para a reivindicação de que foram prejudiciais?

O argumento de que não há problema ignora pelo menos cinco formas em que a operação de *freezeout* pode ser prejudicial aos excluídos. A primeira, segunda e terceira são danos geralmente restritos às operações de *freezeout*. A quarta e quinta não só representam problemas mais sérios, mas também danos que podem surgir de alterações orgânicas controladas pelos atores internos em que os atores externos não recebem dinheiro como, por exemplo, a incorporação de uma subsidiária pela matriz, em que os acionistas minoritários recebem ações no capital da matriz.¹⁷

¹⁷ Most freezeouts involving public corporations occur at a price that is at or above the current market price of the publicly held shares. Suppose, for example, that Jacob is a minority stockholder of Scrooge Trading and the latter's stock selling at \$ 12. Ebenezer tries to freeze out Jacob and the others at \$ 14, The \$ 2 premium may suggest that the deal poses no serious problems. Isn't the sole real objection to freezeouts that the freezes will not be paid enough money? If the freezes receive more than the current market price and the market is reasonably

Os possíveis danos ou prejuízos apontados por Clark vão desde a compulsoriedade das operações, que excluem a participação dos acionistas minoritários em determinada companhia, alienando compulsoriamente suas ações, até questões derivadas de operações entre sociedade controladora e controlada.

Alguns desses danos ou prejuízos potenciais em operações de *freezeout* são muito semelhantes às críticas feitas à incorporação de ações, especialmente aquelas apontadas neste trabalho como ilegais; ainda assim, as diferenças entre os Estados Unidos e o Brasil são enormes, tanto no campo jurídico quanto na economia.

Neste item, importa demonstrar que a transposição desse modelo, em específico desse tipo de operação societária, não parece adequada à realidade do mercado de capitais brasileira, ainda mais neste momento, de ampliação dos direitos e garantias dos acionistas minoritários, conforme tratado no capítulo anterior.

Alerta Calixto Salomão (2006, p. 51) sobre transposições – ou como ele trata, importações – de modelos jurídicos estrangeiros:

Os países em desenvolvimento em geral e os da América Latina em particular padecem de um grave problema em seus sistemas econômicos. A importação de modelos.

No campo societário essa importação leva a um sério problema de identidade. Realidades econômicas díspares não podem ter as mesmas estruturas empresariais. Caso se pretenda aproximar as realidades econômicas, então com mais razão ainda é preciso dar conformações estruturais distintas ao meio empresarial para que este se possa organizar.

Assim, não é possível transportar para o Brasil a estrutura societária anglo-saxã, onde a importância do mercado de capitais e a diluição do poder societário funcionam como elemento organizador natural para as sociedades, garantindo a autonomia dos administradores e promovendo a cooperação entre os sócios.

thick rather than thin, won't they be paid enough to make the deal fair? What else is there to worry about? Don't the freezes lack a basis for claiming they have been harmed?

The "no problem" argument overlooks at least five ways in which freezes may be harmed by freezeout. The first, second, and third are harms usually restricted to freezeout transactions. The fourth and fifth not only represent more serious problems, but are also harms that may attend insider-controlled organic changes in which the outsiders are not cashed out – such as parent-subsidary merger in which the minority shareholders are given stock in the parent.

Este mesmo tipo de crítica, à importação ou à transposição de modelos, também é encontrada na doutrina norte-americana. Neste sentido, Roe (2003, p. 161-162, tradução nossa):

A atual perspectiva jurídica contribui enormemente para o nosso entendimento da fragilidade dos mercados de capital em transição e das economias do Terceiro Mundo. Entretanto, há, ainda, muitos aspectos essenciais à separação que o Direito Societário não alcança nas nações mais ricas e mais avançadas do mundo. Muitas outras condições que dependem mais das instituições do que do Direito Societário devem ser, primeiro, atendidas antes da difusão do capital. E em nações em que essas outras condições estão ausentes, haveria pouca razão para os legisladores se dedicarem ao desenvolvimento de boas instituições do direito societário, pois simplesmente não seriam utilizadas.¹⁸

Portanto, sem desconsiderar a presença da incorporação de ações no direito positivo brasileiro, parece possível afirmar que esta operação não é adequada à realidade brasileira, à conformação do capital social das companhias brasileiras, especialmente às grandes companhias de capital aberto, por permitir, por razões alheias à letra fria da lei – econômicas, sociais, políticas, etc. –, práticas ilegais, em que pese a operação em si, se realizada em termos estritos, sem qualquer mácula, sem qualquer ilegalidade, não enseja qualquer dano ou prejuízo. Operações de incorporação de ações que até mesmo geraram a diluição dos acionistas minoritários titulares de ações preferenciais no capital social, que na relação de troca ou substituição de suas ações incorporadas receberam menos ações do que os acionistas titulares de ações ordinárias – controladores ou não –, foram aceitas por esses acionistas minoritários e pelo mercado de capitais como justas. O melhor exemplo talvez tenha sido a incorporação de ações da Embraer, que não sofreu qualquer questionamento diante da clareza e justeza dos dados, na qual houve uma diferença de 9% na avaliação das ações ordinárias e preferenciais da companhia cujas ações foram incorporadas (SANDIM; MOURA, 2007), inferior, por exemplo, ao percentual de 20% que a Lei nº 6.404/76, em seu art. 254-A, presume como prêmio,

¹⁸ Today's law-based perspective contributes greatly to our understanding the fragility of capital markets in transition and third world economies. But there is too much that is critical to separation that corporate law does not reach in the world's richest, most advanced, nations.

Too many other conditions the depend on institutions other than corporate law have to be met before ownership can diffuse. And in nations where those other conditions are absent, there would be little reason for public policymakers to invest deeply in developing good corporate law institutions, because they just would not be used.

como a diferença de valor a mais que as ações que representam o controle de uma companhia fazem jus.

3.2 Conceitos no direito brasileiro: incorporação de ações e subsidiária integral

Atento ao esforço didático proposto, faz-se necessário aqui distinguir a incorporação de ações, conforme art. 252 da Lei nº 6.404/76, da incorporação de sociedade, segundo art. 1.116 do Código Civil e art. 227 da Lei nº 6.404/76, os três respectivamente transcritos abaixo:

Art. 252. A incorporação de todas as ações do capital social ao patrimônio de outra companhia brasileira, para convertê-la em subsidiária integral, será submetida à deliberação da assembléia-geral das duas companhias mediante protocolo e justificação, nos termos dos artigos 224 e 225.

§ 1º - A assembléia-geral da companhia incorporadora, se aprovar a operação, deverá autorizar o aumento do capital, a ser realizado com as ações a serem incorporadas e nomear os peritos que as avaliarão; os acionistas não terão direito de preferência para subscrever o aumento de capital, mas os dissidentes poderão retirar-se da companhia, observado o disposto no art. 137, II, mediante o reembolso do valor de suas ações, nos termos do art. 230. (Redação dada pela Lei nº 9.457, de 1997).

§ 2º - A assembléia-geral da companhia cujas ações houverem de ser incorporadas somente poderá aprovar a operação pelo voto de metade, no mínimo, das ações com direito a voto, e se a aprovar, autorizará a diretoria a subscrever o aumento do capital da incorporadora, por conta dos seus acionistas; os dissidentes da deliberação terão direito de retirar-se da companhia, observado o disposto no art. 137, II, mediante o reembolso do valor de suas ações, nos termos do art. 230. (Redação dada pela Lei nº 9.457, de 1997)

§ 3º - Aprovado o laudo de avaliação pela assembléia-geral da incorporadora, efetivar-se-á a incorporação e os titulares das ações incorporadas receberão diretamente da incorporadora as ações que lhes couberem.

§ 4º - A Comissão de Valores Mobiliários estabelecerá normas especiais de avaliação e contabilização aplicáveis às operações de incorporação de ações que envolvam companhia aberta. (Incluído pela Medida Provisória nº 449, de 2008). (BRASIL, 1976b)

Art. 1.116. Na incorporação, uma ou várias sociedades são absorvidas por outra, que lhes sucede em todos os direitos e obrigações, devendo todas aprová-la, na forma estabelecida para os respectivos tipos. (BRASIL, 2002a)

Art. 227. A incorporação é a operação pela qual uma ou mais sociedades são absorvidas por outra, que lhes sucede em todos os direitos e obrigações.

§ 1º A assembléia-geral da companhia incorporadora, se aprovar o protocolo da operação, deverá autorizar o aumento de capital a ser subscrito e realizado pela incorporada mediante versão do seu patrimônio líquido, e nomear os peritos que o avaliarão.

§ 2º A sociedade que houver de ser incorporada, se aprovar o protocolo da operação, autorizará seus administradores a praticarem os atos necessários à incorporação, inclusive a subscrição do aumento de capital da incorporadora.

§ 3º Aprovados pela assembléia-geral da incorporadora o laudo de avaliação e a incorporação, extingue-se a incorporada, competindo à primeira promover o arquivamento e a publicação dos atos da incorporação. (BRASIL, 1976b)

A incorporação de sociedade é a operação pela qual uma sociedade (chamemos de A) incorpora outra sociedade (chamemos de B). Pela incorporação, a sociedade A absorve completamente a sociedade B, com todos os seus ativos e passivos, sucedendo-a para todos os fins. Com a incorporação da sociedade B (incorporada) pela sociedade A (incorporadora), a primeira deixa de existir enquanto ente autônomo, pessoa jurídica, sendo absorvida pela segunda. Uma representação gráfica pode ser útil à compreensão do instituto da incorporação:

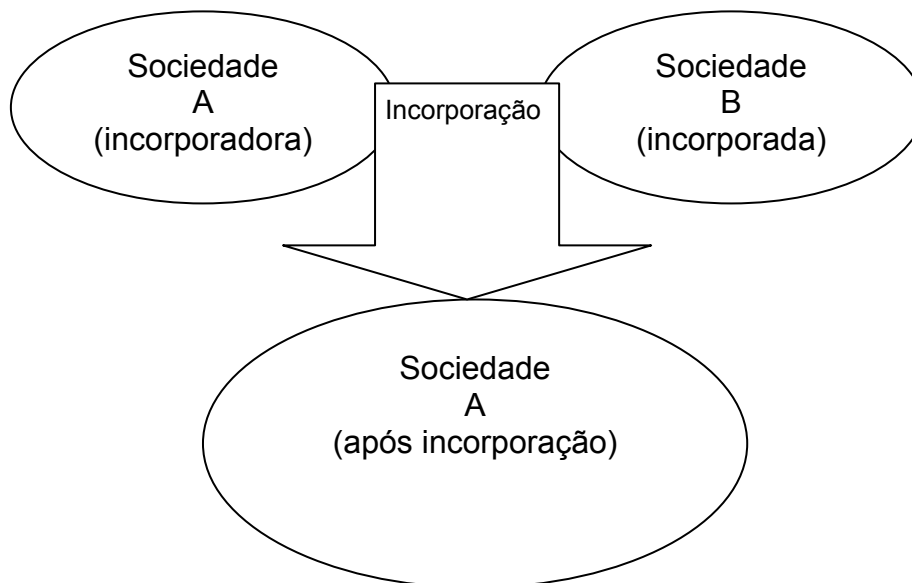


Gráfico 1 – Incorporação de Sociedade
Fonte: o autor.

Já na incorporação de ações, o que é incorporado ao patrimônio da companhia A não são todos os ativos e passivos da companhia B, mas a totalidade de suas ações. Como resultado, a companhia B passa ter como única sócia a companhia A. A companhia B passa a ser *subsidiária integral* da companhia A, preservando para todos os fins a qualidade de pessoa jurídica autônoma, conforme demonstra o gráfico abaixo:

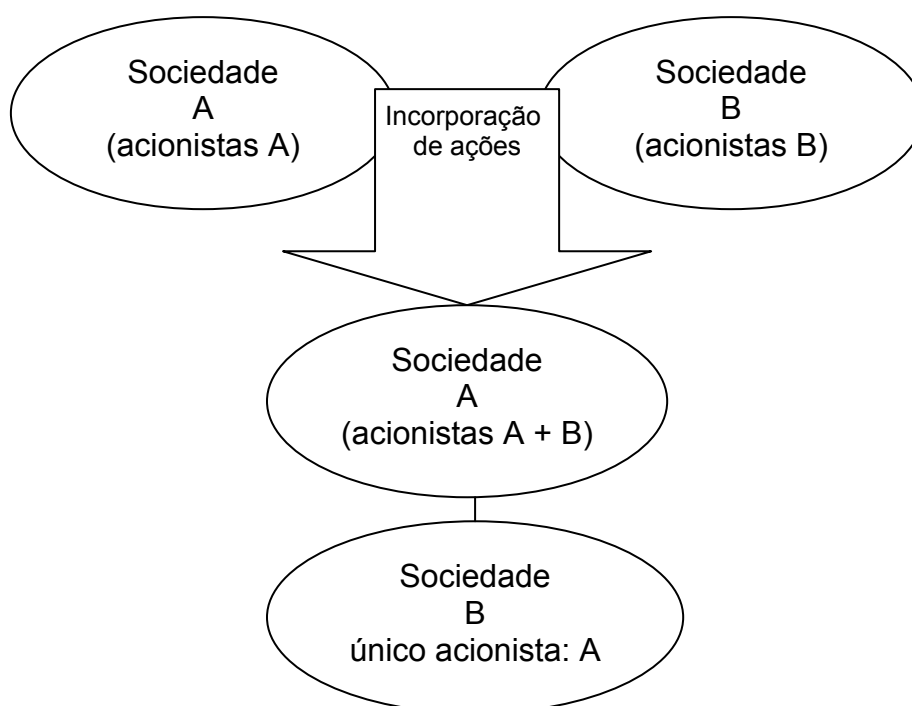


Gráfico 2 – Incorporação de Ações
Fonte: o autor.

Há quem critique o emprego, pelo legislador, da expressão “incorporação” para denominar a operação de incorporação de ações, alegando que ela não foi adequada, tendo em vista que o resultado desta, para a companhia incorporadora, nada mais é do que um aumento no seu capital, com o acréscimo em seu patrimônio da totalidade das ações de emissão de outra companhia, bem como não resulta na extinção da sociedade incorporada. Neste sentido, Martins (1979, v. 3, p. 315-316, grifos do autor):

Julgamos, entretanto, que o legislador empregou mal a palavra *incorporação*, conhecida (e a própria lei afirma isso, no art. 227, § 3º) como uma operação em que a sociedade incorporada *se extingue*, sendo sucedida pela incorporadora, o que não acontece com a

incorporação de ações de uma sociedade anônima ao patrimônio de uma outra para considerá-la subsidiária integral. Tendo as palavras, em direito, um sentido próprio, é de boa técnica seu emprego no significado adequado; a utilização, neste artigo, da palavra *incorporação* torna o dispositivo de difícil compreensão para os menos avisados, o que seria evitado, com a vantagem de tornar clara a intenção do legislador, se um outro fosse empregado.

Pois, na verdade, a conversão de uma sociedade anônima existente em subsidiária integral mediante a chamada *incorporação* das ações da primeira no patrimônio da segunda nada mais é do que um aumento de capital da sociedade controladora, ou, na expressão da lei, *incorporadora*, com a subscrição das ações desse aumento pelos acionistas da sociedade que vai tornar-se subsidiária integral, sendo o pagamento dessas ações feito não *em dinheiro*, mas *com as ações* dos acionistas da sociedade a ser incorporada. Daí a necessidade de um procedimento especial para que a conversão, por essa modalidade, possa ser realizada; daí, igualmente, o fato de, apesar de falar a lei em *incorporação* (que na realidade não é), permanecer existindo a sociedade que se converte em subsidiária integral, pois na verdade as suas ações são transferidas pelos acionistas para a sociedade controladora, recebendo esses acionistas, da primeira sociedade, em troca de suas ações, ações da controladora. Assim, a operação pode ser explicada de duas maneiras: ou sendo considerada a transferência das ações pelos acionistas da primeira sociedade para a segunda sociedade, como *pagamento* das ações subscritas por aqueles no aumento de capital da segunda, ou como uma *venda* das ações da primeira sociedade à segunda (*controladora integral* ou *incorporadora*), que faz o pagamento àqueles acionistas não em *dinheiro* (o que levaria à conversão de uma sociedade em subsidiária integral pela *aquisição* das ações pela controladora, caso já focalizado pela lei), mas em *ações* decorrente de um aumento de capital, deliberado e aceito por todos os acionistas da incorporadora com essa finalidade.

Como se depreende da lição de Martins (1979), a moeda de pagamento pelas ações incorporadas pela companhia são ações da companhia incorporadora – geralmente a própria controladora da incorporada.

Não é preciso grandes considerações para se verificar um flanco aberto para conflitos: se o acionista controlador pagará com ações de sua própria emissão os acionistas da sociedade controlada, poderá, em claro abuso de poder, praticar atos lesivos aos interesses desses acionistas minoritários. É exatamente sobre esta premissa simples, porém clara e facilmente verificável, que algumas ilegalidades serão tratadas neste trabalho.

Dando prosseguimento à conceituação, o legislador brasileiro não permitiu a criação de pessoas jurídicas de responsabilidade limitada unipessoais, tal como adotado em alguns países europeus¹⁹, admitindo, entretanto, a unipessoalidade em algumas situações.

O sistema brasileiro admite a unipessoalidade: (a) no caso de constituição ou da criação de subsidiárias integrais; (b) na criação de empresas públicas; (c) pelo prazo de 180 (cento e oitenta) dias em sociedades simples e sociedades empresárias, podendo resultar na extinção por dissolução dessas caso não se recomponha a pluralidade de sócios no prazo legal (BRASIL, 2002a, art. 1.033); e (d) em sociedade por ações, desde que a unipessoalidade seja resolvida até a assembléia ordinária a ser realizada no ano seguinte, sob pena de extinção da sociedade (BRASIL, 1976b, art. 206, I, “d”).

Por outro lado, as subsidiárias integrais são constituídas ou criadas apenas por três formas (BRASIL, 1976b, art. 251): (a) mediante escritura pública, constitui-se uma companhia subsidiária integral; (b) pela aquisição da totalidade das ações de uma companhia, que passa a ser subsidiária integral da adquirente; ou (c) por incorporação da totalidade das ações de uma companhia por outra, forma de constituição que interessa a este trabalho. Sobre o assunto, Martins (1979, v. 3, p. 315, grifos do autor):

A lei brasileira, admitindo a existência da sociedade anônima tendo um só acionista, permite que isso aconteça de duas maneiras: ou por *constituição*, por sociedade brasileira, de uma sociedade anônima em que todas as ações pertençam à primeira, ou por *conversão* de uma sociedade já existente em subsidiária integral, passando todas as ações a pertencer à sociedade brasileira. Neste último caso, a conversão pode se processar de duas modalidades: pela *aquisição*, por sociedade brasileira, *de todas as ações* de uma sociedade anônima existente – caso em que a sociedade que faz a aquisição contabilmente realiza um investimento, passando as ações adquiridas a figurar no seu ativo – ou pela *incorporação* ao patrimônio de sociedade anônima brasileira de todas as ações do

¹⁹ Por exemplo: Alemanha, França e Portugal, que adotaram as sociedades unipessoais em 1980, 1985 e 1986, respectivamente. Ver: KAIRALA, Renata Lessa Mellen. *Sociedade unipessoal e E.I.R.L.: conceituação e problematização*. Disponível em: <<http://www.franca.unesp.br/Sociedade%20Unipessoal.pdf>>. Acesso em: 26 maio 2009; e Código de Sociedades Português (Decreto-Lei nº 262/86, de 2 de setembro de 1986, art. 270, 1): “1. A sociedade unipessoal por quotas é constituída por um sócio único, pessoa singular ou colectiva, que é o titular da totalidade do capital social”.

capital de uma outra sociedade anônima, também brasileira. As operações, à primeira vista, parecem idênticas, mas na realidade se trata de procedimentos diversos para um mesmo fim.

Para melhor fixar o conceito, imagine-se o seguinte: uma companhia (chamemos de A) pretende incorporar as ações de outra companhia (chamemos de B). Essa pretensão teria de estar amparada em aspectos econômicos e financeiros das companhias, por exemplo, com essa incorporação de ações haveria uma sinergia econômica: a companhia A é uma grande indústria e a companhia B faria a logística da distribuição de sua produção, elemento fundamental para o sucesso do negócio da companhia A e que, por outro lado, também interessa a B e seus acionistas, por potencialmente ampliar as perspectivas de crescimento da empresa.

A utilização da incorporação de ações seria justificável, ainda, por exemplo, se outras formas de concentração empresarial não fossem adequadas. Numa fusão de A e B, ou mesmo de incorporação da companhia B por A, não seriam preservadas as personalidades jurídicas distintas de A e B, o que poderia não ser interessante do ponto de vista fiscal, diante dos diversos regimes tributários. A incorporação de ações, por preservar a personalidade jurídica distinta de B, permitiria que esta mantivesse sua independência e adotasse o regime tributário mais adequado às suas atividades.

Existindo razão, justificativas suficientes, a incorporação das ações da companhia B pela companhia A seria submetida à aprovação da maioria simples dos acionistas com direito a voto. Com a incorporação de ações aprovada, migrariam os acionistas de B para a companhia A.

Portanto, a incorporação de ações no Brasil, como visto, não possui os mesmos pressupostos do modelo norte-americano; ainda assim, faz parte do direito positivo, e por isso não pode ser simplesmente desconsiderada.

A redação do art. 252 da Lei das Sociedades por ações difere do modelo norte-americano porque há um elemento fático que lá não se verifica: sociedades controlando outras, ou seja, sociedades que possuem a maioria dos votos em outras sociedades cujas ações pretendem incorporar. No modelo norte-americano, a

existência de um controlador único na maioria das vezes é posterior, ou seja, antes da *freezeout* há uma oferta pública na qual um acionista adquire participação relevante na companhia, que lhe garanta o controle, concluindo a aquisição completa da companhia com a operação do *freezeout*, análoga à incorporação de ações da lei brasileira.

Portanto, a incorporação de ações tem um propósito claro na lei brasileira: permitir que uma sociedade controladora transforme a outra – a controlada – em sua subsidiária integral. Neste sentido, Magalhães (1977, v. 3, p. 1.016, grifos do autor):

O controle total e exclusivo da subsidiária integral tem significado de uma incorporação de fato, ainda que não o seja no rigor técnico-jurídico da expressão.

É por isso que a epígrafe da Seção fala em *incorporação*, em vez de simples *aquisição de controle*.

Toda a incorporação de ações envolve aquisição de controle, mas a recíproca não é verdadeira.

É por isso que a semântica da expressão “subsidiária integral” revela o significado do instituto, ou seja: essa companhia (subsidiária) é integralmente detida, comandada, etc. pela sociedade que incorporou suas ações.

3.3 Fundamento ou função

A incorporação de ações, ainda segundo os fundamentos do instituto, está assim descrita na exposição de motivos do PL n° 196/76, que resultou na Lei n° 6.404/76:

A incorporação de ações, regulada no artigo 252, é meio de tornar a companhia subsidiária integral, e equivale à incorporação de sociedade sem extinção da personalidade jurídica da incorporada. A disciplina legal da operação é necessária porque ela implica – tal como na incorporação de uma companhia por outra – em excepcionar o direito de preferência dos acionistas da incorporada de subscrever o aumento de capital necessário para efetivar a incorporação. (BRASIL, 1976c)

Ora, a exposição de motivos da lei brasileira também revela a excepcionalidade do instituto, que somente poderia ser utilizado para a criação de subsidiárias integrais, com finalidade, portanto, restritiva. Essa excepcionalidade é garantida pela própria

natureza da operação, que é unilateral, compulsória e independe da manifestação de todos os acionistas, e guarda estrita conexão com os aspectos econômicos da operação, sempre de racionalizar as estruturas societárias com a constituição de subsidiária integral.

E onde estão as razões da incorporação de ações? Os acionistas de uma companhia, concluída a incorporação de ações, continuam a participar indiretamente daquela empresa, mas em conjunto com os acionistas da companhia incorporadora que, por sua vez, permitiram o ingresso dos acionistas da companhia incorporadora na incorporada e sua participação direta na empresa dessa. Ou seja, essa substituição de ações necessariamente conta com a concordância da maioria (do capital votante) dos acionistas da incorporadora e da incorporada para ser realizada e tem razões econômicas fundamentando a utilização dessa operação.

Pedro Oliva Marcilio de Souza, ex-diretor da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), em seu voto proferido no Processo Administrativo nº RJ2007/3453 em 18 de abril de 2007, que tratou do pedido de interrupção de assembléia de acionistas da companhia Fosfértil S.A., convocada para deliberar sobre a incorporação das ações da Bung Fertilizantes S.A. por essa companhia, dispôs com propriedade sobre a finalidade da incorporação de ações e o que a difere da incorporação de sociedade:

24. A finalidade da incorporação de ações – sejam as ações incorporadas de sociedade controlada ou sem vínculos societários – é uma só: tornar a sociedade cuja as ações foram incorporadas sua subsidiária integral (i.e., sem qualquer outro acionista, que não a sociedade incorporadora), mediante a transferência dos acionistas da sociedade cuja as ações foram incorporadas para a sociedade incorporadora.

25. Justifica-se esse caminho, e não a incorporação de sociedades, por vários motivos. Existem casos em que a sociedade incorporada tem regime fiscal especial que não pode ser transferido por meio de sucessão e, precisa, para mantê-lo, continuar com a personalidade jurídica própria. Se a sociedade incorporada tiver prejuízos fiscais acumulados, ela os perderá, caso seja adotada a incorporação de sociedades, o que não ocorre caso se adote a incorporação de ações. Em outros casos, autorizações *intuitu personae* essenciais ao exercício das atividades são difíceis de serem “transferidas” (normalmente novas autorizações são necessárias), aumentando o custo e o tempo necessário para a “assunção da integralidade da atividade empresarial”, a não ser que se mantenha a personalidade jurídica distinta. Há situações, ainda, em que se pretende manter as atividades separadas, seja em razão de certos passivos da

sociedade incorporada, que poderiam contaminar a solvabilidade da sociedade incorporadora, seja porque se pretende manter a segregação contábil e gerencial total, para melhor compreensão, pelos investidores, dos diferentes negócios ou, ainda, porque a atividade exercida é uma concessão pública ou atividade sujeita a autorização governamental que não pode ser exercida em conjunto com outras. Em resumo, existem diversos motivos empresariais possíveis e legítimos para a manutenção de personalidades jurídicas distintas. (SOUZA, 2007)

Obviamente, as justificativas e finalidades da incorporação de ações variam imensamente caso a caso: dependem de verificação objetiva, concreta. Entretanto, mesmo nos vários exemplos – concretos, diga-se – citados pelo ex-diretor da CVM, este também reconhece e afirma que a incorporação de ações tem por único objetivo a transformação de uma companhia com pluralidade de sócios em subsidiária integral; as razões da sua transformação é que variam, não o resultado, que é imutável, tal como previsto no art. 252 da Lei nº 6.404/76.

Importante observar, ainda, que em todos os exemplos citados no voto acima referido, que justificariam no entendimento de seu autor a incorporação de ações, a companhia transformada em subsidiária integral permanece intacta, apenas passa a funcionar sob comando exclusivo da companhia que incorporou suas ações. Ou seja, essa subsidiária continua a ter sua atividade, e seus acionistas – que antes participavam diretamente da companhia, inclusive de seus resultados – continuam a participar da mesma forma, mas de forma indireta, em decorrência da própria incorporação de ações.

Neste ponto é que se apresentam os questionamentos, as ilegalidades na operação de incorporação de ações, conforme tratadas a seguir.

3.3.1 O problema da incorporação de ações

A compreensão do contexto, do “pano de fundo” sobre o qual se desenrolam os conflitos no mercado de capitais brasileiro foi essencial para a definição do problema do trabalho a ser desenvolvido.

A norma, a lei das sociedades por ações, indica que o acréscimo da proteção dos acionistas minoritários representa um incentivo para a ampliação do próprio mercado de capitais e a aplicação da lei pelo Estado, enquanto regulador desse mercado, seja por meio da autarquia federal criada para esse fim específico, a CVM, seja por intermédio do Judiciário deve coadunar-se com esse preceito, bem como com a finalidade da incorporação de ações.

Exatamente considerando a finalidade do instituto legal, é feita uma análise crítica da incorporação de ações, regida pelo art. 252 da Lei de Sociedades por ações. Essa análise, notadamente teleológica, não se restringe aos aspectos meramente jurídicos, ou seja, às questões exegéticas segundo métodos interpretativos há muito conhecidos, por exemplo, por uma análise sistemática que, apesar de importante na construção do argumento, é sempre insuficiente. Por isso, o apontamento de alguns exemplos práticos de ilegalidades passa por uma análise dos fundamentos ou finalidades econômico-financeiras de operações de incorporação de ações a serem apresentadas.

Isto porque, como bem alertou o sempre atual Comparato (1995, p. 106), o “fraudador não investe diretamente contra a lei: procura ladeá-la ou iludi-la. [...] Por isso mesmo, as modalidades de fraude são imprevisíveis e praticamente ilimitadas, dependendo tão-só da imaginação humana”, ou seja, a ilegalidade, a fraude, deve ser verificada sempre nas finalidades, não na letra fria da lei, cabendo ao intérprete, à comunidade jurídica, nos dizeres de Coelho (2005, p. 9), resolver as questões que se apresentam e desvelá-las.

Com esse instrumental, pretende-se verificar em que hipóteses a incorporação de ações, instituto típico, legalmente previsto e regulamentado, pode ser utilizado de forma irregular, fraudulenta e ilegal, a prejudicar os interesses e direitos dos acionistas minoritários, em claro abuso do poder de controle.

4 AS ILEGALIDADES

Considerando que as sociedades empresárias brasileiras possuem, como visto, em sua maioria, um único acionista controlador, titular pelo menos da maioria simples das ações com direito a voto, não é difícil imaginar sua importância e influência em qualquer projeto de reestruturação societária envolvendo as sociedades que comanda (direta e indiretamente).

Os ditames econômicos levam à formação de grupos de sociedades, com sociedades controladoras e controladas, sociedades com participações recíprocas, sociedades coligadas e outros tipos de associação empresarial como o consórcio de empresas (BRASIL, 1976b, art. 278; 279).

Da mesma forma que tais associações se formam – grupos econômicos e consórcio de empresas, por exemplo –, são desfeitas: um novo cenário econômico pode impor uma necessária reestruturação, com a revisão da estrutura jurídica, para adequá-la à nova realidade econômica.

Não por acaso, verifica-se, empiricamente, que a principal justificativa nas operações de reestruturação mediante a utilização de fusão, incorporação, cisão ou incorporação de ações, nos termos do art. 225, I, da Lei nº 6.404/76, é a busca de sinergias econômicas, seja pela diminuição da carga tributária sobre o grupo econômico, seja pela racionalização de custos, por exemplo, pela unificação das estruturas administrativas de várias sociedades, quando antes existiam estruturas independentes e sobrepostas, portanto, mais caras para o grupo como um todo.

Neste contexto, a influência do controlador é natural na reestruturação, decorrendo do próprio exercício do poder de controle e do interesse social.

Contudo, esta influência na reestruturação não pode ultrapassar os limites estabelecidos em lei, não pode tornar-se abusiva. O acionista controlador não pode desviar-se de seus deveres, tal como estabelecidos no Parágrafo Único do art. 116 e no art. 117, ambos da Lei nº 6.404/76, abaixo transcritos, e implementar uma

reestruturação que não esteja de acordo com estes deveres legais, com o interesse social.

Art. 116. Entende-se por acionista controlador a pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que:

[...]

Parágrafo único. O acionista controlador deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, e tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender.

Art. 117. O acionista controlador responde pelos danos causados por atos praticados com abuso de poder.

§ 1º São modalidades de exercício abusivo de poder:

a) orientar a companhia para fim estranho ao objeto social ou lesivo ao interesse nacional, ou levá-la a favorecer outra sociedade, brasileira ou estrangeira, em prejuízo da participação dos acionistas minoritários nos lucros ou no acervo da companhia, ou da economia nacional;

b) promover a liquidação de companhia próspera, ou a transformação, incorporação, fusão ou cisão da companhia, com o fim de obter, para si ou para outrem, vantagem indevida, em prejuízo dos demais acionistas, dos que trabalham na empresa ou dos investidores em valores mobiliários emitidos pela companhia;

c) promover alteração estatutária, emissão de valores mobiliários ou adoção de políticas ou decisões que não tenham por fim o interesse da companhia e visem a causar prejuízo a acionistas minoritários, aos que trabalham na empresa ou aos investidores em valores mobiliários emitidos pela companhia;

d) eleger administrador ou fiscal que sabe inapto, moral ou tecnicamente;

e) induzir, ou tentar induzir, administrador ou fiscal a praticar ato ilegal, ou, descumprindo seus deveres definidos nesta Lei e no estatuto, promover, contra o interesse da companhia, sua ratificação pela assembléia-geral;

f) contratar com a companhia, diretamente ou através de outrem, ou de sociedade na qual tenha interesse, em condições de favorecimento ou não equitativas;

g) aprovar ou fazer aprovar contas irregulares de administradores, por favorecimento pessoal, ou deixar de apurar denúncia que saiba ou devesse saber procedente, ou que justifique fundada suspeita de irregularidade.

h) subscrever ações, para os fins do disposto no art. 170, com a realização em bens estranhos ao objeto social da companhia.

§ 2º No caso da alínea e do § 1º, o administrador ou fiscal que praticar o ato ilegal responde solidariamente com o acionista controlador.

§ 3º O acionista controlador que exerce cargo de administrador ou fiscal tem também os deveres e responsabilidades próprios do cargo. (BRASIL, 1976b)

Obviamente, os dispositivos legais não são suficientes para identificar todos os desvios nos quais os controladores podem incorrer. O art. 117, acima transcrito, em seu Parágrafo Primeiro, deixa claro que estes desvios, a que a lei chama de abusos, não se restringem às hipóteses (modalidades) colacionadas nos incisos daquele dispositivo, que são meramente exemplificativas. Neste sentido, Carvalhosa (1997, v. 2, p. 443-444, grifo do autor), ao comentar o § 1º do art. 117:

O partido tomado pela lei sobre a matéria consta inclusive da Exposição de Motivos, ao comentar aquele artigo, *in verbis*: “Trata-se de matéria delicada em que a lei deverá deter-se *em alguns padrões necessariamente genéricos*, deixando à prática e à jurisprudência margem para a defesa do minoritário, sem inibir o legítimo exercício do poder da maioria, no interesse da companhia e da empresa” (grifo nosso).

Dessa forma, a conduta lesiva do controlador, v.g., na utilização de informações reservadas (*insider trading*), deve ser enquadrada num dos enunciados na norma.

[...]

Portanto, diante dos objetivos da lei, na espécie, que são de proteger os interesses internos e externos da companhia contra a conduta lesiva do controlador, torna-se evidente que a enunciação é exemplificativa e não exaustiva.

Nas operações de reestruturação que utilizam a incorporação de ações, há, ainda, um elemento fático a ser considerado: a existência de uma sociedade controladora e outra controlada, respectivamente, incorporadora e incorporada, e um acionista controlador único de ambas: da incorporadora diretamente e da incorporada indiretamente (por meio da própria sociedade incorporadora). No entendimento de Comparato (1977), a existência deste elemento leva à formação de grupos econômicos, nos quais os desvios pelos acionistas controladores são mais agudos, mais difíceis de serem identificados:

No seio do grupo econômico, o problema da disciplina do desvio de controle torna-se mais agudo, pois a própria mecânica de funcionamento do conjunto empresarial tende, como salientamos, não só à possibilidade de restrição ou supressão da distribuição de lucros, em uma ou em todas as sociedades que compõem, como também a uma restrição na própria produção desses lucros. O interesse particular de uma sociedade pode ser sacrificado ao interesse geral do grupo.

Note-se que esse desvio de poder, analisado na ótica do interesse particular de cada sociedade, pode ocorrer não apenas em sociedades controladas, ou “filiais”, mas também na própria controladora ou *holding*. Figure-se, por exemplo, a decisão de

alteração radical do objeto social das sociedades controladas, de cessão do controle destas, da venda global dos bens do seu acervo empresarial, ou da dissolução das sociedades operantes; tudo isso deliberado tendo em vista o interesse geral do grupo, e não o interesse particular da *holding*, de produção e distribuição de lucros. Imagine-se, mesmo, que a cessão do controle ou a venda dos bens do acervo empresarial de sociedades controladas sejam feitas para outras sociedades pertencentes ao grupo, simplesmente coligadas à companhia controladora, mas não dominadas por ela, por preço manifestamente irrisório, inferior, por exemplo, ao valor contábil das ações. Como não reconhecer o prejuízo sofrido pelos acionistas não-controladores da *holding*, ou a probabilidade de prejuízo?

Por outro lado, como também salientamos, o direito não pode descurar os relevantes interesses econômicos globais do grupo societário, que devem, mesmo, sobrepor-se ao interesse particular das sociedades que o compõem. O ponto de equilíbrio deve ser encontrado na legalização desse fato, acompanhada da imposição dos limites, e de toda uma sistemática de adequada proteção aos interesses individuais lesados. (COMPARATO, 1977, p. 308)

Como apontou Comparato no comentário acima, em obra publicada no ano seguinte ao da publicação da Lei nº 6.404/76, é necessário regulamentar e sistematizar a questão, encontrar o ponto de equilíbrio entre os interesses do grupo e os dos acionistas das companhias, para identificar e tutelar os conflitos. Algumas alterações na Lei nº 6.404/76, conforme exposto no item seguinte, atenderam parcialmente a este chamado, tutelando os interesses dos acionistas em grupos econômicos; ainda assim, há operações que, por suas peculiaridades, dependem de maior reflexão dos intérpretes da lei, tendo em vista que a norma não apresenta uma solução imediata para os conflitos emergentes.

Por fim, com base na legislação em vigor, a prática de atos ilegais com a utilização da incorporação de ações, resultantes de um abuso do poder de controle (art. 116 e 117 da Lei nº 6.404/76), pode ser classificada em dois grandes grupos: o primeiro, menos complexo do ponto de vista jurídico, já que as disposições legais são claras, objetivas, diz respeito à avaliação das sociedades – incorporadora e incorporada – e, portanto, ao estabelecimento da relação de substituição das ações da companhia cujas ações serão incorporadas por ações da companhia incorporadora; e o segundo, mais complexo porque depende da verificação de elementos concretos, fáticos, de uma operação, que permitam identificar o desvio ou abuso pelo acionista controlador, mediante a ocorrência de negócio jurídico indireto ou de simulação.

4.1 Avaliações fraudulentas

No contexto do grupo econômico, a Lei nº 6.404/76 estabelece rígidos critérios para a avaliação das companhias, incorporadora e incorporada, a serem observados antes da realização da incorporação de ações.

Na incorporação de ações, a avaliação dessas companhias é consubstanciada em laudos que, nos termos do § 3º do art. 252 da Lei nº 6.404/76, constituem documentos essenciais para sua aprovação. Estes laudos revelam os critérios e informações utilizadas para o estabelecimento da relação de substituição das ações dos acionistas da companhia incorporada, por ações de emissão da incorporadora.

Uma avaliação deste tipo pode concluir, por exemplo, que cada ação da companhia A (incorporada) é avaliada em R\$ 2,00, enquanto cada ação da companhia B (incorporadora) é avaliada em R\$ 1,00. Portanto, segundo os laudos dessa avaliação, o acionista da companhia A receberá duas ações de B em substituição por cada ação de que for proprietário na companhia A, se aprovada a incorporação das ações de A por B.

No caso de incorporação das ações de uma companhia controlada por sua controladora, a Lei nº 6.404/76 determina um regime especial, que estas avaliações sejam feitas “com base no patrimônio líquido das ações da controladora e controlada, avaliados os dois patrimônios segundo os mesmos critérios e na mesma data, a preços de mercado ou em outro critério aceito pela Comissão de Valores Mobiliários, no caso de companhia aberta” (BRASIL, 1976b, art. 264), determinando, ainda, conforme parágrafos do mesmo artigo, que a avaliação dos patrimônios seja feita por três peritos ou por empresa especializada e, no caso de companhias abertas, por empresa especializada, garantindo, por fim, o direito de recesso ou retirada dos acionistas não-controladores, caso a relação de substituição de suas ações for menos vantajosa “que as estabelecidas neste artigo” (BRASIL, 1976b, art. 264, §3º).

O referido dispositivo legal foi reformado pela Lei nº 10.303/2001, trazendo consigo a pretensão de conferir maior proteção aos acionistas não-controladores. Neste sentido, a lição de Barbosa Filho (2004, p. 263-264):

O legislador cuidou de estabelecer regras especiais para a disciplina da incorporação de sociedades controladas por controladoras, com a finalidade implícita de proteger as minorias e evitar lhes sejam impostas perdas injustificáveis, decorrentes da relação de troca fixada entre as participações societárias.

Não há, aqui, uma contraposição de interesses entre os titulares do poder de controle de uma e de outra sociedades; o controle é único e, por isso, persiste uma só vontade, atuando na sociedade incorporada, numa posição de força incomum, o que deixa fragilizada a posição de todos quantos não participam do controle.

Deixar a fixação da relação de troca das ações à livre escolha do titular do controle possibilitaria a assunção de uma série ilimitada de abusos. Limites ao exercício do poder de controle foram, portanto, impostos, em especial com respeito ao “cálculo das relações de substituição das ações”.

De fato, a redação dada após a reforma ao art. 264 da Lei nº 6.404/76 representou um avanço na proteção dos acionistas não-controladores, na medida em que aos controladores foram impostas diversas obrigações a serem observadas, como a utilização de um único critério para avaliar as companhias incorporadora e incorporada. Antes da alteração legal, poderia um controlador propor – e fazer aprovar em assembléia – a avaliação da companhia incorporada segundo o critério que resultasse no menor valor em relação a qualquer outro critério e, ao mesmo tempo, avaliar a companhia incorporadora pelo critério que resultasse no maior valor de avaliação desta companhia em relação aos outros critérios, distorcendo completamente a relação de substituição das ações pela utilização de critérios distintos. Avaliar um mesmo objeto – companhias – com medidas diferentes, díspares, inconciliáveis, resulta em distorções inaceitáveis do ponto de vista econômico, com evidente prejuízo, no exemplo citado, aos acionistas não-controladores da companhia incorporada. Há até mesmo quem entenda que é livre, negocial entre as companhias incorporada e incorporadora, o estabelecimento da relação de substituição para incorporação das ações da primeira, mesmo se se tratar de operação envolvendo companhias controladora e controlada, afastando a aplicação do disposto no art. 264 da Lei nº 6.404/76.

A mudança no marco legal foi também acompanhada pela CVM, que estabeleceu, no art. 17 da Instrução Normativa nº 319, de 3 de dezembro de 1999, com redação dada após 2001, que constitui infração grave²⁰ o descumprimento do estabelecido no art. 264 da Lei nº 6.404/76 nas operações de fusão, incorporação, cisão e incorporação de ações.

Observa-se, ainda, que a referida instrução normativa da CVM, no que respeita às companhias de capital aberto, dentro das atribuições legais conferidas pela Lei nº 6.385/76, ampliou alguns aspectos de proteção dos acionistas minoritários, exigindo, dentre outros: (a) a apresentação das razões para a modificação dos direitos que os acionistas preferencialistas terão em razão da substituição de suas ações, “bem como eventuais mecanismos compensatórios” (BRASIL, 1999, art. 2º, § 1º, V); (b) a identificação dos peritos ou da empresa especializada, bem com a declaração, por esses, da existência ou não “de qualquer conflito ou comunhão de interesses, atual ou potencial, com o controlador da companhia” (BRASIL, 1999, art. 2º, §1º, XIV); e (c) que as demonstrações financeiras das companhias que servirem de base para a operação de incorporação de ações deverão ser auditadas por auditor independente, registrado na CVM (BRASIL, 1999, art. 12, *caput* e Parágrafo Único).

Como se verifica, a legislação e a posterior regulamentação da CVM buscam estabelecer critérios que minimizem a discricionariedade do acionista controlador na incorporação de ações, especialmente quanto às avaliações das companhias e o estabelecimento da relação de substituição de ações. Tanto a legislação quanto a regulamentação partiram do pressuposto realista de que os acionistas controladores, na maioria das companhias brasileiras, têm a faculdade de impor sua vontade sobre os demais e realizar a incorporação de ações²¹, mas, ainda assim, segundo critérios rígidos que necessariamente precisam ser observados. Este fato é reconhecido também no § 5º do art. 264 da Lei nº 6.404/76, que exclui a aplicação deste artigo – portanto, das regras rígidas para incorporação das ações da companhia controlada pela controladora – se a controladora tiver adquirido seu controle acionário por meio de oferta pública de ações no mercado de capitais, ou seja, caso o controlador tenha adquirido esta condição (o controle da sociedade) por negócio bilateral, por uma

²⁰ Nos termos do art. 11, § 3º, da Lei nº 6.385/76.

²¹ Aprovada por quórum de maioria simples, nos termos do art. 252, § 2º, da Lei nº 6.404/76.

oferta pública dirigida ao mercado como um todo, nos termos dos artigos 257 a 263 da Lei nº 6.404/76. Isto porque o sistema da lei reconhece que a incorporação de ações nestes casos de aquisição do controle por oferta pública – e só nestes – pode permitir a transformação de uma companhia em subsidiária integral como forma de garantir a aquisição e a concentração empresarial. Não por acaso, o § 5º do art. 264 da Lei nº 6.404/76 tem sua redação original, de 1976, em consonância com o intuito declarado do Estado brasileiro de promover a concentração empresarial, a formação de grandes empresas nacionais, conforme tratado anteriormente neste trabalho.

Todavia, apesar dos critérios legais e regulamentares apresentados, pode um acionista controlador ignorá-los e fazer aprovar laudos de avaliação distorcidos, visando a perceber alguma vantagem pessoal, especialmente com uma relação de troca desfavorável aos acionistas da sociedade cujas ações forem incorporadas²². Se isto ocorrer, a incorporação de ações está maculada por abuso do poder de controle, nos termos dos arts. 116 e 117 da Lei nº 6.404/76 e do art. 17 da Instrução Normativa nº 319/99, da CVM.

Um exemplo de possível irregularidade na avaliação de companhias para o fim de subsidiar operações de incorporação de ações foi suscitada por acionistas minoritários durante a recente reestruturação societária do Grupo Ipiranga, que consistiu, dentre outros atos, na incorporação das ações da Refinaria de Petróleo Ipiranga (RPI), da Distribuidora de Produtos de Petróleo Ipiranga (DPPI) e da Companhia Brasileira de Petróleo Ipiranga (CBPI) pela controladora destas, a Ultrapar S. A.

A CVM, por seu Colegiado de Diretores, analisou os diversos pedidos de interrupção de assembléia apresentados por acionistas não-controladores das companhias cujas ações foram incorporadas, nos quais suscitavam, dentre outros, supostas irregularidades nos laudos de avaliação. Os pedidos de interrupção de assembléia foram indeferidos pelo Colegiado da CVM; entretanto, este não afastou a instauração de Processo Administrativo Sancionador para verificar infrações à

²² Neste exemplo, além de o acionista controlador perceber uma vantagem pessoal, os acionistas não-controladores da incorporadora também se beneficiarão.

legislação²³ naquela operação, que, se constatadas, sujeitariam seus agentes às sanções previstas na Lei nº 6.385/76.

4.1.1 Discricionariedades dos avaliadores

Apesar da clareza das regras legais e regulamentares impostas aos controladores na incorporação de ações, há questões que fogem à letra fria da lei, especialmente aspectos que permitem aos avaliadores (aos peritos ou às empresas especializadas) alguma margem para avaliarem uma companhia segundo premissas impostas pelo controlador, como se estivessem realizando verdadeira “conta de chegada”, ou seja, produzindo laudos de avaliação com os resultados pretendidos pelo controlador.

Esse avaliador, por mais independente que possa ser, foi nomeado e contratado para realizar seu trabalho sob demanda do controlador. Da prática, extrai-se que a isenção de um avaliador depende muito mais da disposição do controlador em proceder de forma correta, segundo os ditames legais e respeitando o real valor da companhia a ser avaliada, do que efetivamente do trabalho do avaliador. Ou seja, apesar de o avaliador ter responsabilidades próprias²⁴, pode, por demanda do controlador – e este em claro abuso do poder de controle –, promover avaliações distorcidas de companhias para beneficiar esse controlador.

Por isso, não poderia deixar este trabalho de comentar brevemente alguns aspectos que possibilitam ao avaliador valorar companhias com alguma margem de discricionariedade, permitindo, muitas vezes, que controladores pratiquem abusos, mesmo que aparentemente subsidiados em análises supostamente criteriosas de avaliadores.

Dentre os critérios permitidos pela lei para avaliação do patrimônio líquido das sociedades (incorporadora e incorporada) para o fim de incorporação de ações, um é reconhecido como mais adequado ou justo, especialmente para os acionistas não-controladores: o valor econômico. Neste sentido, Carvalhosa (1997, v. 3, p. 461):

²³ Conforme íntegra da Ata de Reunião do Colegiado da CVM de 14 e 17 de dezembro de 2007. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/descol/resp.asp?File=2007-049ed14e17122007.htm>>. Acesso em: 9 jan. 2009.

²⁴ Por exemplo, o art. 8º da Lei nº 6.404/76 determina que os avaliadores são responsáveis civilmente pelos laudos elaborados e suas conclusões.

O valor econômico constitui o critério que a Lei n. 9.457, de 1997, ainda denomina “perspectivas de rentabilidade” (*forecast profit*).

A adoção desse método de aferição de preço das ações que nos parece o mais adequado, notadamente quando há ingresso de novos acionistas, decorre do consenso que o fundamental para a verificação do valor de uma companhia é o fluxo de caixa descontado (DCF). O valor da companhia não mais se afere pelo seu patrimônio líquido (art. 178), mas por sua capacidade de produção de dinheiro.

Contudo, seja qual for o critério de avaliação, há inúmeros fatores externos à sociedade que têm impacto em sua valoração pelos avaliadores. Esses fatores externos podem ser facilmente manipulados, ainda mais em um país como o Brasil, com uma economia historicamente inconstante. Sobre estes fatores, Ornelas (2001, p. 45):

Qualquer procedimento avaliatório considera inúmeros fatores externos e seus impactos nos mercados ou setores de mercado em que a sociedade atua, como a seguir:

- as políticas econômicas de governo (monetária, fiscal, rendas, propriedade) que afetam a distribuição de renda, os montantes de investimento e de poupança, e o nível inflacionário poderão afetar os resultados econômicos da sociedade e, por isso, devem e são consideradas no processo avaliatório;
- O meio ambiente setorial em que se situa o empreendimento, no que se refere às forças atuantes nesse meio, é fator preponderante considerado no procedimento avaliatório;
- Os concorrentes do setor, diretos ou potenciais, a ameaça de produtos substitutos, a força dos fornecedores e dos clientes, a evolução tecnológica, a disponibilidade e qualificação dos recursos humanos são forças que influenciam e ameaçam os resultados econômicos almejados; portanto, são consideradas tanto no momento da avaliação, quanto no da construção de cenários do provável comportamento dessas forças no futuro.

Ora, como se vê, por mais completas e objetivas que sejam as informações a subsidiar um laudo de avaliação, principalmente às de capital aberto, há elementos que dependem da ponderação dos avaliadores, que não são simplesmente extraídos dos balanços contábeis e das demais demonstrações financeiras. Nem por isso tais elementos são menos importantes ou deixam de influenciar, de forma concreta e substancial, no resultado de uma avaliação e, no caso da incorporação de ações, na relação de substituição das ações da companhia incorporada por ações da incorporadora.

Resta aos acionistas, à CVM e ao Poder Judiciário – este último quando provocado – atentar para os critérios utilizados e verificar se há algo a macular as avaliações em uma operação de incorporação de ações.

4.2 Outras fraudes

Apesar de facilmente classificadas quanto ao dispositivo legal que infringem, as fraudes nas avaliações das companhias nem sempre são claras, dependem de um aprofundamento teórico e técnico que foge à percepção média dos intérpretes da lei. São questões contábeis, financeiras e econômicas que, numa demanda judicial, por exemplo, dependem de extensa dilação probatória e de aprofundada perícia técnica para subsidiar o magistrado, para que o processo chegue ao seu fim.

Contudo, há outras modalidades de fraudes, essas mais facilmente identificadas pelo intérprete da lei, porque afeitas ao Direito, embora sua aplicação dependa da verificação de elementos fáticos que podem tornar a aplicação da norma ao caso prático mais difícil.

Para De Plácido e Silva (1963, p. 718, grifos do autor) fraude significa:

[...] o *engano malicioso* ou a *ação astuciosa*, promovidos de má-fé, para ocultação da *verdade* ou *fuga ao cumprimento do dever*. Nestas condições, a *fraude* traz consigo o sentido do *engano*, não como se evidencia no *dolo*, em que se mostra a manobra fraudulenta para induzir outrem à prática de ato, de que lhe possa advir prejuízo, mas o *engano oculto* para furtar-se o fraudulento ao cumprimento do que é de sua obrigação ou para *logro de terceiros*. É a intenção de causar prejuízo a terceiros.

A fraude, portanto, traz consigo o sentido de engano, de ocultar uma obrigação em prejuízo de terceiro. Apesar de ser um conceito jurídico bastante consolidado, simplesmente categorizar as ilegalidades como fraudes, para os fins deste trabalho, não é suficiente: é imperativo proporcionar ao intérprete da lei elementos teóricos adicionais para sua identificação em um caso prático. Conforme art. 166, VI, do Código Civil (BRASIL, 2002a), fraudar a lei gera a nulidade do ato, portanto, é preciso identificá-la para aplicar ao caso concreto a lei.

Entretanto, como alertou Comparato (1995, p. 106), o “fraudador não investe diretamente contra a lei: procura ladeá-la ou iludi-la”, sendo necessário aos intérpretes utilizar-se de elementos, não só exegéticos, mas também valorativos, para perceber a fraude.

Há duas construções, uma legal, a outra doutrinária, respectivamente a simulação e o negócio jurídico indireto, que são úteis para a identificação de fraudes em reestruturações societárias, portanto, em incorporações de ações, porque auxiliam e subsidiam o intérprete nesta identificação.

4.2.1 Simulação e negócio jurídico indireto

O art. 167 do Código Civil brasileiro conceitua a simulação, vício do ato jurídico, que o torna nulo:

Art. 167. É nulo o negócio jurídico simulado, mas subsistirá o que se dissimulou, se válido for na substância e na forma.

§ 1º Haverá simulação nos negócios jurídicos quando:

I - aparentarem conferir ou transmitir direitos a pessoas diversas daquelas às quais realmente se conferem, ou transmitem;

II - contiverem declaração, confissão, condição ou cláusula não verdadeira;

III - os instrumentos particulares forem antedatados, ou pós-datados.

§ 2º Ressalvam-se os direitos de terceiros de boa-fé em face dos contraentes do negócio jurídico simulado. (BRASIL, 2002a)

Portanto, no negócio simulado os contratantes declaram uma intenção, um contrato em geral revestido de tipicidade legal, quando na verdade alcançam um resultado diverso, omitido, não-declarado, porém desejado e convencionado entre as partes (o negócio real).

Por exemplo: um acionista celebra com outro contrato de empréstimo de ações com uma opção de compra destas mesmas ações ao final do período de locação, quando na verdade simulam um contrato de venda e compra, visando a elidir a tributação de imposto de renda por ganho de capital. Simulam uma compra e venda por meio de um contrato de empréstimo, cobrando o vendedor formalmente um alto valor a título de aluguéis, quando na verdade percebe estes aluguéis como preço pela alienação de suas ações, tudo com a conivência do comprador. O imposto de renda por ganho de capital tem por base de cálculo a diferença entre o valor de aquisição e de venda

de um bem. Com simulação da locação, ao receber aluguéis como preço, estariam reduzindo – ou anulando – a base de cálculo do tributo, alienando formalmente as ações ao final do período de locação por valor simbólico ou idêntico ao valor de sua aquisição, sem pagar o tributo devido. A simulação, no exemplo construído, foi realizada para permitir a sonegação do pagamento do tributo, sujeitando o vendedor ao lançamento deste pela Fazenda Nacional em decorrência da própria simulação, nos termos do art. 149, VII²⁵ do Código Tributário Nacional (BRASIL, 1966).

É exatamente por omitir o verdadeiro ato praticado que a simulação difere conceitualmente do negócio jurídico indireto, no qual o negócio praticado é desejado, é executado em todos os seus aspectos, porém os resultados alcançados, além dos fins típicos ou comuns, são ulteriores e diferentes desses fins (típicos ou comuns). A finalidade típica, portanto, é tida como pressuposto desse objetivo último. Segundo Ascarelli (2001, p. 179):

De acordo com o ensinamento dominante (Ferrara), a simulação se caracteriza por uma discordância entre vontade e declaração: declara-se o que na realidade não se deseja, por efeito de uma combinação, com o fito de simular, feita entre as partes.

Conforme outra autorizada doutrina (Kohler, Messina, Segré), devem ser encaradas, no negócio simulado, duas declarações que, em virtude da combinação com o fito de simular feita entre as partes, se anulam reciprocamente.

De qualquer forma, na simulação, o objetivo da vontade real das partes está em contraste com o que decorre da declaração delas; a realização do primeiro exclui a do segundo e, por isso, é, tarefa de direito estabelecer, seja nas relações entre as partes, seja quanto a terceiros, qual deva prevalecer, se a vontade real, se a declaração aparente.

A nenhum desses casos corresponde a nossa hipótese. As partes querem efetivamente o negócio que realizam; querem efetivamente submeter-se à disciplina jurídica dele, e não a uma disciplina jurídica diversa; querem também os efeitos típicos do negócio adotado, pois sem estes não alcançariam o objetivo que visam, o qual, embora não se identifique com a consecução de tais efeitos, necessariamente, os pressupõe. A consecução do objetivo final visado pelas partes não exclui a realização do objeto típico do negócio adotado; adotando o negócio, as partes querem a realização do seu fim típico, embora para fins ulteriores; querem, ao contrário do que acontece na simulação, sujeitar-se à disciplina própria do negócio adotado.

²⁵ Art. 149. O lançamento é efetuado e revisto de ofício pela autoridade administrativa nos seguintes casos:

[...]

VII - quando se comprove que o sujeito passivo, ou terceiro em benefício daquele, agiu com dolo, fraude ou simulação; (BRASIL, 1966)

Todavia, nem todo negócio indireto é fraudulento, portanto, ilegal. Depende da verificação do objetivo último do negócio praticado: se este é fraudulento ou não, se macula a lei ou não. Neste sentido, ainda Ascarelli (2001, p. 180):

A distinção entre o negócio indireto e o negócio simulado, considerada nas páginas anteriores, não deve, é óbvio, levar à conclusão de que o primeiro seja sempre válido.

Os fins visados pelas partes podem ser ilícitos: o negócio indireto será, então, ilícito e, portanto, nulo; o negócio fraudulento constitui, afinal, uma subespécie do negócio indireto.

A ilegitimidade não recai, nesta hipótese, sobre a causa típica do negócio adotado pelas partes; recai sobre o objetivo último por estas concretamente visado; é, portanto, relevante juridicamente, enquanto podem ser anulados os negócios cujos motivos (comuns a todas as partes) sejam ilícitos.

Há, com efeito, normas jurídicas que não se limitam a disciplinar um determinado ato, mas têm em conta o resultado prático visado pelas partes, quaisquer que sejam os meios por elas escolhidos para consegui-lo; e, por isso, deve-se, na aplicação de tais normas, considerar o fim visado pelas partes e não apenas a causa típica do negócio adotado; há outras, ao contrário, que têm em vista somente o instrumento jurídico, sem curar dos fins para que é utilizado no caso concreto. A validade do negócio quanto a seus fins indiretos deve ser examinada, ante as normas da primeira categoria. Analogicamente ao que acontece no domínio da simulação, que, por seu turno, pode ser lícita ou fraudulenta, o negócio indireto será lícito ou fraudulento conforme o fim visado pelas partes.

Portanto, tanto a simulação quanto o negócio jurídico indireto são meios ou instrumentos disponíveis aos intérpretes da lei para verificação da validade e licitude de atos jurídicos, especialmente para a identificação de fraudes em reestruturações societárias, portanto, na incorporação de ações. Certamente, apesar da clareza conceitual destes instrumentos, sua aplicação prática no dia-a-dia é complexa e depende de profunda imersão nos fatos que compõem uma operação de reestruturação societária para sua identificação.

Ainda assim, a identificação da fraude, seja por meio de simulação ou de negócio jurídico indireto, é questão relevante neste trabalho. Certamente, as hipóteses de fraude que serão a seguir colocadas não são exaustivas: como alertado por Comparato (1995, p. 106): “[...] as modalidades de fraude são imprevisíveis e praticamente ilimitadas, dependendo tão somente da imaginação humana”; entretanto, foram identificadas algumas modalidades de fraudes utilizando a incorporação de ações.

4.2.2 Fechamento indireto de capital da companhia incorporada

Conforme tratado anteriormente neste trabalho, a liquidez das ações de uma companhia aberta é elemento fundamental para que o investidor – sobretudo o pequeno investidor – aplique seus recursos no mercado de capitais, em uma companhia. A liquidez confere aos investidores a possibilidade de sua saída da sociedade caso sejam tomadas decisões, pelos administradores ou pelo acionista controlador, que lhes desagradem, permitindo uma rápida alienação e realização do investimento.

Dentre as decisões discricionárias dos administradores e controladores, a mais danosa, a mais drástica do ponto de vista do acionista não-controlador, é o fechamento de capital de uma companhia.

Os investidores aportam recursos no mercado de capitais esperando: (a) retorno ao investimento, lucros e dividendos, e (b) que tenham a possibilidade de a qualquer tempo realizar o investimento, o que é permitido pela liquidez do título.

Ao se promover o fechamento do capital de uma companhia aberta, esta liquidez desaparece e o acionista minoritário fica refém das decisões dos controladores. De acordo com Carvalhosa e Eizirik (2002, p. 46):

Os investidores, ao adquirirem ações de emissão de determinada companhia aberta, fazem-no com a convicção de que poderão negociá-las posteriormente no mercado, bem como de que a companhia divulgará as informações necessárias à tomada de decisão quanto à conveniência de manter ou não seu investimento. Em princípio, nenhum investidor consciente se disporia a aplicar recursos no mercado acionário caso o cancelamento de registro de companhia aberta ficasse submetido apenas à decisão discricionária dos administradores ou dos acionistas controladores da sociedade, sem que lhe fosse assegurado o direito de desfazer-se das ações. Com efeito, a aquisição de ações de companhia aberta é justificada, sobretudo, pelo atributo da liquidez de tais valores mobiliários.

A Lei nº 6.404/76, em seus artigos 4º, § 4º e 4º-A, com a redação dada pela Lei nº 10.303/2001, estabelece que o controlador que pretender fechar o capital de uma companhia aberta fica obrigado a formular aos acionistas minoritários – todos eles –

oferta pública para aquisição de suas ações (OPA), por “preço justo”. Como toda oferta, a OPA depende de expressa concordância dos acionistas minoritários para que a venda e compra se realize (pelo menos dois terços dos acionistas, conforme art. 16 da Instrução Normativa da CVM nº 361, de 5 de março de 2002), conferindo a lei e a regulamentação mecanismos para revisão do valor da proposta, caso não haja aderência suficiente ou questionamento, por parte dos acionistas minoritários, sobre o valor da oferta (BRASIL, 1976b, art. 4º-A; BRASIL, 2002b, art. 5º).

A proteção legal nos casos de fechamento de capital de companhia aberta, portanto, confere aos acionistas minoritários uma garantia fundamental para que invistam seus recursos em sociedades de capital aberto, tudo de acordo com a direção tomada pelo legislador brasileiro, de ampliar o volume de captação de recursos pelo mercado de capitais. Conforme Camacho e Makant (2005, p. 50):

Para fechar o capital de uma companhia aberta, isto é, para cancelar seu registro de companhia aberta, o art. 4º, § 4º da lei societária brasileira, Lei 6.404/76, exige que o acionista controlador ou a sociedade controladora realize uma oferta pública para adquirir, a preço justo, a totalidade das ações da companhia alvo em circulação no mercado (“OPA”), na qual os acionistas que representam pelo menos 1/3 (um terço) das ações em circulação tenham o direito de, por não adesão, vetar a ocorrência do fechamento de capital. Esse dispositivo legal pode ser considerado como um instrumento de defesa dos acionistas minoritários contra o poder, por vezes abusivo, do acionista controlador.

Ora, a OPA para fechamento de capital, por conta do quórum qualificado de adesão exigido, demanda dos controladores grande esforço para implementar a operação: (a) teriam de apresentar uma oferta suficientemente atrativa do ponto de vista financeiro para que os minoritários aderissem a ela, o que impõe altos custos para o fechamento do capital da companhia; e (b) dependendo da quantidade de acionistas minoritários, ou seja, do grau de dispersão das ações, poderia um controlador ter dificuldades para conseguir a necessária concordância desses minoritários, reduzindo consideravelmente as chances de a operação concretizar-se.

Exatamente em razão destes custos elevados e das dificuldades práticas em implementar com sucesso uma OPA de fechamento de capital, alguns controladores brasileiros têm utilizado a incorporação de ações como meio de promover o

fechamento de capital de companhias, realizado de forma indireta, sem a OPA prévia²⁶, nos termos dos artigos 4º e 4º-A da Lei nº 6.404/76:

As obrigações legais e regulamentares acima assinaladas representam ônus operacionais para acionistas controladores e empresas controladoras que, para se desonerarem, buscam, por vezes, soluções alternativas não convencionais e não condizentes com a natureza jurídica e os objetivos específicos dos instrumentos utilizados. A criatividade e a inventividade dos interessados em promover o cancelamento do registro de companhia aberta, isto é, o fechamento do seu capital, sem os ônus que lhes incumbem, encontram na utilização da incorporação de ações um sucedâneo indireto para alcançar esse objetivo.

[...]

A preocupação maior que a substituição dos procedimentos adequados para a efetivação do fechamento de capital de companhias abertas suscita é que são utilizados mecanismos legais plenamente admissíveis para a realização do negócio substitutivo engendrado, porém, com finalidade distinta do objetivo peculiar ao instituto jurídico criado pela lei para operacionalizar o fechamento de capital em foco.

Como se relatou, para cancelar o registro de uma companhia aberta o acionista controlador ou a empresa controladora deverá, obrigatoriamente, fazer uma oferta pública para a aquisição da totalidade das ações da companhia, que estão em circulação, por preço justo.

Para a incorporação de ações, que pode, eventualmente, resultar no cancelamento do registro de companhia aberta daquela que tenha as suas ações incorporadas, a lei estabelece todo um rito procedimental, de observância obrigatória, mas cuja implementação depende de outras condicionantes que não incluem, por exemplo, a anuência de mais de 2/3 (dois terços) dos acionistas titulares de ações em circulação, mas apenas deliberações em assembléia geral tomadas por maioria de votos, colocando essa hipótese sob o exclusivo direcionamento e consecução do acionista controlador ou da sociedade controladora.

Há, pois, grandes e fundamentais diferenças entre esses dois procedimentos.

No primeiro – OPA para cancelamento do registro de companhia aberta – a decisão majoritária do acionista controlador pode ser obstada pelo veto de 2/3 (dois terços) dos acionistas titulares das ações em circulação, além de ser obrigatória a observância dos parâmetros legais para determinação de preço justo da ação a ser adquirida pelo acionista controlador.

No segundo – incorporação de ações – a decisão de tornar uma companhia aberta, subsidiária integral da incorporadora – a qual pode ser aberta ou fechada – é tomada pelo voto majoritário dos seus controladores, sem o concurso da vontade do acionista minoritário, investidor da sociedade a ser incorporada. Assim, não

²⁶ A OPA para o fechamento de capital; segundo os artigos 4º e 4º-A da Lei nº 6.404/76, constitui condição suspensiva (art. 125 do Código Civil) para o próprio fechamento de capital.

pode este desaprovar, se for o caso, o fechamento do capital dessa companhia. (CAMACHO; MAKANT, 2005, p. 53-54)

O fechamento do capital por intermédio de incorporação de ações resulta da prática de negócio jurídico indireto, nos termos tratados anteriormente neste trabalho, por utilizar um instituto legal (a incorporação de ações) com propósitos próprios (transformação de companhia em subsidiária integral), para promover o fechamento do capital de uma companhia (que seria o objetivo último). Por burlar as condições estabelecidas em lei, a OPA de fechamento de capital é ilegal.

Entretanto, nem toda incorporação de ações resulta em fechamento indireto do capital da companhia cujas ações forem incorporadas. É preciso analisar os casos práticos para evidenciar esta prática ilegal.

4.2.2.1 Caso prático

A utilização da incorporação de ações como meio de promover o fechamento de capital indireto da companhia foi tema de um parecer de Salomão Filho (2005), no qual ele analisou a operação de reestruturação societária da Ripasa Celulose e Papel S.A., concluindo que houve utilização da incorporação de ações, naquele caso, para promover o fechamento indireto do capital daquela companhia.

A Ripasa Celulose e Papel S. A. (Ripasa) era uma companhia aberta, controlada por sociedades *holdings* familiares, desde a sua constituição. Em 10 de novembro de 2004, por meio de fato relevante, a Votorantim Celulose e Papel S. A. (VCP) e a Suzano Bahia Sul Papel e Celulose S. A. (Suzano) anunciaram a aquisição do controle da Ripasa.

Em 20 de julho de 2005, VCP e Suzano, na qualidade de controladoras da Ripasa, por meio de fato relevante anunciaram que promoveriam uma reestruturação societária na Ripasa.

Foram propostas duas ações cautelares e duas ações principais por acionistas minoritários: processos n^{os} 2005.093297, 2005.094445, 2005.107254 e

2005.108240, que tramitaram perante a 19ª Vara Cível do Foro Central da Comarca da Capital.

Salomão Filho, contratado para dar parecer por acionistas minoritários da Ripasa que litigaram nos processos judiciais supra-referidos, relatou o seguinte:

Referida reestruturação foi dividida em duas etapas, a saber (i) incorporação de ações da Ripasa pela Ripar e (ii) cisão total de Ripar, com versão de parcelas do seu patrimônio à VCP e à Suzano, em partes iguais. Segundo o Fato Relevante, ao final da reestruturação, os acionistas não-controladores da Ripasa tornar-se-iam acionistas de VCP e Suzano.

O Fato Relevante explicita ainda que os acionistas da Ripasa receberiam tantas ações da Ripar quantas necessárias para manter exatamente o mesmo percentual que atualmente detêm no capital da Ripasa. A relação de substituição foi estabelecida com base no valor econômico, resultando em 8,693318290 ações ordinárias de Ripar por 1 ação ordinária de Ripasa, e 8,693318290 ações preferenciais de Ripar por 1 ação preferencial de Ripasa. É evidenciado ainda que *“qualquer critério utilizado para a fixação da relação de substituição de ações resulta na mesma relação, uma vez que a Ripar tem como único ativo ações da Ripasa”*.

Na Etapa II, está descrita a cisão total da Ripar, com a versão do seu patrimônio em partes iguais para a VCP e Suzano, de forma que os acionistas não-controladores da Ripar (ex-acionistas não-controladores da Ripasa) recebem ações de emissão da VCP e Suzano. Como a cisão é total, a Ripar será extinta. (SALOMÃO FILHO, 2005, p. 3)

Da análise da documentação que instruiu o processo nº 2005.093297, verificou-se que VCP e Suzano eram controladores indiretos da Ripasa, ou seja, as ações da Ripasa que garantiam o controle daquela companhia foram conferidas pela VCP e Suzano para a Ripar S. A. (Ripar), companhia fechada, cujo capital era integralmente detido por VCP e Suzano (50% cada um). O único ativo da Ripar, reitera-se, companhia fechada, eram as ações da Ripasa que representavam seu controle.

A VCP e a Suzano, em conjunto, não poderiam incorporar as ações da Ripasa. O art. 252 da Lei nº 6.404/76 é claro ao estabelecer que a incorporação das ações é executada por duas companhias: uma companhia incorporadora, que passará a ter a totalidade das ações da segunda, a incorporada (a ser transformada em sua subsidiária integral).

Em se tratando a Ripar de companhia de capital fechado e diante da previsão de sua cisão total apenas 24 horas depois desta incorporar as ações da Ripasa, concluiu Salomão Filho (2005, p. 21):

Não há dúvida de que as incorporações de ações de que trata essa consulta são negócios jurídicos indiretos. Ao incorporar uma companhia aberta, a sociedade controladora busca no fundo retirar do mercado as ações que se encontram em circulação. Atinge-se, assim, uma finalidade atípica – o fechamento branco de capital, sem cancelamento do registro de companhia aberta – através de um instituto disciplinado em lei – a incorporação de ações.

A reestruturação da Ripasa foi por fim concluída após haver transação entre as partes litigantes nos autos dos processos mencionados, com a extinção desses processos. As medidas liminares concedidas pelo Juízo da 19ª Vara Cível do Foro Central que obstaram a realização das assembleias que deliberariam a incorporação das ações da Ripasa pela Ripar permaneceram em vigor até a transação ser homologada pelo Juízo. Os termos da transação foram confidenciais; contudo, tem-se notícia de que os acionistas da Ripasa, além de receberem ações da VCP e Suzano em substituição às suas ações de emissão da Ripasa, receberam valor adicional, pago em dinheiro.

Por fim, esclarece o autor deste trabalho que teve acesso a parecer elaborado por Luiz Gastão Paes de Barros Leães, apresentado nos referidos autos dos processos judiciais, contraposto ao parecer elaborado por Salomão Filho.

Leães (2005) restringiu sua análise pela afirmativa da inocorrência de ilicitude em negócio jurídico indireto, o que contraria a melhor doutrina (Ascarelli), que afirma ser possível a prática de ilicitude por meio de negócios indiretos²⁷. Leia-se trecho do parecer:

Daí a idéia do *negócio* indireto, encarado como negócio legítimo e eficaz. Como dizia Ascarelli em estudo clássico (in *Problemas das Sociedades Anônimas e Direito Comparado*, S. Paulo, Saraiva, 1945, p. 99 ss.), ocorre negócio desse naipe quando os fins típicos de uma operação são realmente queridos pelos agentes, embora atuem, atingindo uma finalidade ulterior, através dos efeitos próprios do tipo

²⁷ Conforme tratado anteriormente em tópico específico neste trabalho (item 4.2.1 *Simulação e negócio jurídico indireto*).

negocial realizado. O negócio jurídico indireto é, destarte, uma operação verdadeira e lícita, que não compartilha da natureza enganosa ou abusiva da simulação. Conforme demonstrado, a incorporação de ações, seguida de cisão total foi verdadeiramente querida pelos acionistas controladores da Ripasa, pois sobre permitir a reorganização societária, propiciaria aos acionistas minoritários migrarem, com base em critérios equitativos, para as bases acionárias de VCP e Suzano, companhias abertas que, indiscutivelmente, possuem maior liquidez que a Ripasa. Tratando-se, porém, de uma companhia aberta, haveria nessa incorporação de ações uma conseqüência ulterior ou indireta, que transcenderia os efeitos normais da operação. (LEÃES, 2005, p. 21)

4.2.3 Cessão da empresa

Outro ato ilícito que pode ser praticado com a utilização da incorporação de ações é a cessão da empresa sem que esta respeite os direitos dos acionistas minoritários, especialmente os titulares de ações preferenciais.

As incorporações de sociedades, por exemplo, resultam em uma cessão de empresa. Empresa é a atividade econômica exercida por uma companhia. Se esta sociedade é incorporada por outra, ela deixa de existir e a incorporadora passa a exercer suas atividades: há a cessão da empresa por força da incorporação da sociedade.

Se uma companhia realiza a cessão de sua empresa, há a expectativa de seus acionistas de participar, em conjunto e em mesmas condições, dos resultados dessa operação. Isto porque na formação do capital os sócios concorrem com parcelas, recebendo em troca, no caso das companhias, determinado número ações, que por sua vez correspondem a um percentual no capital social. Este tipo de expectativa existe, por exemplo, no caso de liquidação da sociedade, na qual os sócios recebem, após o pagamento dos passivos, o equivalente ao percentual que possuem no capital.²⁸

Algumas operações societárias podem utilizar-se da incorporação de ações como forma de obter vantagens ilícitas pelo tratamento não-isonômico de alguns acionistas, especialmente os titulares de ações preferenciais sem direito a voto.

²⁸ É direito essencial do acionista participar do acervo social em caso de liquidação da companhia (BRASIL, 1976b, art. 109, II).

A incorporação de ações, em que pese não resultar por si só na cessão da empresa – porque a companhia cujas ações foram incorporadas continua a existir enquanto pessoa jurídica autônoma –, pode, se inserida em um conjunto de operações, resultar ulteriormente numa cessão. Obviamente, essas operações são complexas e possuem diversas etapas; dentre elas pode existir a incorporação de ações, mas o objetivo último desejado é a cessão da empresa.

Um importante precedente, submetido à análise do Colegiado da CVM, reconheceu a utilização indevida da incorporação de ações na cessão da empresa: o Processo Administrativo nº RJ 2003/12770, que tratou de pedidos apresentados por acionistas minoritários, nos quais se requereu a interrupção da realização da assembléia que deliberaria a incorporação das ações da Telecentroeste Celular Participações S. A. (TCOC) pela Telesp Celular Participações (TCP).

O então presidente da CVM, Luiz Leonardo Cantidiano, esclarece em seu voto que a operação de incorporação de ações da TCOC pela TCP não era um ato isolado, que esta se inseria em uma série de atos complexos:

Desejo assinalar, em primeiro lugar, que a operação de incorporação de ações de Telecentroeste Celular Participações S.A. (TCOC) pela Telesp Celular Participações S. A. (TCP) não pode, e não deve, ser apreciada como uma operação isolada, desvinculada dos atos que a precederam nos últimos meses.

Com efeito, temos, na questão que é submetida à análise da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), a derradeira etapa de uma operação complexa, anunciada no início do corrente ano, desdobrada em três momentos que, apesar de distintos, *englobavam um só negócio*: a aquisição de 100% (cem por cento) da empresa explorada pela TCOC.

[...]

Ou seja, a própria TCP reconhece que o que ela pretendia era adquirir a totalidade do negócio (ou empresa) até então explorado pela TCOC, sem repartir com qualquer outro acionista a titularidade das ações de emissão desta última companhia e, por conseguinte, cem por cento do fluxo de resultados da exploração daquele negócio. Para se assegurar de que poderia adquirir a totalidade da empresa explorada pela TCOC, nas bases que lhe convinham, a operação foi estruturada pela TCP em três etapas sucessivas:

- a. no primeiro instante, foi contratada a aquisição, pela TCP, do controle acionário da TCOC;
- b. a seguir, foi efetivada, nos termos da legislação vigente (art. 254 A da lei nº 6.404/76 e Instrução CVM nº 361/2002), a oferta pública de aquisição das ações ordinárias detidas pelos

acionistas minoritários de TCOC, detentores de ações ordinárias, por um preço que correspondia a 80% do preço que havia sido pago pelas ações de controle;

c. finalmente, pretende-se agora completar aquela operação, que havia sido anunciada há quase um ano, aprovando-se a incorporação de todas as ações de emissão de TCOC pela TCP. (CANTIDIANO, 2003, grifos do autor)

O então presidente da CVM declara em seu voto que o negócio último a ser praticado naquele caso era a cessão da empresa, portanto, a incorporação de ações, segundo seu entendimento, serviu apenas para a TCP burlar o dever de dar tratamento equitativo aos acionistas minoritários titulares de ações preferenciais de emissão da TCOC:

Não tenho qualquer dúvida, e sobre isto já escrevi em trabalhos anteriores, que na *operação isolada de incorporação de ações* as sociedades envolvidas são livres para estabelecer a relação de troca que melhor lhes aprover.

[...]

As regras e os conceitos acima expostos, que indubitavelmente são aplicáveis a uma operação de incorporação de ações que é deliberada isoladamente, não me parece que devam prevalecer quando a pretendida incorporação de ações se constitui na etapa final de uma operação complexa, que teve início há quase um ano quando do anúncio da aquisição, pela TCP, do controle acionário da TCOC, e que teve por objetivo explícito adquirir 100% da empresa que era explorada pela TCOC, pagando a compradora, como preço total, um valor pré-estabelecido cerca de um ano antes, valor esse que atendia aos seus interesses e aos de seus acionistas.

[...]

Ao deliberar executar aquela operação complexa – *que seria implementada ao longo do tempo* –, deveria a TCP ter levado em consideração o fato, sumamente relevante, de que o negócio explorado pela TCOC pertencia a todos os acionistas da aludida companhia, independentemente da espécie e classe de ações de que eles eram titulares, razão pela qual, segundo penso, *salvo quanto ao valor correspondente ao prêmio de controle*, que deveria ser atribuído na sua integralidade aos titulares de ações integrantes do bloco de controle e, parcialmente, aos acionistas minoritários titulares de ações votantes, *teriam todos os acionistas da TCOC direito a receber igual valor pela transferência de suas ações*.

Em outras palavras, não podia a TCP definir, como relação de substituição de ações, a prevalecer quando da incorporação de ações que viria a ser implementada em momento que, naquela ocasião inicial, ainda estava indefinido, critério que não levasse em consideração a circunstância de que, mesmo após a aquisição privada do controle e depois de realizada a oferta pública determinada pela regulamentação vigente, parte substancial (cerca de 70%) da empresa explorada pela TCOC permaneceria sendo de titularidade dos acionistas minoritários de TCOC, que não poderiam,

no âmbito daquela operação complexa, de execução diferida no tempo, receber tratamento diferenciado quanto ao valor de suas ações, salvo quanto ao valor do prêmio de controle, ao qual os titulares de ações preferenciais sabidamente não fazem jus.

Não sendo esse o tratamento assegurado aos acionistas titulares de ações preferenciais de emissão da TCOC, a consequência inafastável é que parte do valor pago, pela TCP, na aquisição das ações de controle, estará sendo arcada pelos referidos acionistas preferenciais, que estarão recebendo pela transferência de suas ações valor inferior àquele que lhes deve ser pago (servindo, a diferença do preço que deles estará sendo subtraída, e que corresponde ao valor da quota parte deles na empresa objeto de cessão, para amortizar parcela do preço que a TCP já pagou ao alienante do controle e aos minoritários ordinários, que aceitaram a oferta pública que lhes foi dirigida pela TCP).

Aliás, é a própria TCP que, ainda que de forma oblíqua, confessa no esclarecimento prestado à CVM, ter estruturado a operação com o objetivo de alcançar um preço global que lhe fosse mais favorável:

"Seria irresponsável, no mínimo, pretender que a administração da TCP decidisse apenas conceitualmente realizar um investimento em TCO, de quem pretendia ser a única acionista, sem, desde o início, (a) definir a contraprestação que seria oferecida, (b) analisar os custos a serem incorridos e (c) o impacto das operações para a empresa e para seus acionistas. Era, portanto, indispensável definir qual contraprestação seria devida pela aquisição da TCO, em cada uma das etapas do processo.

Assim, cientes de seus deveres como administradores perante a TCP, em estrita observância dos Artigos 153 a 155 da Lei das S. A., deliberou o conselho de administração da TCP sobre o preço a ser pago ao antigo controlador de TCO (de cuja deliberação decorreu a definição do preço a ser oferecido aos acionistas ordinários não controladores da TCO) e, também, definiu-se a Relação de Substituição a ser oferecida aos acionistas preferenciais da TCO. Deliberar apenas a realização da Incorporação de Ações teria sido expor a TCP e seus administradores a uma enorme e inconseqüente aventura financeira." (grifado no original).

[...]

Não me parece que o sistema da lei societária permita que o adquirente de controle de uma companhia aberta possa pagar, pela apropriação de todos os ativos da sociedade cujo controle ele adquiriu, apenas aos acionistas titulares de ações votantes um preço que reflita o valor do negócio adquirido, enquanto que aos acionistas titulares de ações preferenciais é ofertado, tempos depois, e em moeda diversa, valor bastante inferior, que supera a diferença relativa ao prêmio de controle.

[...]

Lembro que em parecer elaborado no mês de julho de 1981, a pedido de advogados de acionistas minoritários (titulares de ações preferenciais) do Banco Mineiro S. A., que seria incorporado pelo Unibanco S. A. (*que acabara de adquirir o controle acionário do Banco Mineiro S. A.*), o Professor Fábio Konder Comparato assinalou, com absoluta pertinência, que

"Na aquisição de controle com vistas à imediata incorporação da companhia controlada pela controladora, o que ocorre, no conjunto das operações, é uma *cessão da empresa*. Tudo se passa como se a sociedade incorporadora houvesse adquirido a totalidade do acervo empresarial da incorporada, pagando a esta o preço dessa aquisição. Apenas o resultado é obtido mediante duas operações distintas (aquisição das ações de controle e subsequente incorporação), ou seja, o que a prática norte-americana denomina *two steps acquisition* ou *two steps take-over*. Assim sendo, é antijurídico que esse preço total de aquisição da empresa (e não o preço de aquisição do controle, simplesmente) seja distribuído aos acionistas da incorporada, desproporcionalmente à sua participação no acervo empresarial. Nem estão as partes no negócio de cessão de controle (primeira etapa do conjunto de operações), isto é, o antigo e o novo controlador, legitimados a determinar, como quiserem, a forma de distribuição aos acionistas não-controladores, desse valor da empresa cedida; ou, o que é pior, autorizados a privar tais acionistas de qualquer participação nesse valor. Seria isto defraudar os não controladores do direito fundamental à manutenção de seu *status socii*."

O princípio defendido pelo ilustre comercialista de São Paulo, que analisava uma operação de incorporação de sociedade pelo adquirente de seu controle, também é inteiramente aplicável à operação, estruturada em etapas distintas, mas que visa, pela incorporação de ações da sociedade cujo controle acabou de adquirir, apropriar-se da empresa que a adquirente deseja transformar em sua subsidiária integral.

Como foi oportunamente referido no MEMO/CVM/SEP/GEA-4/030/03, "a incorporação das ações dos minoritários de companhia controlada caracteriza-se como sendo, na sua essência, uma operação onde o acionista controlador está deliberando consigo mesmo, visto que está presente, nas deliberações de ambas as companhias, apenas uma vontade, ou seja, não existem duas maiorias acionárias distintas, que deliberem, separadamente, sobre a operação defendendo os interesses de cada companhia. Diante disso, a incorporação de ações de companhia controlada impõe ao controlador procedimento rigoroso na justa avaliação dos patrimônios e na equânime relação de troca das ações".

Como assinala o Professor Fábio Konder Comparato no parecer acima aludido,

"Observou-se, assim, preliminarmente, que em se tratando de incorporação de controlada por controladora, é preciso afastar a idéia de que os termos e condições do negócio possam ser definidos, livremente, pelas partes, como se estas negociassem com autonomia (*at arms's length*)."

Noto, pela leitura dos esclarecimentos que foram prestados à CVM pela TCP, que os seus administradores, para não incorrer na "aventura financeira" a que se referiram, decidiram privilegiar seus próprios interesses, ainda que em detrimento dos legítimos interesses dos acionistas minoritários de TCOC, que ainda são titulares da maior porção (cerca de 70%) da empresa explorada pela TCOC e que, ao serem compulsoriamente transformados em

acionistas da TCP, estarão deixando de receber uma parte do valor da empresa que, indiretamente, lhes pertence.

Os pareceres que foram apresentados pela TCP, elaborados por ilustres juristas – Luiz Gastão Paes Leães e Modesto Carvalhosa – não analisam, a meu juízo, o cerne da questão em debate. Limitam-se a procurar demonstrar e defender aquilo que já é plenamente aceito pelo nosso sistema, isto é, que as ações ordinárias de controle, porque asseguram o comando da sociedade, fazem jus, quando da alienação do respectivo bloco, ao recebimento de um prêmio, que não deve ser pago aos titulares de ações preferenciais.

Ninguém discute tal afirmação que, salvo engano, representa a posição unânime da doutrina e da jurisprudência sobre o tema.

O que os ilustres juristas deixam de analisar é o fato de que, na venda da totalidade da empresa, salvo quanto ao valor do prêmio que é pago ao detentor do bloco de controle, *todos os acionistas* da companhia que explora a empresa objeto de cessão têm igual direito a participar do negócio, observada a respectiva proporção de participação no capital social.

[...]

Não estou convencido, depois do longo e minucioso exame que fiz de todo o processo, que a TCP tenha conseguido demonstrar, de forma clara e insofismável, a completa lisura da operação que, iniciada quando da aquisição do controle da TCOC, ela pretende agora concluir com a incorporação de ações de emissão dessa última companhia. (CANTIDIANO, 2003, grifos do autor)

Os trechos transcritos do extenso voto deixam claro o entendimento do então presidente da CVM: a intenção da TCP era adquirir a empresa da TCOC por um determinado valor. Entretanto, a aquisição da empresa da TCOC foi realizada com base em diversos atos societários, culminando com a incorporação de ações da TCOC, que previa uma relação de substituição de ações em valor muito inferior ao praticado em outros atos societários, dirigidos aos acionistas titulares de ações ordinárias. O voto é claro ao declarar que, no entendimento de seu autor, não se trata de reconhecer que em toda e qualquer operação de incorporação de ações pretende-se realizar uma cessão de empresa, nem que a relação de substituição de ações deva obedecer a condições equitativas, mas que sua utilização no caso analisado visou à conclusão de uma série de atos complexos que pretenderam implementar o desejo da TCP: adquirir a empresa da TCOC. Cantidiano não esclareceu no voto, contudo, se se tratava de uma simulação ou de negócio jurídico direto. Conceitualmente, classificar o litígio submetido à análise da CVM como negócio jurídico indireto seria mais correto conceitualmente, pois a TCP nunca omitiu sua intenção de se apropriar da empresa da TCOC.

Por fim, o referido voto, acompanhado pelo colegiado, determinou a suspensão das assembleias gerais da TCOOC e TCP, sugerindo que fosse revista a relação de substituição das ações da primeira pela última.

4.3 O problema do direito de recesso

O direito de recesso ou de retirada está previsto, na hipótese de incorporação de ações, no § 2º do art. 252 da Lei nº 6.404/76:

Art. 252. A incorporação de todas as ações do capital social ao patrimônio de outra companhia brasileira, para convertê-la em subsidiária integral, será submetida à deliberação da assembleia-geral das duas companhias mediante protocolo e justificação, nos termos dos artigos 224 e 225.

[...]

§ 2º A assembleia-geral da companhia cujas ações houverem de ser incorporadas somente poderá aprovar a operação pelo voto de metade, no mínimo, das ações com direito a voto, e se a aprovar, autorizará a diretoria a subscrever o aumento do capital da incorporadora, por conta dos seus acionistas; os dissidentes da deliberação terão direito de retirar-se da companhia, observado o disposto no art. 137, II, mediante o reembolso do valor de suas ações, nos termos do art. 230. (BRASIL, 1976b)

O direito de recesso ou de retirada da sociedade é medida extrema, na qual o acionista dissidente da deliberação que aprovar a incorporação da totalidade das ações daquela companhia prefere retirar-se e receber o reembolso de suas ações.

A lei reconhece o direito de recesso em companhias somente em hipóteses extremas, nas quais há uma alteração substancial na companhia, nas condições do contrato plurilateral da sociedade (BRASIL, 1976b, art. 137), servindo como mecanismo de proteção do acionista minoritário dissidente. Coelho (1998, p. 62) esclarece os fundamentos do direito de recesso:

Não há dúvidas que o direito de retirada é um mecanismo de proteção da minoria diante dos abusos dos controladores. O exercício desse direito, contudo, não pode levar a situações de desequilíbrio econômico entre o dissidente e os que permanecem na sociedade – nem todos acionistas controladores, diga-se de passagem. Se o dissidente recebe, a título de reembolso, mais do que receberia na hipótese de negociação da ação, isso é plenamente justificável dos pontos de vista econômico e jurídico, já que o reembolso tem natureza de desinvestimento, em oposição à de

investimento, que caracteriza o outro meio de desligamento do acionista.

Há, ainda, outra previsão específica sobre direito de retirada que abrange a incorporação de ações, prevista no § 3º do art. 264 da Lei nº 6.404/76:

Art. 264. Na incorporação, pela controladora, de companhia controlada, a justificação, apresentada à assembléia-geral da controlada, deverá conter, além das informações previstas nos arts. 224 e 225, o cálculo das relações de substituição das ações dos acionistas não-controladores da controlada com base no valor do patrimônio líquido das ações da controladora e da controlada, avaliados os dois patrimônios segundo os mesmos critérios e na mesma data, a preços de mercado, ou com base em outro critério aceito pela Comissão de Valores Mobiliários, no caso de companhias abertas.

[...]

§ 3º Se as relações de substituição das ações dos acionistas não-controladores, previstas no protocolo da incorporação, forem menos vantajosas que as resultantes da comparação prevista neste artigo, os acionistas dissidentes da deliberação da assembléia-geral da controlada que aprovar a operação, observado o disposto nos arts. 137, II, e 230, poderão optar entre o valor de reembolso fixado nos termos do art. 45 e o valor do patrimônio líquido a preços de mercado. (BRASIL, 1976b)

O § 3º do art.o 264 da Lei nº 6.404/76 teve sua redação atual aprovada pela Lei nº 10.303/2001 e, tal como o previsto no § 2º do art. 252, tem o intuito de proteger as minorias acionárias.

Há quem entenda que os acionistas não-controladores não podem obrigar as companhias e os controladores a obedecerem às disposições do *caput* do art. 264 da Lei nº 6.404/76, aplicável no caso da incorporação de ações da controlada pela controladora, ou seja, das regras específicas das avaliações das companhias que subsidiarão a relação de substituição de ações.

De qualquer forma, estabelece o § 3º do art. 264 da Lei nº 6.404/76 que, caso a relação de substituição apresentada for menos vantajosa do que as resultantes da avaliação segundo o *caput* do mesmo artigo, os minoritários passam a ter o direito de recesso garantido, com a possibilidade de optar entre os valores apurados segundo os critérios previstos naquele parágrafo.

Entretanto, conforme anteriormente tratado neste trabalho, a Instrução Normativa da CVM de nº 319, de 3 de dezembro de 1999, estabelece em seu art. 17 que o descumprimento das determinações do art. 264 da Lei nº 6.404/76 constitui infração grave. Ainda assim, há autores que entendem que as avaliações das companhias, a fixação da relação de substituição de ações e do valor do direito de recesso, em incorporação de ações, não se sujeitariam ao regime especial do art. 264 da referida lei.

Neste sentido, Barbosa Filho (2004, p. 268-269):

Os acionistas minoritários da controlada não ostentam a faculdade de compelir a sociedade controladora a atuar de acordo com o ditado pelo *caput* do presente artigo, adotando fórmula legal de cálculo da relação de substituição das participações mantidas nas companhias envolvidas na operação de incorporação, lastreada na avaliação do capital social. Eles não podem, também, nas mesmas circunstâncias, simplesmente, impedir a conclusão da incorporação aprovada em deliberação assemblear.

O descumprimento do dever estabelecido no *caput*, porém, quando utilizada uma fórmula prejudicial aos interesses dos minoritários da controlada, implica, como sanção, o nascimento de um direito de recesso de natureza especial, conferido a esses mesmos acionistas.

A faculdade de retirada e o ônus financeiro criado pelo reembolso assumem, ao mesmo tempo, duas funções. O direito de recesso, num primeiro plano, preventivamente, constrange a controladora a não cometer abusos e evita sejam impostas perdas aos minoritários. Num segundo plano, caso exercido o direito tipificado, ele tende a salvaguardar a posição daqueles que não exercem o poder de controle e promover a recuperação do capital investido.

Numa abordagem mais específica, sobre a operação de incorporação de ações, Cantidiano (2002, p. 255-256):

Ao tratar da operação de incorporação de uma sociedade por outra, o legislador deferiu às partes envolvidas na operação (as sociedades incorporadora e incorporada) o direito de estabelecer, livremente, os critérios de relação de troca das ações de emissão da incorporada (a serem canceladas em virtude da conclusão da operação) por ações de emissão da incorporadora, a serem entregues, aos acionistas da sociedade incorporada, em substituição das ações a serem canceladas.

Ou seja, o legislador admitiu que, sendo preservada a realidade do capital social da incorporadora, e sendo respeitados os direitos de terceiros (credores das sociedades envolvidas e seus acionistas minoritários), as partes envolvidas na operação possam livremente pactuar, da forma que melhor aprover, o critério que deve

prevalecer para substituir as ações (de emissão da sociedade incorporadora a serem canceladas), de propriedade dos acionistas daquela companhia, pelas novas ações, a serem emitidas pela incorporadora em decorrência do aumento de seu capital, a ser pago com o patrimônio líquido da sociedade a ser extinta.

A matéria é livremente negociada e ajustada pelas duas sociedades, na medida em que constitui aspecto do negócio que só interessa às sociedades e aos seus sócios, porque somente eles têm implicações patrimoniais. Prevalece, na negociação e estipulação dessa condição, o princípio da liberdade contratual.

Entendo que a Instrução de nº 319/99, editada pela CVM, impôs – *a meu juízo sem que a autarquia dispusesse de outorga legal para tanto* – restrições quanto à determinação da relação de substituição de ações, restrição essa que, nos termos do previsto no citado ato regulamentar, só é aplicável às operações de reestruturação societária (fusão, cisão e incorporação de sociedades), e que não prevalece nas operações de incorporação de ações.

Contudo, recente alteração na Lei nº 6.404/76, promovida pela Lei nº 11.941, de 27 de maio de 2009, que incluiu o § 4º no art. 252 da primeira lei, parece ter resolvido a controvérsia. O referido parágrafo, ao atribuir à CVM competência para estabelecer “normas especiais de avaliação e contabilização aplicáveis às operações de incorporação de ações que envolvam companhia aberta” – tendo em vista que a CVM, na Instrução Normativa da CVM de nº 319, de 3 de dezembro de 1999, determinava em seu art. 17 a aplicação do regime especial do art. 264 da Lei nº 6.404/76 às incorporações de ações –, eliminou o principal argumento daqueles que não aceitavam a interpretação da CVM.

Ainda assim, independentemente do dispositivo legal a ser aplicado, se o art. 252, § 2º, ou o art. 264 § 3º, o direito de recesso é garantido ao acionista dissidente da deliberação que aprovar a incorporação das ações da companhia de que participa.

Cabe indagar se o direito de recesso é suficiente ou bastante para evitar que o acionista minoritário possa ser prejudicado por uma incorporação de ações ilegal.

O direito de recesso parece não ser suficiente: (a) seja porque seu cálculo pode ser fraudado na elaboração das avaliações da sociedade²⁹, que também subsidiam a fixação da relação de substituição, conforme tratado anteriormente neste capítulo;

²⁹ Ver item deste capítulo sobre fraudes nas avaliações.

(b) seja porque pode ficar aquém dos direitos que estes mesmos acionistas teriam, conforme tratado a seguir.

Na hipótese de incorporação de ações que resulta em fechamento indireto de capital, por exemplo, os acionistas minoritários teriam direito a serem destinatários de uma OPA, negócio bilateral, cujo preço de oferta teria de ser *justo* e aceito pela maioria destes acionistas (BRASIL, 1976b, art 4º), portanto, maior do que o valor de reembolso de suas ações, que não inclui, por exemplo, as perspectivas de rentabilidade da companhia, dentre outros elementos que podem influenciar a fixação do preço, como variantes de mercado.

Em parecer exarado a pedido de acionistas minoritários das empresas do Grupo Ipiranga, que demandaram estas companhias e suas controladoras em ação proposta perante a 2ª Vara Cível do Foro Central da Comarca de São Paulo, Salomão Filho declarou o seguinte sobre a questão:

Ainda que esse não seja ponto central para a resposta à presente consulta, é preciso deixar claro que é totalmente inviável ver no direito de recesso um substituto para o direito do minoritário à oferta pública prevista no artigo 4º, parágrafo 4º da lei das sociedades por ações. Para entender o porquê dessa afirmação, não é necessário sequer adentrar a estrutura do direito de recesso, criticando a aderência legal de seu valor ao valor patrimonial da sociedade e sua manifesta insuficiência. O motivo mais relevante deriva, na verdade, diretamente da comparação dos respectivos fundamentos do direito de retirada e da oferta pública. Enquanto o primeiro é mero direito patrimonial de natureza compensatória, o direito à oferta pública é efetiva tutela da propriedade em seu sentido mais pleno, que inclui o direito de participar da deliberação que afeta o patrimônio do acionista. Essa é a característica principal do direito de participação introduzido pelo artigo 4º parágrafo 4º da lei e pela Instrução CVM n. 361/2002 no procedimento de oferta pública para fechamento de capital. Trata-se de um direito de participação e influência em decisão instrumental ao exercício pelo seu titular do direito patrimonial ligado à propriedade das ações. Só com a participação na decisão sobre o fechamento de capital pode obter o acionista minoritário exatamente aquilo que considera justo pela ação, pois o adquirente será obrigado a com ele negociar se quiser obter o fechamento de capital. Só assim também pode o acionista minoritário garantir a liquidez de seu patrimônio, ou seja, impedir o fechamento de capital caso os bens a ele oferecidos em troca (ações da incorporadora) não tenham liquidez. Isso ocorrerá de maneira típica quando a incorporadora não for companhia aberta. Note-se que os dois resultados mencionados acima, i.e, possibilidade de obtenção de preço justo em função da capacidade de negociação e

capacidade de garantir a liquidez do patrimônio relacionam-se diretamente com a tutela de dois elementos essenciais da propriedade, o uso e a disposição do bem. Assim, o real intuito do artigo 4º, parágrafo 4º, da lei societária é o de, por meio da participação na decisão, garantir ao minoritário de forma plena seu direito de propriedade, em situação considerada extrema pelo direito societário, pois afeta diretamente o uso e a disposição de seu bem. O direito à oferta pública na forma prevista na Lei 10.303 nada mais constitui, portanto, que uma garantia do direito de propriedade do minoritário contra a verdadeira desapropriação no interesse privado introduzida no sistema brasileiro pelo artigo 252 da lei societária de 1976, anterior à reforma. (SALOMÃO FILHO, 2007, p. 8-9)

Como se pode deduzir dos comentários acima, a análise dos fundamentos econômicos da operação de incorporação de ações irá determinar se o valor de reembolso das ações estipulado em uma operação é suficiente para evitar que danos sejam causados aos acionistas minoritários. Somente a casuística pode verificar se o direito de recesso é suficiente ou não para permitir ao acionista minoritário uma decisão consciente.

Se o valor do direito de recesso for suficiente, há quem entenda que todas as demais questões estão prejudicadas, já que os minoritários seriam reembolsados de forma justa por seu investimento. Contudo, entendimentos dessa natureza, com a devida vênia, não parecem de acordo com as especificidades das obrigações e sua execução específica³⁰.

³⁰ Por exemplo, art. 461 do Código de Processo Civil, Lei nº 5.869, de 11 de janeiro de 1973 e art. 18, § 3º, da Lei nº 6.404/76.

5 CONTROLE DO ESTADO E CONSEQÜÊNCIAS DAS DECISÖES ADMINISTRATIVAS E JUDICIAIS

O Estado é o maior interessado na ampliação da captação de recursos pelo mercado de capitais, conforme tratado neste trabalho. O Estado brasileiro reconheceu que uma das maneiras de atingir este seu objetivo é a ampliação das garantias e dos direitos dos acionistas minoritários.

Mesmo diante das alterações legislativas – que visaram a minimizar os conflitos, especialmente entre os acionistas minoritários e os controladores e administradores das companhias –, ao Estado também interessa tutelar os conflitos sociais, para que se resolvam da maneira mais rápida e eficiente (BRASIL, 1988, art. 5º, inciso LXXVIII).

A sociedade humana organizada busca, por meio do Estado, tutelar os conflitos sociais: não basta a produção de leis que procurem eliminá-los, mas cabe ao Estado também resolvê-los, no pleno exercício de sua atividade jurisdicional. Não é diferente no âmbito societário. Sobre o assunto, comentário de Alarcón (2003, p. 167, grifo do autor):

Detenhamo-nos um pouco nesse ponto: os conflitos sociais. É que, vistos em particular, estes assumem formas variadas, conforme sua natureza. Contudo, algo que é necessário para o correto entrelaçamento do fio social é a solução pronta, rápida e eficiente de tais conflitos. A sociedade organizada procura, então, fundar uma ou várias modalidades de solução de conflitos. Na sociedade política, essa modalidade corresponde ao que chamamos de *processo*, verdadeira técnica de solução, que se desenvolve sobre a base do respeito a determinadas regras de jogo, isto é, normas jurídicas preestabelecidas que, interpretadas por um órgão autorizado ou jurisdicional, em nome do Estado, diz o direito de cada uma das partes, pondo fim ao conflito particular dos homens.

Portanto, este último capítulo trata das formas de tutela pelo Estado brasileiro dos conflitos no mercado de capitais, especialmente, nas companhias de capital aberto na incorporação de ações, e dos efeitos dessas intervenções.

5.1 Controle administrativo: A CVM

A CVM insere-se em um sistema organizado pelo Estado brasileiro que visa a permitir o bom funcionamento do mercado financeiro, do qual faz parte o mercado de capitais, elemento essencial da política econômica.

Este sistema é coordenado pelo Conselho Monetário Nacional (Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964), órgão vinculado à Presidência da República, que é responsável pela implementação das políticas econômicas do país como um todo: fixa as diretrizes para o Banco Central do Brasil e estabelece as medidas para o controle da inflação e o direcionamento ou mobilização dos recursos da poupança popular (BRASIL, 1964, art. 3º).

A Lei nº 6.385/76 define que cabe ao Conselho Monetário Nacional “fixar a orientação geral a ser observada pela Comissão de Valores Mobiliários no exercício de suas funções” (BRASIL, 1976a, art. 3º, III).

Segundo o art. 4º da mesma lei, compete ao Conselho Monetário Nacional e à CVM, em conjunto, exercerem suas atribuições legais para, dentre outros: (a) “estimular a formação de poupanças e a sua aplicação em valores mobiliários” (BRASIL, 1976a, art. 4º, I); (b) “proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra [...] emissões irregulares de valores mobiliários [...] e] atos ilegais de administradores e acionistas controladores das companhias abertas” (BRASIL, 1976a, art. 4º, IV, “a” e “b”); (c) “evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários negociados no mercado” (BRASIL, 1976a, art. 4º, V); e (d) “assegurar a observância de práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários” (BRASIL, 1976a, art. 4º, VII).

As atribuições legais da CVM, conforme estipuladas na Lei nº 6.385/76 – especialmente em seus artigos 8º e 9º – e nos dispositivos da Lei nº 6.404/76³¹, são

³¹ Artigos da Lei nº 6.404/76 que atribuem competência para a CVM: art. 4º, §§ 1º a 6º; art. 4º-A, § 4º; art. 11, § 3º; art. 24, § 3º; art. 25, parágrafo único; art. 27; art. 30, § 2º; art. 34, § 2º; art. 35, § 3º; art. 41; art. 60, § 3º; art. 61, § 3º; art. 65, § 1º; art. 66, § 2º; art. 67, *caput* e parágrafo único; art. 71, § 1º; art. 73, § 4º; art. 80, III; art. 82,

muito mais afeitas à fiscalização e ao controle no que se refere às companhias de capital aberto. Em que pese dispor de instrumentos legais efetivos para exercício do controle das companhias abertas – por exemplo, a suspensão da negociação de determinado valor mobiliário ou cassação dos registros das companhias (BRASIL, 1976a, art. 9º, § 1º, I e II) –, a CVM atua, na prática, no que se refere às companhias, de forma mais cautelosa, apurando a eventual prática de ilicitudes por meio de processos administrativos sancionadores, que podem tramitar durante anos, pelos quais, não raras vezes, aplica as penalidades previstas no art. 11 da Lei nº 6.385/76.

Entretanto, recentemente, a CVM, no uso de suas atribuições, aprovou e publicou dois pareceres de orientação, nos quais tratou da incorporação de ações, buscando nestes regulamentar de forma mais ampla a operação, cujos conflitos lhe são apresentados freqüentemente, especialmente pelos acionistas minoritários.

5.1.1 O Parecer de Orientação nº 34

O Parecer de Orientação nº 34 foi aprovado pelo Colegiado da CVM em 18 de agosto de 2006.

Este parecer de orientação foi editado após ser iniciada a análise da proposta de incorporação de ações da Tele Norte Leste Participações S. A. (TNL) pela Oi Participações S. A. (Oi), conforme Processo Administrativo CVM nº RJ 2006/6785³², como forma de responder à consulta formulada pela companhia TNL, bem como aos diversos questionamentos apresentados por acionistas minoritários.

Na proposta de incorporação das ações da TNL pela Oi, houve a avaliação, por critérios diferentes, das ações ordinárias e preferenciais dessa mesma companhia, resultando numa relação de substituição diferente, segundo as espécies das ações.

caput e §§ 1º e 2º; art. 100, §§ 1º e 2º; art. 101; art. 104, parágrafo único; art. 116-A; art. 124, § 5º; art. 126, § 2º; art. 135, § 2º; art. 137, II, “a”; art. 147, §§ 2º e 4º; art. 157, §§ 5º e 6º; art. 165-A; art. 176, § 7º; art. 177, § 5º; art. 182, § 3º; art. 184-A; art. 203, § 4º; art. 223, § 3º; art. 226, § 3º; art. 235, § 1º; art. 243, § 3º; art. 248, III, “c”; art. 249, parágrafo único; art. 252, § 4º; art. 254-A, § 3º; art. 257, §§ 1º, 3º e 4º; art. 258, parágrafo único; art. 259, *caput* e parágrafo único; art. 260; art. 261, § 2º; art. 263; art. 264; art. 275, § 4º; art. 289, § 1º; art. 291, *caput* e parágrafo único; e art. 293.

³² A íntegra da Ata de Reunião do Colegiado da CVM de 25.9.2006 encontra-se disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/descol/resp.asp?File=2006-036ed25092006.htm>>. Acesso em: 5 maio 2009.

Os acionistas titulares de ações preferenciais da TNL, portanto, em que pese o disposto no art. 264 da Lei nº 6.404/76, receberiam na relação de substituição, pelo mesmo número de ações, menos ações da Oi do que os titulares de ações ordinárias da TNL.

Nesse contexto, em que se acirraram os ânimos entre acionistas controladores e os milhares de acionistas minoritários titulares de ações preferenciais da TNL, a CVM apresentou parecer de orientação visando a esclarecer sua posição quanto ao tema.

O conteúdo deste parecer surpreendeu todos os agentes do mercado de capitais à época, ao expor o posicionamento da CVM, que entendeu haver “Impedimento de voto em casos de benefício particular em operações de incorporação e incorporação de ações em que sejam atribuídos diferentes valores para as ações de emissão de companhia envolvida, conforme sua espécie, classe ou titularidade. Interpretação do § 1º do art. 115 da Lei 6.404/76.” (BRASIL, 2006)

Ou seja, sempre que forem realizadas avaliações que atribuam diferentes valores³³ para ações de emissão de uma mesma companhia, porém de espécie ou classe diferente, ou pertencentes a outras pessoas, necessariamente aqueles que se beneficiarem por terem suas ações melhor avaliadas ficarão impedidos de votar na assembléia geral da companhia que deliberar sobre a incorporação ou incorporação de ações da companhia, por perceberem um benefício particular (BRASIL, 1976b, art. 115, § 1º).

Apenas para registro, a incorporação de ações da TNL pela Oi não foi aprovada em assembléia geral pelos acionistas titulares de ações preferenciais da primeira companhia no início de 2006, estando o autor deste trabalho presente àquela reunião, na qualidade de procurador de diversos acionistas.

Ainda assim, há quem entenda que a CVM, no Parecer de Orientação nº 34, contrariou as regras do art. 264 da Lei nº 6.404/76, especialmente por este

³³ Desde que, conforme previsto no Parecer de Orientação CVM nº 34, a diferença de valores “não se baseie em laudo que considere os diferentes valores econômicos de cada uma das ações com base em critérios objetivamente verificáveis (como o fluxo futuro de dividendos descontado, ou as diversas cotações em mercados organizados)” (BRASIL, 2006).

dispositivo prever o direito de recesso em seu § 3º, o que, para esses, logicamente (por dedução) afastaria qualquer impedimento de voto por acionista, especialmente da controladora. Neste sentido, Cantidiano (2008, p. 142, 144):

Sem pretender discutir os motivos determinantes da mudança de entendimento da CVM, e abstraída a circunstância de o eventual atendimento de qualquer daqueles interesses não prejudicar o interesse social, cumpre realçar que o art. 264 da Lei 6.404/76, já aludido – e que não está referido no Parecer 34/06 – trata especificamente da questão, apresentando um mecanismo que assegura proteção aos investidores de mercado naquelas operações de reestruturação societária de que participem sociedades sob controle comum de algum grupo de acionistas.

[...]

Ao editar o Parecer 34 preferiu a CVM, a meu juízo equivocadamente, uma solução contrária aos princípios legais vigentes, retirando voto do acionista que é titular de direitos políticos e o concedendo a quem é titular de ações desprovidas ao aludido direito.

Com a solução adotada a CVM criou insegurança no mercado e, mais uma vez, parece não ter resolvido satisfatoriamente a questão, tanto que submete à consulta pública a edição de novo parecer de orientação tratando do tema, agora em direção diversa, focando sua atenção nas pessoas dos administradores das companhias envolvidas em operação de reestruturação.

Em que pese o posicionamento de Cantidiano, acima esposado, a CVM parece ter acertado ao editar o referido parecer: (a) seja porque a matéria legal sobre impedimento de voto não está restrita a quaisquer tipos de deliberações das assembleias gerais de companhias, sendo absolutamente factível e permitida pelo sistema legal a sua aplicação para fins de análise de operações de incorporação de ações; e (b) a sua edição contribuiu de forma decisiva para evitar operações de incorporações lesivas a acionistas (BRASIL, 1976a, art. 4º, IV, “b”), no estrito interesse do mercado de capitais.

Outrossim, a consulta pública da CVM para a “edição de novo parecer de orientação tratando do tema”, a que se refere Cantidiano no trecho transcrito acima, resultou no Parecer de Orientação CVM nº 35, aprovado pelo colegiado daquela entidade em 1º de setembro de 2008, que ampliou ainda mais a proteção dos acionistas minoritários contra operações abusivas de fusão, incorporação e incorporação de ações, conforme tratado a seguir, sem, contudo, invalidar, total ou parcialmente, o Parecer de Orientação nº 34.

5.1.2 O Parecer de Orientação nº 35

O Parecer de Orientação nº 35, de 1º de setembro de 2008, tem por objetivo, como todos os pareceres de orientação, apresentar o entendimento da CVM sobre matéria de sua competência e orientar os agentes de mercado. Foi editado trazendo o entendimento do colegiado sobre os deveres fiduciários dos administradores das companhias “nas operações de fusão, incorporação e incorporação de ações envolvendo a sociedade controladora e suas controladas ou sociedades sob controle comum” (BRASIL, 2008).

Reafirma a CVM a aplicação do regime especial para fusão, incorporação de sociedade e incorporação de ações envolvendo companhias controladora e controlada ou sob controle comum, prevista no art. 264 da Lei nº 6.404/76. Mas não se limita a reafirmar seus posicionamentos anteriores: no referido parecer, determina a adoção de procedimentos e cautelas que devem ser tomados pelos administradores das companhias nestas operações, como os seguintes:

- vii) os administradores devem considerar a necessidade ou conveniência de contratar assessores jurídicos e financeiros;
- viii) os administradores devem assegurar [-se] de que os assessores contratados sejam independentes em relação ao controlador e remunerados adequadamente, pela companhia;
- [...]
- xi) os administradores devem considerar a possibilidade de adoção de formas alternativas para conclusão da operação, como ofertas de aquisição ou de permuta de ações;
- xii) os administradores devem rejeitar a operação caso a relação de troca e os demais termos e condições propostos sejam insatisfatórios. (BRASIL, 2008)

Os procedimentos impostos pela CVM, por meio do parecer, aos administradores de companhias abertas reforçam a tendência da legislação de proteção aos acionistas minoritários: estas recomendações pretendem garantir a total independência dos administradores em relação aos controladores, para que as propostas de operação societária – dentre elas, a incorporação de ações – sejam apresentadas da forma mais correta possível, reduzindo a possibilidade de conduta abusiva pelos acionistas controladores.

A CVM, ainda, não como norma impositiva, mas a título de recomendação, “seguindo a experiência internacional acerca da interpretação dos deveres fiduciários dos administradores” (BRASIL, 2008), sugeriu que fossem adotados outros procedimentos:

- i) um comitê especial independente seja constituído para negociar a operação e submeter suas recomendações ao conselho de administração, observando as orientações contidas no parágrafo anterior; ou
- ii) a operação seja condicionada à aprovação da maioria dos acionistas não-controladores, inclusive os titulares de ações sem direito a voto ou com voto restrito. (BRASIL, 2008)

A recomendação “ii” da CVM, acima transcrita, revela a preocupação daquela autarquia, responsável pela fiscalização das companhias abertas, em ampliar a participação dos acionistas minoritários, mesmo que a lei em vigor não garanta, por si só e explicitamente, esta participação. No caso da incorporação de ações, que é aprovada segundo a lei pela maioria do capital votante (BRASIL, 1976b, art. 252 e §§), a sugestão da CVM de participação da minoria na deliberação, nos termos do Parecer de Orientação nº 35, representa um avanço, porque reconhece essa minoria como interessada em participar da decisão sobre a realização de uma operação potencialmente com severas conseqüências econômicas e jurídicas. Por outro lado, aos administradores, a consulta aos acionistas não-controladores, tal como proposta pela CVM, legitimaria seus atos, eximindo-os das responsabilidades próprias que têm pela participação na formulação da proposta de incorporação de ações.

Portanto, ao editar o Parecer de Orientação nº 35 a CVM reconheceu como necessárias algumas mudanças na interpretação da norma, capazes de acompanhar as necessidades do Estado na ordenação do mercado de capitais, enfrentando grande parte das questões apontadas neste trabalho, especialmente a possibilidade de acionistas controladores, de forma abusiva, apresentarem e fazerem aprovar operações ilegais à revelia da minoria.

Apenas para registro, o Colegiado da CVM, em reunião de 25 de maio de 2009, aprovou o “comunicado ao mercado”, manifestando seu entendimento sobre “a

aplicação do Parecer de Orientação nº 35/08 no caso da incorporação de ações da Sadia S. A. pela Perdigão S. A.³⁴”

5.2 Controle judicial

No Estado democrático de direito em vigor no país, o Poder Judiciário assume importante papel na resolução dos conflitos.

Apesar das críticas feitas à máquina do Poder Judiciário – sobretudo à sua lentidão e insuficiência humana e material –, sempre que este foi provocado assumiu seu papel constitucional para resolver os conflitos.

A Lei nº 6.404/76 traz diversas expressões vagas, amplas, que por vezes desafiam o intérprete a encontrar a melhor solução para um caso prático, conferindo ao Poder Judiciário a responsabilidade de busca dessa solução.

Neste sentido, Corrêa-Lima (2003, p. 475-476):

A Lei n. 6.404/76 – Lei das Sociedades por Ações – encerra alguns preceitos com expressões um tanto quanto vagas, a desafiarem a argúcia e a perspicácia do intérprete. Alguns exemplos serão apresentados mais abaixo.

Por intermédio desses preceitos, pode-se perceber a dimensão do voto de confiança depositado no Poder Judiciário. Esse voto de confiança, a um tempo, pressupõe e requer uma atuação lúcida, eficiente e corajosa daquele Poder.

A lucidez envolve a exata compreensão dos princípios maiores que inspiram a legislação das sociedades por ações. A sociedade anônima, modelo por excelência da empresa privada moderna, erige-se em pedra de toque da economia de mercado, num regime de iniciativa privada. Verdadeira máquina jurídica (*machine juridique*), como já observara Georges Ripert (1951), ela atrai, canaliza, produz e redistribui riquezas. Possui enorme potencial de gerar o socialismo de mercado, com uma justiça distributiva e comutativa. Neste sentido, a democracia da sociedade anônima revela um potencial desconhecido, insuspeitado e inexplorado. Também, nesse sentido, a sua legislação inspira-se em valores maiores e transcendentais, que ultrapassam os estreitos limites da disciplinação de sua estrutura interna e da regulamentação das relações entre os seus agentes. Assim, o legislador moderno situa e coloca esse fenômeno da

³⁴ Conforme Ata de Reunião disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/Port/DesCol/resp.asp?File=2009-018ed27052009.htm>>. Acesso em: 17 jun. 2009.

microeconomia no contexto mais amplo da macroeconomia. A sociedade anônima situa-se no centro mesmo do mercado de valores mobiliários e constitui a razão de ser deste. E este segmento do mercado estende-se ao mercado de capitais e, daí, ao mercado financeiro, intimamente ligado à própria estabilidade e soberania nacionais.

Ora, da mesma forma que o Estado brasileiro, por intermédio de seus legisladores, do Poder Executivo (Conselho Monetário Nacional, Banco Central e Comissão de Valores Mobiliários), preocupa-se em tutelar o mercado de capitais, encara-o como importante ferramenta para viabilizar o crescimento econômico, conforme demonstrado por este trabalho. Ao Poder Judiciário, por decorrência, cabe analisar as questões que lhe são postas, para que, de forma soberana, ponha fim aos conflitos, contribuindo para maior estabilidade e segurança nas relações no mercado de capitais.

Por outro lado, ainda há muito espaço para que o Poder Judiciário, por meio de seus magistrados, participe de forma mais ativa na solução dos conflitos, quebrando paradigmas pela utilização de princípios do sistema jurídico, com criatividade, tornando mais efetiva, mais atual, sua atividade jurisdicional. De acordo com Zaclis (2007, p. 112-113):

Indubitável é que, com a evolução do direito processual, já se foram os tempos em que o juiz se limitava a uma postura passiva, aguardando o término dos debates para dizer o direito aplicável à espécie. Cabe-lhe, na atualidade, uma participação ativa, no sentido de assegurar obediência aos princípios constitucionais e às regras legais relevantes, tornando efetiva a tutela jurisdicional que dele se espera. [...] Cabe-lhe, portanto, integrar-se na relação processual da qual faz parte, ciente de seus poderes e de suas responsabilidades, que não podem descambar para o puro arbítrio. Como adverte Justino Magno Araújo, é de plena responsabilidade do juiz contemporâneo a defesa do princípio da igualdade, não aquele meramente formal, segundo a concepção do liberalismo clássico, mas, sim, o substancial, de modo a nivelar as desigualdades entre os indivíduos, e, destarte, aplicar o direito, buscando a justiça efetiva. Mas, além disso, deve caber-lhe um papel ativo, procurando exercer sua criatividade, a fim de encontrar soluções que tornem o processo menos oneroso e mais efetivo.

5.3 O alcance das decisões administrativas e judiciais: art. 109 da Lei nº 6.404/76

É oportuno lembrar que as decisões do Colegiado da CVM ou do Judiciário, mesmo quando exaradas em processos promovidos por um único acionista, potencialmente têm o condão de produzir os mesmos efeitos para os demais acionistas, aproveitando-os.

O art. 109, § 1º, da Lei nº 6.404, abaixo transcrito, materialmente equipara os acionistas titulares de uma mesma classe de ações:

Art. 109. Nem o estatuto social nem a assembléia-geral poderão privar o acionista dos direitos de:
[...]
§ 1º As ações de cada classe conferirão iguais direitos aos seus titulares. (BRASIL, 1976b)

Imagine-se, por exemplo, um acionista a questionar a forma de distribuição de dividendos em uma sociedade que, na CVM ou judicialmente, tem seu pleito atendido, tendo declarado seu direito de receber determinada parcela dos dividendos distribuídos, mas não pagos a ele ou a qualquer acionista titular de ações da mesma classe.

Obviamente, por força do art. 109, § 1º, da Lei nº 6.404/76, a todos os demais acionistas proprietários de ações da mesma classe aproveita essa decisão, passando igualmente a ter o mesmo direito sobre a mesma parcela de dividendos não-distribuídos a eles, na proporção de suas participações.

A CVM já se manifestou neste sentido, por meio do Ofício/CVM/221/2003³⁵, dirigido a acionista da Polialden Petroquímica S. A. (Polialden), na qual declarou que, caso a demanda judicial promovida por outro acionista fosse procedente e transitasse em julgado, por força do art. 109, § 1º, da Lei nº 6.404/76, a todos os demais titulares de ações preferenciais se estenderiam os efeitos dessa decisão. Leia-se:

³⁵ A cópia do Ofício foi obtida nos autos do processo nº 2006.179.674-1, que tramitou perante a 41ª Vara Cível do Foro Central da Comarca de São Paulo.

Por oportuno, cabe lembrar a faculdade assegurada pelo artigo 109, § 1º, da Lei nº 6.404/76, de todos os acionistas preferencialistas da Polialden perceberem o mesmo que os autores das ações judiciais, na hipótese de ocorrer decisão favorável aos mesmos transitada em julgado.

Em face do exposto, esta Comissão enviou Ofício à Polialden Petroquímica S/A, comunicando o entendimento de que, na hipótese de ocorrer decisão transitada em julgado favorável aos acionistas, a companhia deverá alterar seu estatuto social nos capítulos referentes ao assunto, para que possa estender os direitos alcançados judicialmente a todos os demais acionistas preferencialistas e no sentido de que, considerando que as decisões judiciais podem influir de modo ponderável na decisão desses acionistas de comprar, vender ou manter suas ações, e a companhia deve publicar um Fato Relevante a respeito, nos moldes previstos na Instrução CVM nº 358, de 03.01.02.

Esse tratamento isonômico aos acionistas titulares de ações de uma mesma classe, conforme previsto no art. 109, § 1º, da Lei nº 6.404/76, em razão de uma decisão judicial encontra amparo, ainda, no direito processual.

Há processualistas que entendem que, nestes casos, configura-se uma das raras situações de litisconsórcio passivo unitário e facultativo. O litisconsórcio unitário em geral é obrigatório, impondo a participação de todas as partes envolvidas em um dos pólos da ação (ativo ou passivo) para que este possa prosseguir regularmente; entretanto, em casos envolvendo disputas entre acionistas e as companhias, admite o direito processual a extensão dos efeitos de uma decisão a outros acionistas, mesmo que estes não tenham participado do processo. Yarshell (2006, p. 13-16, grifo do autor), em parecer, consultado sobre o tema, analisando caso prático, entendeu:

Estabelecida assim essa premissa, que não comporta sofisma, daí decorre que o tratamento a ser imposto aos acionistas de uma mesma classe – pela lei e assim também pela norma imposta pela sentença ao caso concreto – deve rigorosamente observar esse caráter unitário e incindível.

Em termos processuais, isso significa, em primeiro lugar, que aos sócios de uma dada companhia será lícito, em situação de litisconsórcio, vir a juízo para pleitear o reconhecimento da invalidade de certo ato ou deliberação vigorante no âmbito societário. Tratar-se-á de litisconsórcio facultativo e unitário: primeiro, porque não se pode obrigar a todos que venham a juízo; segundo, porque para todos os litisconsortes há que se editar decisão uniforme e que, mais uma vez, preserve o caráter monolítico da relação no plano material.

Contudo, ainda em termos processuais, a possibilidade de se estabelecer o litisconsórcio não exaure o tema. É que, sendo

facultativo o litisconsórcio, pode acontecer – e isso se passa freqüentemente – que apenas alguns dos sócios venham a juízo. E, se isso ocorrer, a questão é saber como fica a posição daqueles que não integraram tal relação processual diante da sentença prolatada em face dos que foram. E, para tanto, conforme tem reconhecido a doutrina, revela-se insuficiente a regra inserta no art. 472 do CPC, inadequada para resolver o tema do caráter unitário e incindível da relação jurídica que une sócios, entre si e em relação à sociedade.

[...]

Ainda nas clássicas palavras de Liebman, “A conexão incindível entre a relação jurídica do terceiro e a relação atingida pela coisa julgada encontrar-se-ia ‘entre os direitos potestativos pertencentes a pessoas diversas em face da situação jurídica que se apresente de caráter indivisível, ou seja, não suscetível senão de ser única em relação a todos, seja no sentido de permanecer, seja no sentido de mudar’. Como exemplo típico dessa figura, mostra-se o do art. 163, segunda parte, do Cód. Comercial italiano, que concede a todo o sócio a impugnação contra as deliberações da sociedade anônima manifestamente contrárias ao ato constitutivo, ao estatuto, à lei. *Tais deliberações não podem conservar ou perder o vigor senão perante todos os sócios*, de sorte que, em caso de acolhimento da impugnação de um deles, se anula a deliberação para todos, ao passo que, em caso de rejeição, ficaria preclusa a impugnação de todos os outros sócios”.

6 CONCLUSÃO

O Estado brasileiro, como demonstrado, é o maior interessado na consolidação e no crescimento do mercado de capitais, por se tratar este de importante instrumento para a promoção do crescimento econômico do país. De forma constante, principalmente após 2001, promoveu reformas e ações que ampliaram os direitos e garantias dos acionistas minoritários das companhias abertas.

A opção estatal pela regulação em benefício dos acionistas minoritários está inserida na política econômica adotada, que pretendeu, e de fato conseguiu, ampliar consideravelmente o volume de investimentos, oriundos da poupança popular, no mercado de capitais, para permitir às companhias o acesso aos recursos necessários à realização e ampliação de seus negócios.

Em um país como o Brasil, no qual o custo da captação de recursos em instituições financeiras por companhias, por conta dos juros praticados, dificulta a realização dos investimentos, a ampliação das garantias e direitos dos acionistas minoritários permitiram e permitem que o mercado de capitais desponte como alternativa para suprir as crescentes demandas das companhias por capital.

É exatamente esta nova realidade do mercado de capitais brasileiro – do marco legal e da política econômica que o moldaram – que serviu como pressuposto para o desenvolvimento deste trabalho.

Por sua vez, um mercado de capitais mais amplo, com participação de um sem-número de investidores, demanda maior transparência em seu funcionamento, nas suas regras, e maior segurança jurídica a permitir o afluxo de recursos para este. Ou seja, a política de Estado influencia o mercado, que, ao mesmo tempo, passa a demandar deste maior regulamentação (em sentido amplo: nas normas e por meio da fiscalização).

Pela multiplicidade de agentes e de seus interesses, o mercado de capitais tende a tornar-se mais democrático, buscando responder e conformar-se às diversas demandas. Mas nunca se deve abandonar o objetivo ou pretensão comum de todos

os agentes: o interesse público no próprio mercado, como forma de promover o crescimento econômico do país, portanto, a geração de riquezas, ampliação da renda, criação de novos e melhores empregos, maior arrecadação de tributos, etc.

A incorporação de ações é uma operação típica na lei brasileira (art. 252 da Lei nº 6.404/76). Segundo demonstrado, é realizada com frequência entre companhias abertas, controladoras e suas controladas, mediante a aprovação da maioria do capital votante, ou seja, da própria controladora. Há mesmo quem entenda, como visto, que somente ocorre na prática desta forma: entre companhia controladora e controlada.

Este fato ensejou a reflexão sobre os potenciais conflitos que dela emergem entre os acionistas controladores e os minoritários das companhias cujas ações aqueles propõem-se incorporar.

Estes potenciais conflitos, por seu turno, não são isolados: inserem-se no contexto do mercado de capitais e nas complexas relações que se estabelecem, conforme exposto.

À comunidade jurídica compete apresentar soluções para estes conflitos, aplicando as normas, consideradas não de forma isolada, mas de acordo com o sistema no qual se inserem, sem perder de vista os aspectos fáticos que os compõem, numa perspectiva mais ampla, pela apreensão dos fundamentos econômicos e financeiros analisados casuisticamente.

Por isso, ao tratar da incorporação de ações, foram citados alguns casos práticos e a recente – recentíssima – regulamentação pelo Estado, sobretudo por meio da Comissão de Valores Mobiliários, que apontaram possíveis fraudes pelo manejo ilegal da operação.

As modalidades de fraude apresentadas inserem-se no contexto das companhias brasileiras e, diante dos casos práticos apresentados, restringiram-se às hipóteses de potenciais desvios ou abusos que podem ser cometidos pelos acionistas controladores, em prejuízo dos acionistas minoritários. O prejuízo dos acionistas

minoritários, entretanto, não se restringe ao de natureza econômico-financeira, pela percepção indevida de vantagens ou benefícios particulares pelos controladores, mas consiste no próprio exercício de direitos por esses acionistas minoritários.

Certamente, as modalidades de fraude apresentadas não são exaustivas; ainda assim, são pertinentes, na medida em que, por terem sido objeto de conflitos, controvérsias e litígios, colaboraram para demonstrar a preocupação dos agentes de mercado (sobretudo do Estado, enquanto regulador, das companhias e dos investidores) com a utilização da incorporação de ações.

Espera-se, desta forma, ter analisado e traçado os aspectos gerais e os mais relevantes sobre a incorporação de ações, segundo uma perspectiva maior, englobando, a um só tempo, aspectos: (a) da política econômica; (b) do mercado de capitais; (c) da legislação em vigor; (d) econômico-financeiros das companhias e das próprias operações de incorporação de ações; e (e) dos limites de atuação do poder econômico, especialmente pelos controladores das companhias abertas brasileiras que, como demonstrado, concentram a um só tempo a maioria das ações com direito a voto (poder político) e a maioria das ações representativas do capital social dessas companhias.

REFERÊNCIAS

ALARCÓN, Pietro Lora. Processo, igualdade e justiça. *Revista Brasileira de Direito Constitucional*, São Paulo, n. 2, p.164-194, jul./dez. 2003.

ALDRIGHI, Dante Mendes; MAZZER NETO, Roberto. Estrutura de propriedade e de controle das empresas de capital aberto no Brasil. *Revista de Economia Política*: publicação do Centro de Economia Política, São Paulo, v. 25, n. 2, p. 115-137, abr./jun. 2005.

_____. Evidências sobre as estruturas de propriedade de capital e de voto das empresas de capital aberto no Brasil, *Revista Brasileira de Economia*: publicação da Editora da FGV, Rio de Janeiro, v. 61, n. 2, p. 129-152, abr./jun. 2007.

AGUIAR, Danilo Augusto Barboza. Proteção dos acionistas minoritários das sociedades anônimas abertas como forma de promover o desenvolvimento do mercado de capitais nacional. *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem*, São Paulo, ano 6, n. 22, p. 88-127, out./dez. 2003.

ASCARELLI, Túlio. *Problemas das sociedades anônimas e Direito comparado*. Campinas: Bookseller, 2001.

ASSAF NETO, Alexandre; LIMA, Fabiano Guasti; ARAUJO, Adriana Maria Procópio. *A realidade da concentração de capital no Brasil: um estudo comparativo com outras economias emergentes*. São Paulo, 10 nov. 2007. Disponível em: <http://www.fipecafi.com.br/palestras/assaf/pdf/Artigo_Concentracao_Capital_Brasil_Dividendos.pdf>. Acesso em: 5 maio 2008.

BARBOSA FILHO, Marcelo Fortes. *Sociedade anônima atual: comentários e anotações às inovações trazidas pela Lei nº 10.303/01 ao texto da Lei nº 6.404/76*. São Paulo: Atlas, 2004.

BLAIR, Margaret M. *Ownership and control: rethinking corporate governance for the twenty-first century*. Washington, D. C.: The Brookings Institution, 1995.

BRASIL. Constituição (1988). *Constituição da República Federativa do Brasil*. Promulgada em 5 de outubro de 1988. Brasília, DF, 1988. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/Constituicao.htm#indice>. Acesso em: 5 maio 2008.

_____. *Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964*. Dispõe sobre a política e as instituições monetárias, bancárias e creditícias. Cria o Conselho Monetário Nacional e dá outras providências. Brasília, DF, 1964. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br/ccivil/leis/L4595compilado.htm>>. Acesso em: 3 jun. 2009.

_____. *Lei nº 5.172, de 25 de outubro de 1966*. Dispõe sobre o Sistema Tributário Nacional e institui normas gerais de direito tributário aplicáveis à União, Estados e Municípios. Brasília, DF, 1966. Disponível em:

<<http://www.planalto.gov.br/ccivil/Leis/L5172Compilado.htm>>. Acesso em: 3 jun. 2009.

_____. Lei nº 6.385/76, de 7 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. *Diário Oficial da União*, Brasília, DF, 9 dez. 1976a. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br/ccivil/leis/L6385compilada.htm>>. Acesso em: 5 maio 2008.

_____. Lei nº 6.404/76, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. *Diário Oficial da União*, Brasília, DF, 17 dez. 1976b. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br/CCIVIL/LEIS/L6404compilada.htm>>. Acesso em: 3 jun. 2009.

_____. Lei nº 10.303/2001, de 31 de outubro de 2001. Altera e acrescenta dispositivos na Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações, e na Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. *Diário Oficial da União*, Brasília, DF, 1º nov. 2001. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil/Leis/LEIS_2001/L10303.htm>. Acesso em: 5 maio 2008.

_____. Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002. Institui o Código Civil. *Diário Oficial da União*, Brasília, DF, 11 jan. 2002a. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/2002/L10406compilada.htm>. Acesso em: 5 de maio de 2008.

_____. Lei nº 11.941, de 27 de maio de 2009. *Diário Oficial da União*, Brasília, DF, 28 maio 2009. Disponível em: <<http://www.receita.fazenda.gov.br/legislacao/Leis/2009/lei11941.htm>>. Acesso em: 16 jun. 2009.

_____. Ministério da Fazenda. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução Normativa nº 319, de 3 de dezembro de 1999. Dispõe sobre as operações de incorporação, fusão e cisão envolvendo companhia aberta. *Diário Oficial da União*, Brasília, DF, 6 dez. 1999. Alterada pelas Instruções 320/99 e 349/01. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/Atos/inst/inst319consolid.doc>>. Acesso em: 5 maio 2008.

_____. *Instrução Normativa da CMV nº 361, de 5 de março de 2002*. Rio de Janeiro, 2002b. Disponível em: <<http://www.felsberg.com.br/biblioteca/regulamentacao/inst361consolid.doc>>. Acesso em: 17 jun. 2009.

_____. Ministério da Fazenda. Comissão de Valores Mobiliários. Parecer de Orientação CVM Nº 34, de 18 de agosto de 2006. Impedimento de voto em casos de benefício particular em operações de incorporação e incorporação de ações em que sejam atribuídos diferentes valores para as ações de emissão de companhia envolvida na operação, conforme sua espécie, classe ou titularidade. Interpretação do §1º do art. 115 da Lei 6.404/76. *Diário Oficial da União*, Brasília, DF, 22 ago 2006.

Disponível em:
<<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiatio.asp?File=/pare/pare034.htm>>.
Acesso em: 5 maio 2009.

_____. Ministério da Fazenda. Comissão de Valores Mobiliários. Parecer de Orientação CVM nº 35, de 1º de setembro de 2008. Deveres fiduciários dos administradores nas operações de fusão, incorporação e incorporação de ações envolvendo a sociedade controladora e suas controladas ou sociedades sob controle comum. *Diário Oficial da União*, Brasília, DF, 2 set. 2008. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/Atos_Redir.asp?Tipo=P&File=\pare\pare035.doc>. Acesso em: 9 jun. 2009.

_____. Ministério da Fazenda. *Exposição de motivos nº 196, de 24 de junho de 1976*. Brasília, DF, 1976c. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/port/atos/leis/6404_Exposicao.asp>. Acesso em: 10 fev. 2009.

CAMACHO, Marília; MAKANT, Bárbara. Da utilização do instituto da incorporação de ações como meio de efetuar o fechamento de capital de uma companhia aberta sem realização de oferta pública. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, São Paulo, ano 8, n. 28, p. 46-69, abr./jun. 2005.

CANTIDIANO, Luiz Leonardo. Análise crítica do Parecer de Orientação CVM 34. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, São Paulo, ano 11, n. 41, p. 133-147, jul./set. 2008.

_____. *Manifestação de voto proferida no Processo Administrativo CVM Nº RJ 2003/12770*. Rio de Janeiro, 26 dez. 2003. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/descol/respdecis.asp?File=4260-1.htm>>. Acesso em: 5 maio 2008.

_____. *Reforma da Lei das S.A. Comentada*. Rio de Janeiro: Renovar, 2002.

CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. São Paulo: Saraiva, 1997.

CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. *A nova Lei das Sociedades Anônimas*. São Paulo: Saraiva, 2002.

CLARK, Robert Charles. *Corporate law*. New York: Aspen Law & Business, 1986.

COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de Direito Comercial*. São Paulo: Saraiva, 2005.

_____. O cálculo do valor do reembolso. In: LOBO, Jorge (Org.). *A reforma da Lei das S. A.* São Paulo: Atlas, 1998. p. 55-69.

COMPARATO, Fábio Konder. *Direito Empresarial*. São Paulo: Saraiva, 1990.

_____. *Direito Empresarial: estudos e pareceres*. São Paulo: Saraiva, 1995.

_____. *O poder de controle na sociedade anônima*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1977.

CORRÊA-LIMA, Osmar Brina. *Sociedade Anônima*. 2. ed. Belo Horizonte: Del Rey, 2003.

DÍAZ-CAÑABATE, Joaquim Guarrigues y. Memória do Direito Societário: a sociedade anônima e os acionistas. *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem*, São Paulo, ano 5, n. 15, p. 267-280, 2002.

JUCÁ, Francisco Pedro. *Direito Administrativo*. Coordenação de Sônia Y. K. Tanaka. São Paulo: Malheiros, 2008.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Parecer, elaborado a pedido da Suzano Bahia Sul Papel e Celulose S. A., em 15 de setembro de 2005 e apresentado nos autos do processo nº 2005.093297, que tramitou perante a 19ª Vara Cível do Foro Central da Comarca de São Paulo, a respeito da incorporação de ações da Ripasa S. A.* São Paulo, 15 dez. 2005.

MAGALHÃES, Roberto Barcellos. *A Lei das Sociedades por Ações comentada*. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1977.

MARTINS, Fran. *Comentários à Lei das S. A.* Rio de Janeiro: Forense, 1979.

MARTINS, Pedro A. Batista. Responsabilidade de acionista controlador: considerações doutrinária e jurisprudencial. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, São Paulo, ano 8, n. 27, p. 42-63, jan./mar. 2005.

MORAES, Luiza Rangel de. A pulverização do controle de companhias abertas. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, São Paulo, ano 9, n. 32, p. 42-84, abr./jun. 2006.

_____. O abuso de poder na transferência de controle acionário. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, São Paulo, ano 7, n. 24, p. 153-165, abr./jun. 2004.

MORCK, Randall K. *Concentrated corporate ownership*. Chicago: The University of Chicago, 2000.

ORNELAS, Martinho Maurício Gomes de. *Avaliação de sociedades: apuração de haveres em processos judiciais*. São Paulo: Atlas, 2001.

ROCHA, João Luiz Coelho da. *Acordo de acionistas e acordo de cotistas*. Rio de Janeiro: Lúmen Júris, 2002.

ROE, Mark J. *Political determinants of corporate governance*. New York: Oxford University, 2003.

SALOMÃO FILHO. *O novo Direito Societário*. São Paulo: Malheiros, 2006.

_____. *Parecer, elaborado a pedido de Hedding-Griffo S.A., apresentado nos autos do processo nº 2007.253416-4, que tramitou na 2ª Vara do Foro Central da Comarca de São Paulo, em 27 de novembro de 2007, analisando a incorporação de ações da Companhia Brasileira de Petróleo Ipiranga S. A., Refinadora de Petróleo Ipiranga S. A. e Distribuidora de Petróleo Ipiranga S. A. pela Ultrapar Participações S. A. São Paulo, 2007.*

_____. *Parecer emitido por consulta dos fundos Fator Sinergia e Fator Sinergia II, por intermédio do advogado Dr. Fernando Albino de Oliveira, de 26.9.2005, apresentado nos autos dos processos nº 2005.107254-0 2005.093297-0, que tramitaram perante a 19ª Vara Cível do Foro Central da Comarca da Capital. São Paulo, 2005.*

SANDIM, Thiago; MOURA, André Paponet. Decisões da CVM dão transparência e segurança ao mercado. *Espaço Jurídico Bovespa*, São Paulo, 17 abr. 2007. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br/investidor/juridico/070417nota.asp>>. Acesso em: 10 ago. 2008.

SILVA, De Plácido e. *Vocabulário jurídico*. v. 2. São Paulo: Forense, 1963.

SILVA, Ricardo Luiz Menezes da. *Divulgação de informações e liquidez de ações: evidências do setor de siderurgia e metalurgia no Brasil*. 2009. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade)– Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Ribeirão Preto, 2009. Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/96/96133/tde-06052009-173652>>. Acesso em: 25 maio 2009.

SOUZA, Pedro Oliva Marcilio de. *Declaração de voto proferido no Processo Administrativo nº RJ2007/3453*. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 18 abr. 2007. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/descol/respdecis.asp?File=5471-1.HTM>>. Acesso em: 28 maio 2009.

SZTAJN, Rachel. Fusão, incorporação e cisão de sociedades: formas de reorganização da estrutura societária na Lei nº 9.457/97. In: BULGARELLI, Waldírio. *Reforma da Lei das Sociedades Anônimas*. São Paulo: Pioneira, 1998. p. 131-180.

WEISZFLOG, Walter. (Ed.). *Michaelis: moderno dicionário da língua portuguesa*. São Paulo: Melhoramentos, 1998-2007. Disponível em: <<http://michaelis.uol.com.br/moderno/portugues/index.php?lingua=portugues-portugues&palavra=interesse>>. Acesso em: 3 nov. 2008.

YARSHELL, Flávio Luiz. *Parecer, elaborado a pedido de Polo HG Fundo de Investimento em Ações, em 22 de maio de 2006, nos autos da Reclamação nº 2165-BA, processada na 4ª Turma do STJ, relator Min. César Asfor Rocha*. São Paulo, 2006.

ZACLIS, Lionel. *Proteção dos investidores no mercado de capitais*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2007.