



PUC

DEPARTAMENTO DE DIREITO

O Laudo de Avaliação na Disciplina das Sociedades Anônimas

por

Higor da Silva Biana

ORIENTADORA: Norma Jonssen Parente

2011.2

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

RUA MARQUÊS DE SÃO VICENTE, 225 - CEP 22453-900

RIO DE JANEIRO - BRASIL

O Laudo de Avaliação na Disciplina das Sociedades Anônimas

por

Higor da Silva Biana

Monografia apresentada ao
Departamento de Direito da Pontifícia
Universidade Católica do Rio de
Janeiro (PUC-Rio) para a obtenção do
Título de Bacharel em Direito.

Orientadora: Norma Jonssen Parente

2011.2

Em memória de minha mãe, meu irmão Thiago e meu tio João José, peças indispensáveis em minha jornada até aqui.

Agradecimentos

*“Corro atrás do tempo
Vim de não sei onde
Devagar é que não se vai longe”.
(Chico Buarque)*

Agradeço primeiramente à minha mãe, por todo o amor e dedicação que dispensou aos filhos, e por ter me ensinado a nunca fugir à luta; e ao meu irmão Thiago, por todas as lições sobre a vida que me passou com sua simplicidade e bondade; a ambos por, apesar de terem partido um dia após o fechamento deste trabalho, permanecerem sendo importante fonte de estímulo para que continue enfrentando meus desafios.

Obrigado ao Nivaldo, pelo o apoio incondicional durante minha graduação, e principalmente por me ser exemplo de persistência, hombridade e dignidade; à Helena, pela doçura e amabilidade incontestáveis, além das palavras certas em todos os momentos em que precisei; a ambos, por me permitirem não conseguir descrever o que significam para mim; ao meu irmão Italo, por existir e ser tão importante na minha vida; à minha tia Cristina, por ter sido, desde sempre e acima de tudo, minha melhor amiga; fonte de incentivo decisiva para que eu tenha optado pela carreira jurídica; à minha afilhada Anna Luiza, por ter me ensinado tantas coisas sobre a vida; e aos meus primos-irmãos, Alexandre, Leonardo e Rafael, por terem sempre me apoiado e se preocupado comigo.

Agradeço também à Norma Parente, querida mentora que só me fez aumentar o interesse pelos temas de Direito Societário e do Mercado de Capitais desde a primeira aula que assisti até as pesquisas em que me orienta. Agradeço por todas as valiosas lições de Direito e de vida.

Agradeço também ao Michel e Camila, por todo apoio na monografia e pelos bons amigos que são.

Resumo

O presente trabalho contemplou os principais aspectos que circundam o laudo de avaliação no regime das sociedades anônimas. Desse modo, foi analisada a apresentação do laudo de avaliação (i) na fixação do preço justo na hipótese de oferta pública de aquisição (“OPA”) obrigatória para o cancelamento do registro de companhia aberta ou em decorrência do aumento de participação acionária controlador (artigo 4º, parágrafos 4º e 6º da Lei das S.A. e Instrução CVM nº 361/2002); (ii) na determinação do valor dos bens utilizados para integralizar o capital das sociedades anônimas (artigos 8º e 251 da Lei das S.A.); (iii) na fixação do valor de reembolso a ser pago aos acionistas, quando a lei lhes faculta retirar-se da sociedade (artigo 45 da Lei das S.A.); (iv) para estipular o valor do bem a ser utilizado no pagamento de debêntures, quando esta possibilidade estiver assegurada na escritura de emissão e assim desejar o debenturista (artigo 54, § 2º, da Lei das S.A.); (v) na aferição do valor das ações de sociedades envolvidas em operações de societárias de incorporação de ações e sociedade, fusão e cisão (artigos 227, 228, 229, 252 e 264 da Lei das S.A. e Instrução CVM nº 319/1999); e (vii) para fundamentar o preço de aquisição do controle de outra sociedade mercantil (artigo 256 da Lei das S.A.). Ademais, foram analisados os temas da escolha dos avaliadores e sua responsabilização, assim como os critérios usualmente utilizados na avaliação de sociedades.

Palavras-chave: laudo de avaliação; escolha dos avaliadores; procedimento de avaliação; conflito de interesses; critérios de avaliação; ofertas públicas de aquisição; avaliação de bens; valor do reembolso; reorganização societária; incorporação de controlada; aquisição do controle sociedade mercantil; a responsabilidade dos avaliadores; governança corporativa.

Sumário

Introdução	6
Capítulo 1 – A Escolha dos Avaliadores	10
1.1. Peritos ou Empresa Especializada	11
1.2. Requisitos	12
Capítulo 2 – O Procedimento de Avaliação	14
2.1. O Procedimento Geral de Aprovação do Laudo	14
2.2. O Procedimento de Fixação do Preço na Emissão de Novas Ações	16
Capítulo 3 – O Conflito de Interesses e o Laudo	19
Capítulo 4 – Os Critérios de Avaliação no Regime Societário	21
4.1. Avaliação a Valor Contábil (Patrimonial)	21
4.2. Avaliação a Valor Contábil Ajustado a “Preços de Mercado”	23
4.3. Avaliação a Valor de Cotação das Ações	23
4.4. Avaliação a Valor Econômico	24
Capítulo 5 – O Laudo de Avaliação no Quotidiano das Companhias	27
5.1. O Laudo nas Ofertas Públicas de Aquisição	27
5.2. Avaliação de Bens	34
5.3. Reembolso	41
5.4. Reorganização Societária	43
5.5. Aquisição do Controle Sociedade Mercantil	53
Capítulo 6 – A Responsabilidade dos Avaliadores na Elaboração do Laudo	55
6.1. Responsabilidade Civil	55
6.2. Responsabilidade Criminal	66
6.3. Responsabilidade Administrativa	71
Capítulo 7 – A Governança Corporativa e o Laudo de Avaliação: A Carta Diretriz nº 3 do IBGC ..	75
Conclusões	77
Bibliografia	78

Introdução

“O laudo é o instrumento mais importante de uma operação societária, pois ele pressupõe o conceito de justiça”. (Edson Garcia, presidente da Associação de Investidores no Mercado de Capitais – AMEC)¹.

Os fenômenos da crescente dispersão acionária, sofisticação das relações societárias, e popularização do mercado de capitais contribuíram de forma decisiva à configuração do atual contexto societário, em que os mecanismos de tutela dos acionistas minoritários estão constantemente postos em cheque. Um desses mecanismos é o laudo de avaliação.

O laudo de avaliação é previsto em diversos dispositivos da Lei das S.A.², assim como nas normas regulamentares aplicáveis ao mercado de capitais, expedidas pela Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) no exercício dos poderes que lhe confere a Lei nº 6.385/1976.

Com efeito, o laudo será obrigatório (i) na fixação do preço justo na hipótese de oferta pública de aquisição (“OPA”) obrigatória para o cancelamento do registro de companhia aberta ou em decorrência do aumento de participação acionária do acionista controlador (artigo 4º, parágrafos 4º e 6º da Lei das S.A. e Instrução CVM nº 361/2002³); (ii) na determinação do valor dos bens utilizados na integralização do capital das sociedades anônimas (artigos 8º e 251 da Lei das S.A.); (iii) na fixação do valor de reembolso a ser pago aos acionistas, quando a lei facultar que eles se retirem da sociedade (artigo 45 da Lei das S.A.); (iv) para estipular o valor do bem a ser utilizado no pagamento de debêntures, quando esta possibilidade estiver assegurada na escritura de emissão e assim desejar o debenturista (artigo 54, § 2º, da Lei das S.A.); (v) na aferição do valor das ações de sociedades envolvidas em operações de societárias de incorporação de ações e sociedade, fusão e cisão (artigos 227, 228, 229, 252 e 264 da Lei das S.A. e Instrução CVM nº

¹ Laudo é alvo de disputa em todo mundo. *Valor Econômico*, Rio de Janeiro, 29 jan. 2011.

² Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1975.

³ Instrução CVM nº 361, de 05 de maio de 2002.

319/1999⁴) e (vii) para fundamentar o preço de aquisição do controle de outra sociedade mercantil (artigo 256 da Lei das S.A.).

Ademais, a Lei das S.A. determina que a proposta de aumento de capital da companhia mediante a subscrição de novas ações esclarecer qual critério será utilizado para determinação do preço de emissão das novas ações, justificando pormenorizadamente os aspectos econômicos que determinaram a sua escolha (artigo 170, § 7º da Lei das S.A.). Pode o laudo de avaliação ser utilizado para este propósito.

Vale mencionar, o laudo de avaliação é comumente utilizado pelas companhias como fundamento para tomada de decisões ou realização operações, mesmo em situações em que a lei societária não o exige.

Atualmente, os laudos têm sido objeto de discussões em todo o mundo. Um dos principais temas dessas disputas é o subjetivismo do avaliador ao qual se submetem os laudos, questão que se soma ao fato de as informações que lastreiam a elaboração do laudo serem fornecidas pela administração da companhia, que via de regra está envolvida na operação.

No âmbito do mercado de capitais brasileiro, temos assistido grandes polêmicas em torno do laudo, nas quais estão envolvidas algumas de nossas maiores companhias. A mais atual diz respeito à desistência do Citigroup em relação a sua contratação para elaboração do laudo de avaliação na reestruturação acionária do Grupo Oi.

O Citigroup havia sido contratado para elaborar o laudo de avaliação que fixaria o valor do reembolso dos acionistas da Telemar Norte que viessem a exercer seu direito de retirada. Especula-se que antes de desistir da contratação, o avaliador já teria elaborado o laudo e nele inserido em seu corpo uma declaração de que não poderia responder pelo artigo 8º da Lei das S.A., o qual estabelece que os avaliadores responderão perante a companhia, os acionistas e terceiros,

⁴ Instrução CVM nº 319, de 03 de dezembro de 1999.

pelos danos que lhes causarem por culpa ou dolo na avaliação dos bens, sem prejuízo da responsabilidade penal em que tenham incorrido (§6º)⁵.

No desenvolver deste trabalho, almeja-se que sejam criados alicerces que permitam uma análise fundamentada de situações como essas; que fomentem uma reflexão mais crítica sobre as razões que levaram o Citigroup a concluir que o laudo de avaliação por ele elaborado conteria tamanho risco jurídico que o fizesse rescindir o contrato com a companhia avaliada.

A propósito, ressalte-se que o laudo de avaliação exerce um papel fundamental na promoção da equidade nas operações societárias, e também na tutela dos credores das companhias. Com efeito, para que cumpra sua função, o laudo deve ser elaborado de forma transparente, por avaliadores que estejam investidos de imparcialidade, competência técnica e independência.

Haja vista polêmicas como esta do Citigroup, a CVM vem disciplinando o laudo de avaliação de forma mais consistente. Um exemplo é a alteração da Instrução CVM nº 361/2002⁶ por meio da Instrução CVM nº 487/2010. Referida alteração tornou obrigatório que o avaliador declare que analisou a consistência, coerência e razoabilidade das informações utilizadas na confecção do laudo de avaliação. Ademais, proibiu que os avaliadores utilizem informações que considerem inconsistentes⁷.

As entidades que atuam no mercado de capitais têm participado de forma mais ativa das discussões acerca do laudo de avaliação. Nesse sentido, o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa ("IBGC") editou a Carta Diretriz nº 3, sobre os laudos de avaliação, que publicada no

⁵ YOKOI, Yuki. Longe de problemas. *Capital Aberto*. Rio de Janeiro, p. 60, nov. 2011.

⁶ A Instrução CVM nº 361/2002 regula o procedimento aplicável às ofertas públicas de aquisição de ações de companhia aberta, o registro das ofertas públicas de aquisição de ações para cancelamento de registro de companhia aberta, por aumento de participação de acionista controlador, por alienação de controle de companhia aberta, para aquisição de controle de companhia aberta quando envolver permuta por valores mobiliários.

⁷ Anteriormente a tal alteração, o avaliador estava obrigado a verificar somente as informações que julgasse inconsistentes. CVM nº 487/2010.

segundo semestre de 2011. Por meio deste documento, a entidade recomenda as melhores práticas de governança corporativa a serem adotadas pelos avaliadores e companhias em relação aos laudos.

Em entrevista ao jornal Valor Econômico sobre as disputas que envolvem o laudo de avaliação, Nelson Eizirik afirmou que esta *“é uma daquelas coisas da vida que não têm solução perfeita. O que a gente pode fazer é trabalhar para melhorar sempre”*⁸.

Será a partir dessa premissa que desenvolveremos o presente trabalho: inexistente a pretensão de solucionar ou mencionar todas as questões que envolvam o laudo de avaliação; almeja-se aclarar da melhor forma possível os principais institutos jurídicos que envolvem sua disciplina no atual regime societário das sociedades anônimas. Contribuindo para a discussão do tema, serão analisados: (i) o procedimento de avaliação; (ii) o conflito de interesses no laudo de avaliação (iii) os critérios de avaliação usualmente utilizados nas avaliações; (iv) as operações em que o laudo é necessário ou desejável; (v) a responsabilidade dos avaliadores na elaboração do laudo; e (vi) as melhores práticas de governança corporativa no laudo de avaliação.

⁸ Laudo é alvo de disputa em todo mundo. *Valor Econômico*, Rio de Janeiro, 29 jan. 2011.

Capítulo 1

A Escolha dos Avaliadores

Com o objetivo de assegurar a realidade do capital social, os direitos dos credores e a equidade entre os acionistas, a Lei das S.A. estabelece que o laudo de avaliação deve ser elaborado por 3 (três) peritos ou por empresa especializada (artigos 8º; 45, § 3º; 264, §1º da Lei das S.A.⁹).

Os avaliadores serão nomeados pela assembleia geral de subscritores (artigo 8º da Lei das S.A.) ou de acionistas (artigos 45, § 8º; 227, §1º; 228, §1º; 229, §2º; 252, §1º; e 264, § 1º).

Na assembleia de subscritores, todas as ações terão direito de voto para a nomeação dos avaliadores e aprovação do laudo de avaliação de bens, independentemente de sua espécie ou classe. Isto *“se explica por estarmos em fase da formação do contrato de constituição da companhia, situação muito diversa de uma Assembleia Geral de Acionistas, em que atua o órgão da companhia já constituída. De resto, a regra estatutária que excluiria o direito de voto ainda não vigora”*¹⁰. Também na assembleia geral de acionistas que aprovar o valor de reembolso a ser pago aos acionistas votarão todas as ações (artigo 45. § 4º da Lei das S.A.).

⁹ “Art. 8º A avaliação dos bens será feita por **3 (três) peritos ou por empresa especializada**, nomeados em assembléia-geral dos subscritores, convocada pela imprensa e presidida por um dos fundadores, instalando-se em primeira convocação com a presença de subscritores que representem metade, pelo menos, do capital social, e em segunda convocação com qualquer número” (grifou-se).

“Art. 45. (...)”

§ 3º Se o estatuto determinar a avaliação da ação para efeito de reembolso, o valor será o determinado por **três peritos ou empresa especializada** (...)” (grifou-se).

“Art. 264. (...)”

§ 1º **A avaliação dos dois patrimônios será feita por 3 (três) peritos ou empresa especializada** e, no caso de companhias abertas, por **empresa especializada**” (grifou-se).

¹⁰ LOBO, Carlos Augusto da Silveira. “Conceito e normas gerais”. In: Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira (Coord.). *Direito das Companhias*. v. I, Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 689.

1.1. Peritos ou Empresa Especializada

Os dispositivos que disciplinam a reorganização societária, incorporação de sociedade e de ações, fusão e cisão da companhia (artigos 226, 227, 228, 229 e 252 da Lei das S.A.) não estabelecem o número de peritos que elaborarão o laudo de avaliação dos patrimônios líquidos das sociedades envolvidas, tampouco a possibilidade de o laudo ser avaliado por empresa especializada¹¹.

A esse respeito, cumpre mencionar que o artigo 8º da Lei das S.A. se aplica à avaliação nas referidas operações societárias, de modo que os peritos serão em número de 3 (três). Entretanto, não se pode olvidar que os artigos 226, 227, 228, 229 e 252 da Lei das S.A. aludem à nomeação de *peritos*, o que torna discutível a questão da elaboração do laudo de avaliação por empresa especializada¹².

Com efeito, a escolha de empresa especializada não representaria prejuízos ao procedimento avaliatório; pelo contrário, poderia eventualmente contribuir para uma avaliação mais técnica. Neste sentido, mencionou a Exposição de Motivos da Lei das S.A.¹³ que “*em muitos casos somente uma organização empresarial dispõe dos recursos e experiência necessários à avaliação de conjuntos industriais, estabelecimentos ou patrimônios*”.

Corroborando esse entendimento, a Lei nº 10.303/2001¹⁴ alterou o parágrafo 1º do artigo 264 da Lei das S.A., passando a exigir que na avaliação dos patrimônios líquidos tendo em vista a incorporação de controlada de capital aberto, o laudo somente poderá ser elaborado por empresa especializada.

¹¹ Frise-se que tal colocação não se aplica à incorporação de controladas, pois o artigo 264 da Lei das S.A. estabelece expressamente que a *avaliação dos dois patrimônios será feita por 3 (três) peritos ou empresa especializada* e, no caso de companhias abertas, *por empresa especializada*.

¹² TEIXEIRA, Egberto Lacerda; GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *Das Sociedades Anônimas no Direito Brasileiro*. v. 1, São Paulo: Ed. José Bushatsky, 1979, p. 668 e 678.

¹³ Exposição de Motivos nº 196, de 24 de junho de 1976.

¹⁴ Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001.

1.2. Requisitos: Competência Técnica, Idoneidade Moral, Isenção e Independência

Conforme menciona a Carta Diretriz nº 3 do IBGC, a escolha do avaliador é fundamental para que o laudo seja emitido sem vícios e com elevados padrões técnicos (item 4.1.).

A doutrina pátria estabelece de forma uníssona que a competência técnica e a idoneidade moral são exigências aplicáveis a todos os avaliadores¹⁵. Ademais, para que o laudo seja imparcial, é essencial que os avaliadores sejam isentos e independentes.

A CVM tem a atribuição de editar *normas gerais* sobre os requisitos de idoneidade, habilitação técnica e capacidade financeira dos que atuem no mercado de capitais (artigo 18, I, alínea “b”, da Lei nº 6.385/1976). Com base nesta prerrogativa, esta autarquia editou a Instrução CVM nº 361/2002, exigindo que os laudos tendo em vista a realização de OPAs sejam elaborados por instituição intermediária, sociedade corretora ou distribuidora de títulos e valores mobiliários ou instituição financeira com carteira de investimento que possuam área especializada e devidamente equipada e tiverem experiência comprovada, ou ainda por empresa especializada com experiência comprovada.

Note-se, a Lei das S.A. não estabelece as qualificações técnicas exigidas dos avaliadores¹⁶, tampouco a CVM, que se limitou a estabelecer quais espécies de instituições poderiam elaborar os laudos nas OPAs obrigatórias. Isto porque tal matéria deve ser tratada em normas específicas, as quais a edição incumbe aos órgãos de classe dos quais os avaliadores façam parte¹⁷.

¹⁵ Segundo José Waldecy Lucena, “os peritos e a empresa avaliadora terão que ter idoneidade e competência para se desincumbirem de seu mister (...)” (LUCENA, José Waldecy. *Das Sociedades Anônimas – Comentários à Lei (arts. 1º a 120)*. v. I, Rio de Janeiro: Renovar, 2009, p. 198). No mesmo sentido, Modesto Carvalhosa: “Os peritos deverão ser pessoas de reconhecida competência técnica e idoneidade moral”. (CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. v. 1, 6ª edição, São Paulo: Saraiva, 2011, p. 210).

¹⁶ CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. v. 1, 6ª edição, São Paulo: Saraiva, 2011, p. 210.

¹⁷ Parecer CVM/SJU nº 049/1985, no sentido de que “a especialização mínima, para um perito, obedecerá a legislação específica de sua profissão. A CVM não pode imiscuir no mérito de uma avaliação técnica e nem contestar”.

O quesito da idoneidade moral não se compatibiliza com uma definição legal em virtude do seu caráter abstrato. Dessa forma, sua verificação se dará no caso concreto, levando em conta principalmente a existência de eventuais litígios decorrentes de atividades avaliatórias realizadas anteriormente pelos avaliadores a serem contratados.

A isenção, independência e imparcialidade do laudo são quesitos que foram objeto de menção pelo IBGC na Carta Diretriz nº 3, na qual foram estabelecidas hipóteses em que o avaliador pudesse ser suspeito. Dessa maneira, esta entidade sugeriu que (i) deve ser vedada a vinculação entre o sucesso da operação e a remuneração do avaliador; (ii) deve constar da ata do conselho da administração que ratificar a escolha do avaliador os valores a serem pagos pela elaboração do laudo, bem como a existência de outros contratos; e (iii) deve ser vedado que instituição financeira ou não financeira, entidade ou pessoa física que estiver prestando assessoria, consultoria ou serviços de intermediação à companhia contratante do laudo, suas controladas e coligadas ou, mesmo, seu acionista controlador, no âmbito da operação para a qual o laudo será utilizado, atue como avaliador.

Capítulo 2

O Procedimento de Avaliação

2.1. O Procedimento Geral de Aprovação do Laudo

O artigo 8º da Lei das S.A.¹⁸ estabelece o procedimento a que se submete a elaboração e aprovação do laudo de avaliação. Este dispositivo aplica-se em caráter geral¹⁹.

O procedimento avaliatório se inicia com a assembleia geral que indicará e nomeará os 3 (três) peritos ou a empresa especializada. Esta assembleia será instalada, em primeira convocação, com a presença de subscritores que representem pelo menos a metade do capital social e, em segunda, com qualquer número.

¹⁸ “Art. 8º A avaliação dos bens será feita por 3 (três) peritos ou por empresa especializada, nomeados em assembleia-geral dos subscritores, convocada pela imprensa e presidida por um dos fundadores, instalando-se em primeira convocação com a presença de subscritores que representem metade, pelo menos, do capital social, e em segunda convocação com qualquer número.

§ 1º Os peritos ou a empresa avaliadora deverão apresentar laudo fundamentado, com a indicação dos critérios de avaliação e dos elementos de comparação adotados e instruído com os documentos relativos aos bens avaliados, e estarão presentes à assembleia que conhecer do laudo, a fim de prestarem as informações que lhes forem solicitadas.

§ 2º Se o subscritor aceitar o valor aprovado pela assembleia, os bens incorporar-se-ão ao patrimônio da companhia, competindo aos primeiros diretores cumprir as formalidades necessárias à respectiva transmissão.

§ 3º Se a assembleia não aprovar a avaliação, ou o subscritor não aceitar a avaliação aprovada, ficará sem efeito o projeto de constituição da companhia.

§ 4º Os bens não poderão ser incorporados ao patrimônio da companhia por valor acima do que lhes tiver dado o subscritor.

§ 5º Aplica-se à assembleia referida neste artigo o disposto nos §§ 1º e 2º do artigo 115.

§ 6º Os avaliadores e o subscritor responderão perante a companhia, os acionistas e terceiros, pelos danos que lhes causarem por culpa ou dolo na avaliação dos bens, sem prejuízo da responsabilidade penal em que tenham incorrido; no caso de bens em condomínio, a responsabilidade dos subscritores é solidária”

¹⁹ XAVIER, Alberto. “Incorporação de Ações: Natureza Jurídica e Regime Tributário”. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos de (Coord.). **Sociedade Anônima: 30 Anos da Lei 6.404/76**. São Paulo: Quartier Latin, 2007, p.135

Depois de nomeados, os avaliadores elaborarão um laudo de avaliação fundamentado, o qual indicará os critérios de avaliação e os elementos de comparação adotados, devendo estar instruído com os documentos relativos à avaliação.

Uma vez elaborado, o laudo será apresentado em nova assembleia geral, na qual os avaliadores deverão estar presentes para que prestem as informações que lhes forem solicitadas.

Este procedimento é muitas das vezes abreviado. Comumente a administração indica os avaliadores previamente à realização da assembleia geral. Assim, os avaliadores comparecem à assembleia de posse de um laudo de avaliação para que este órgão decida no mesmo ato a ratificação da escolha dos administradores e aprovação do laudo²⁰.

Na subscrição do capital social por meio de bens, o laudo de avaliação poderá *não* coincidir com o indicado pelo subscritor. Caso este valor seja menor, a concretização da incorporação do bem ao capital ficará condicionada à aceitação do subscritor em pagar o saldo remanescente; caso seja maior, por expressa disposição legal, o bem não poderá ser incorporado ao capital pelo valor do laudo²¹ (artigo 8º, §4º, da Lei das S.A.).

Apesar de muito improvável, pode ocorrer de a avaliação feita por 3 (três) peritos resultar em três conclusões distintas. Nessa hipótese, poderão os presentes nomear novos peritos, mas não ponderar uma média dos valores das avaliações. Cumpre à assembleia geral somente aprovar o laudo, não lhe sendo facultado avocar para si a competência avaliatória²². Vale ressaltar, caso somente 1 (um) dos laudos conclua por um valor divergente, a avaliação deverá ser considerada

²⁰ LOBO, Carlos Augusto da Silveira. "Conceito e normas gerais". In: Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira (Coord.). *Direito das Companhias*. v. I, Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 688-689.

²¹ O Colegiado da CVM já se manifestou no sentido de que o bem possa ser incorporado ao capital social por valor inferior ao indicado pelo subscritor, mas nunca superior, isto porque, conforme explicitado, o artigo 8º da Lei das S.A. "*veda expressamente a incorporação de bens por valor superior ao que o subscritor lhes tiver dado, de modo que a incorporação não me parece vinculada ao preço obtido na avaliação do bem, mas ao valor estipulado pelo subscritor, que, portanto, poderá ser inferior àquele*" (Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ09/2003, Rel. Dir. Wladimir Castelo Branco Castro, j. em 25.01.2006).

²² REQUIÃO, Rubens. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*. São Paulo: Saraiva, 1978, p. 66-77.

completa, cumprindo à assembleia deliberar a aprovação do laudo apresentado pelos demais peritos²³.

2.2. O Procedimento de Fixação do Preço na Emissão de Novas Ações

Depois de realizados 3/4 (três quartos) do capital social, a companhia poderá aumentá-lo mediante subscrição pública ou particular de ações (artigo 170 da Lei das S.A.).

O preço de emissão dessas ações será fixado considerando alternativa ou conjuntamente (i) a perspectiva de rentabilidade da companhia; (ii) o valor do patrimônio líquido da ação; e (iii) a cotação de suas ações em Bolsa de Valores ou no mercado de balcão organizado, admitido-se o ágio ou deságio em função das condições do mercado (artigo 170, § 1º).

Compete à administração da companhia esclarecer qual critério de avaliação será utilizado para fixação do preço de emissão, justificando pormenorizadamente os aspectos econômicos que determinaram a sua escolha (artigo 170, § 7º).

A propósito, o método do fluxo de caixa descontado é considerado pela doutrina majoritária²⁴ o mais apropriado para estabelecer o preço de emissão das ações²⁵. Em sentido contrário, Nelson Eizirik entende que quando se tratar de aumento de capital de uma companhia com índices razoáveis de liquidez em bolsa de valores ou no mercado de balcão organizado, a melhor opção seria adotar o critério da cotação de ações²⁶.

O §7º do artigo 170 da Lei das S.A. menciona que a justificação pormenorizada será do critério de avaliação. Contudo, tendo em vista que a descrição deste critério tem por fundamento

²³ CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. v. 1, 6ª edição, São Paulo: Saraiva, 2011, p. 212.

²⁴ ROSMAN, Luiz Alberto Colonna "Modificação do Capital Social". In: Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira (Coord.). *Direito das Companhias*. v. 2, Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 1.415.

²⁵ A respeito dos critérios de avaliação, vide Capítulo 4.

²⁶ EIZIRIK, Nelson. *Reforma das S/A e do Mercado de Capitais*. 2ª edição, Rio de Janeiro: Renovar, 1998, p. 96.

justificar o preço de emissão, não seria sistemático, tampouco lógico, pretender que a proposta fundamente os critérios sem fazer o mesmo com o preço a que se chegar com sua utilização. Tal questão já foi objeto de manifestação da CVM que, vencido o voto do Diretor Relator Pedro Oliva Marcilio de Sousa, decidiu neste sentido:

“A norma de exposição pormenorizada foi incluída na lei exatamente para assegurar que os administradores expusessem ao órgão societário encarregado da deliberação sobre o aumento de capital os detalhes relativos à fixação do preço de emissão, tendo em vista o potencial danoso, para os antigos acionistas, da errônea fixação do preço”²⁷.

A Lei das S.A. não faz menção expressa à necessidade de elaboração de laudo de avaliação para fins de justificação do critério de avaliação e do preço adotados na emissão das ações. O ex-Diretor Presidente da CVM Marcelo Fernandez Trindade teve a oportunidade de abordar tal questão quando do julgamento do pedido de tratamento sigiloso feito pela Ferrovia Centro Atlântica S.A.. Nesta ocasião, a CVM se manifestou no sentido de que qualquer documento que fundamentasse de forma satisfatória o critério de avaliação e o preço de emissão²⁸ atenderia ao artigo 170, § 1º da Lei das S.A:

“Quanto à questão da necessidade de laudo de avaliação ou estudo detalhado e o respectivo fundamento legal, a que faz referência o pedido de revisão da Companhia, tratado no item (d) do Relatório que antecede este voto, entendo que um exame sistemático da lei e da regulamentação demonstra que geralmente são explícitas as exigências de disponibilização aos acionistas de laudos e documentos de qualquer natureza, dada a natureza estratégica das informações ali usualmente contidas (v.g.: art. 88, §2º, “e”; arts. 226 e 227; art. 252, art. 256 – todos da Lei 6.404/76; arts. 2º e 3º da Instrução 319/99, entre outros). Não há, entretanto, norma específica quanto à divulgação de laudo ou estudo utilizado pela administração da companhia na fixação do preço de emissão.

²⁷ Voto do Diretor Relator Marcelo Fernandez Trindade. Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2005/5132. Dir. Rel. Marcelo Fernandez Trindade, j. em 22.08.2006.

²⁸ A análise da CVM sobre o preço de emissão se restringe aos aspectos formais de sua fixação. Tal questão foi mencionada no Parecer de Orientação da CVM nº 01/1978, não seria concebível que a CVM adentre no mérito do preço deliberado pela companhia: *“Por último, como nenhum órgão regulador do mercado de valores mobiliários deve arvorar-se em avaliador de preços de mercado, não será intenção da CVM pretender entrar no mérito do preço de emissão de ações, interferindo, deste modo, no mercado. O que a CVM exigirá, no entanto, é que o preço de emissão das novas ações seja sempre justificado, de maneira clara e precisa, por ocasião da assembléia geral que deliberar sobre a autorização do aumento de capital. Se atribuída à fixação de tal preço ao conselho de administração da companhia, a justificativa do preço deverá constar, igualmente clara e precisa, do parecer que vier a ser expedido pelo conselho”.*

Por outro lado, apesar da Lei 6.404/76 não requerer a apresentação do laudo de avaliação, exige, no §7º do art. 170 que a proposta de aumento de capital indique, dentre os critérios possíveis, aqueles adotados para a fixação do preço de emissão das ações, com justificativa pormenorizada dos aspectos econômicos que determinaram tal escolha. Isto é, de forma muito detalhada, que permita à administração ou aos acionistas (conforme a competência para deliberar o aumento de capital) atestar a legitimação econômica do preço de emissão das ações.

*Deve-se notar, ainda, **que tal dever de que fala a lei pode ser cumprido de várias maneiras, a depender inclusive do parâmetro escolhido como mais adequado para fixação do preço de emissão. Se a maneira escolhida para o cumprimento da regra for a elaboração do laudo de avaliação, ainda assim, não há disposição legal que determine sua integral divulgação. A lei é clara no sentido de que é suficiente o esclarecimento pormenorizado da proposta de aumento de capital***²⁹ (grifou-se).

²⁹ Processo CVM nº RJ 2004/3098. Rel. Dir. Wladimir Castelo Branco, j. em 25.01.2005.

Capítulo 3

O Conflito de Interesses e o Laudo

O acionista não poderá votar nas deliberações assembleares relativas ao laudo de avaliação de bens com que concorrer para a formação do capital social (artigo 115, § 1º da Lei das S.A.)³⁰. Esta vedação é uma proibição de voto, o qual, se exercido, será anulável³¹.

Vale ressaltar, isso não significa que o acionista não poderá comparecer à assembleia geral. Pelo contrário, além de lhe ser facultado estar presente, poderá também participar das discussões. A propósito, suas ações serão computadas para fins de verificação do quórum de instalação da assembleia³².

Diferentemente do que determinava a lei societária de 1940, caso todos os subscritores sejam condôminos do bem com que concorreram para a formação do capital social, ainda assim poderão aprovar o laudo, sem prejuízo da responsabilidade de que trata o § 6º do artigo 8º (artigo 115, §2º da Lei das S.A.). A Lei das S.A. considera que na subscrição do capital por meio de bens, não estão em jogo somente os interesses dos acionistas e subscritores, mas também os interesses de terceiros.

José Waldecy Lucena levanta interessante questionamento a respeito da possibilidade de arguição de suspeição dos avaliadores pelos subscritores de bens. Estando eles impedidos de

³⁰ A questão do impedimento de voto no caso em tela é de tal forma pacificada que o Parecer de Orientação CVM nº 34, de 18 de agosto de 2006, que versa sobre o 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, estabeleceu que “nesses casos, não há dúvida, seja na doutrina jurídica, seja nas decisões da CVM, de que o acionista (que integralizará o capital ou que seja administrador, conforme o caso) está previamente impedido de votar”

³¹ RIBEIRO, Renato Ventura. *Direito de Voto nas Sociedades Anônimas*. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p.265.

³² FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *Invalidade das Deliberações de Assembleia das S/A*. São Paulo: Malheiros, 1999, p. 93.

votar, Modesto Carvalhosa entende que não poderiam argüir tal suspeição; Fran Martins, por outro lado, posiciona-se no sentido de que os subscritores possuem este direito³³.

O impedimento por conflito de interesses aplica-se aos avaliadores caso não estejam investidos de imparcialidade, independência e inependência, conforme ressaltado no item “1.2.” acima. Portanto, caso o avaliador tenha celebrado outros negócios com a companhia, ou ainda, possua interesse na conclusão da operação societária, estará impedido de elaborar o laudo.

³³ LUCENA, José Waldecy. *Das Sociedades Anônimas – Comentários à Lei (arts. 1º a 120)*. v. I, Rio de Janeiro: Renovar, 2009, p. 200-201.

Capítulo 4

Os Critérios de Avaliação no Regime Societário

Os critérios de avaliação comportam diversos métodos e elementos de comparação, que, em virtude de sua amplitude, não serão esgotados neste trabalho. Com efeito, serão abarcados os principais critérios e métodos de avaliação utilizados no regime societário atual.

Os principais critérios de avaliação utilizados no cotidiano das sociedades anônimas são (i) a avaliação a valor contábil; (ii) a avaliação a valor contábil ajustado a “preços de mercado”; (iii) a avaliação a valor de cotação das ações; e (iv) a avaliação a valor econômico³⁴.

4.1. Avaliação a Valor Contábil (Patrimonial)

A avaliação a valor contábil consiste na mensuração do patrimônio líquido dos ativos e/ou passivos de acordo com as normas e práticas contábeis vigentes. A partir desse critério, se afere o valor do patrimônio líquido da companhia.

O patrimônio líquido pode ser conceituado como *“a diferença entre o valor dos ativos e dos passivos e resultado de exercícios futuros”*³⁵, desse modo, *“aos bens e direitos da sociedade, excluídas as obrigações”*³⁶

O patrimônio líquido é demonstrado no balanço patrimonial da companhia, documento integrante das demonstrações financeiras. Por esta razão, uma avaliação que leve em consideração exclusivamente o valor patrimonial contábil da companhia, dispensará a elaboração do laudo de

³⁴ A respeito das normas aplicáveis à avaliação por auditores independentes, vide a Norma e Procedimentos de Auditoria – NPA do Instituto dos Auditores Independentes do Brasil - IBRACON nº 14, de 24 de setembro de 2007.

³⁵ IUDÍCIBUS, Sérgio de et al.. **Manual de Contabilidade das Sociedades por Ações**. 7ª edição, São Paulo: Atlas, 2010. p. 312.

³⁶ NERY, Sandra de Medeiros. “Preço de emissão das Ações no Aumento de Capital da Companhia: Art. 170 da Lei das Sociedades por Ações (alterações introduzidas pela Lei 9.457/97)” “. In: **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, v.115, julho-setembro, 1999, p. 230.

avaliação propriamente dito, posto que este valor estará disposto nos livros contábeis³⁷, excetuadas as hipóteses em que a lei assim determinar, como é o caso da avaliação do patrimônio de companhias envolvidas em operações de reorganização societária (Item “5.4.”).

Cumprе mencionar a importante inovação havida nos últimos anos em matéria de avaliação contábil. Com o objetivo de harmonizar as demonstrações financeiras publicadas pelas companhias ao redor do mundo, a comunidade internacional idealizou o *International Accounting Standards Board* – IASB, órgão independente responsável por publicar os pronunciamentos contábeis internacionais.

O IASB edita pronunciamentos que, conhecidos por *International Financial Reporting Standards* – IFRS, constituem um arcabouço normativo contábil de adesão voluntária pelos países. As referidas normas de contabilidade foram incorporadas à legislação brasileira por meio das Leis nº 11.638/2007 e nº 11.941/2009, que operaram uma profunda mudança no sistema contábil.

A partir destas alterações legislativas, o Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC), criado pela Resolução do Conselho Federal de Contabilidade CFC nº 1.055/2005, passou a analisar e emitir Pronunciamentos Técnicos Contábeis baseados nos IFRS. Quando da aprovação destes Pronunciamentos pelos órgãos competentes, estes passam a ter o status de *norma jurídica*. No âmbito do mercado de capitais, a CVM, com base nas prerrogativas que lhe asseguram os artigos 177, § 3º e 184-A da Lei das S.A., pode atribuir-lhes tal natureza.

Atualmente, existem aproximadamente 40 (quarenta) dos referidos Pronunciamentos em vigor.

³⁷ XAVIER, Alberto. “Incorporação de Ações: Natureza Jurídica e Regime Tributário”. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos de (Coord.). **Sociedade Anônima: 30 Anos da Lei 6.404/76**. São Paulo: Quartier Latin, 2007, p.135.

4.2. Avaliação a Valor Contábil Ajustado a “Preços de Mercado”

Comumente denominada “avaliação do patrimônio líquido a preço de mercado”, a avaliação a valor contábil ajustado a “preços de mercado” é a avaliação resultante da utilização dos métodos do critério contábil, ajustando-se o valor para mais ou para menos, de acordo com premissas estabelecidas com o propósito de determinar os valores de mercado dos ativos e dos passivos.

Seguindo esse critério, os bens da empresa serão avaliados separadamente a valor de mercado, ignorando-se a mais valia decorrente dos fatores intangíveis, tais quais as sinergias o peso da marca no mercado, etc., o que constitui o que denomina-se “goodwill”. A Diretora Presidente da CVM teve a oportunidade de aclarar tal questão por ocasião do julgamento do Processo Administrativo Sancionador nº 25/03:

*“O laudo de PL a mercado **não é capaz de refletir o valor de uma empresa**, dadas as limitações de sua metodologia.*

*Por ser previsto para avaliar os itens do patrimônio da companhia um a um, separadamente, ao preço provável de realização de venda ordenada no mercado, **esse método não apreende o valor do negócio em marcha. Ele não teria como refletir o valor do conjunto de fatores sendo geridos e em andamento, pois, no mínimo, não abrange a avaliação do goodwill da companhia objeto**”³⁸.* (grifou-se).

4.3. Avaliação a Valor de Cotação das Ações

A avaliação a valor de cotação das ações é aquela em que se mensura o valor da companhia por meio do preço com que suas ações são negociadas em bolsa de valores mobiliários ou em mercado de balcão organizado. Por meio deste critério de avaliação, se considera o preço de mercado das ações. Esse critério é aplicável somente às companhias de capital aberto³⁹.

³⁸ Processo Administrativo Sancionador nº 25/03, Rel. Dir. Eli Loria, j. em 25.03.2008.

³⁹ CAMPIGLIA, Américo Oswaldo. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*. v. 5, São Paulo: Saraiva, 1978, p. 301.

Modesto Carvalhosa ressalta que este critério representa uma brecha a fraudes na definição do preço de emissão de novas ações no aumento de capital (artigo 170, § 1º da Lei das S.A.), pois a lei societária não estabeleceu o período a ser considerado para a definição do valor de cotação. Desse modo, sugerindo que se aplique o termo de 60 (sessenta) dias, defende que cumpre à CVM regulamentar esta questão⁴⁰.

4.4. Avaliação a Valor Econômico

A avaliação a valor econômico pode ser realizada por meio de diferentes métodos. Os dois principais usualmente adotados são: (i) o método do *fluxo de caixa descontado* (*discounted cash flow – DCF*), em que o valor econômico é mensurado com base em projeções e pela análise dos resultados futuros ajustados a valor presente, de acordo com premissas e cenários econômicos estabelecidos pelos avaliadores; e (ii) o método da *comparação por múltiplos*, que consiste na comparação de dados de companhias com as mesmas características e que atuem no mesmo setor e mercado da companhia avaliada.

A maior diferença entre os critérios de avaliação a valor econômico e a valor do patrimônio líquido a preço de mercado é a consideração do “goodwill”, a mais valia decorrente, por exemplo, da forma como a organização desses bens pode gerar lucro. A esse respeito, mencionou Eliseu Martins:

*“Quando se avalia um conjunto de ativos a **valor econômico**, dentro dele estarão inseridos todos os efeitos dos fatores intangíveis (sinergia, nome, tecnologia etc.) que têm que ser eliminados quando se utiliza como base o **patrimônio líquido a preço de mercado**”.* (grifou-se)⁴¹

A maioria dos autores entende que o critério de avaliação a valor econômico calculado pelo método do fluxo de caixa descontado é o melhor critério para se avaliar uma empresa em funcionamento, uma vez que considera-se o capital financeiro a partir da renda que ele gerará em

⁴⁰ CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. v. 3, 5ª edição, São Paulo: Saraiva, 2011, p. 630.

⁴¹ Manifestação de Eliseu Martins na condição de parecerista no âmbito do Processo CVM nº RJ2007/14245, j. em 17.12.2007.

momento futuro. Contudo, há de ressaltar que este método contempla um acentuado grau de subjetivismo. Neste Sentido, esclarece Luiz Alberto Colonna Rosman⁴²:

“Embora o critério do valor presente (descontado) do fluxo de caixa no futuro seja, conceitualmente, o melhor para determinar o valor das ações, sua aplicação baseia-se em projeções ou estimativas sobre o comportamento da economia nacional em que está situada a empresa, os mercados dos seus produtos, os preços a serem praticados e os custos de produção e venda, cuja produção implica, necessariamente, importante e variável grau de subjetivismo, que é tanto maior quanto o prazo adotado (em regra de 10, 15 ou 20 anos)”.

Apesar de não ser tão consistente quanto o método do fluxo de caixa descontado, o método da comparação por múltiplos é adotado geralmente em virtude da sua simplicidade, eis que utiliza índices já estabelecidos no mercado, cumprindo ao avaliador a tarefa de compará-los⁴³.

Vale mencionar, ao tratar das OPAs, a Instrução CVM nº 361/2002 estabelece diretrizes a serem seguidas quanto aos métodos do fluxo de caixa descontado quanto pelo da comparação de múltiplos:

“Valor Econômico pela Regra do Fluxo de Caixa Descontado

XIV – Para o cálculo do valor econômico pelo critério do fluxo de caixa descontado, deve ser observado o seguinte:

- a) o laudo de avaliação deverá contemplar as fontes, os fundamentos, as justificativas das informações e dos dados apresentados, indicação das equações utilizadas para o cálculo do custo do capital, bem como as planilhas de cálculo e projeções utilizadas na avaliação por valor econômico, com destaque para as principais premissas utilizadas e justificativa para cada uma delas;*
- b) deverão ser explicitadas as premissas e a metodologia de cálculo para a fixação da taxa de desconto utilizada, de acordo com os critérios usualmente adotados na teoria de finanças;*
- c) deverão ser considerados os ajustes feitos por outros ativos e passivos não capturados pelo fluxo de caixa operacional, incluindo dívida financeira, contingências, posição de caixa, ativos e passivos não operacionais, entre outros, cujos valores deverão ser fundamentados;*
- d) deverão ser indicados os pressupostos para a determinação do valor residual, calculado através do método da Perpetuidade do Fluxo de Caixa, por múltiplos ou por outro critério de avaliação, sempre se considerando o prazo de duração das companhias, estabelecido em seus Estatutos Sociais, e, na hipótese de empresas concessionárias de serviços públicos, o prazo estabelecido no respectivo contrato de concessão;*

⁴² ROSMAN, Luiz Alberto Colonna “Modificação do Capital Social”. In: Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira (Coord.). *Direito das Companhias*. v. 2, Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 1.415-1.416.

⁴³ ALMEIDA, José Ricardo de. “Avaliação e Decisões de Investimento”. In: SADDI, Jairo (Coord.). *Fusões e Aquisições: Aspectos Jurídicos e Econômicos*. São Paulo: IOB, 2002, p. 65.

e) deverá ser informado se a Demonstração dos Fluxos de Caixa e as taxas de desconto foram apresentadas em valores nominais ou reais; e

f) deverá ser informada a unidade monetária de todos os valores lançados.

(...)

Valor Econômico pelo Critério dos Múltiplos

XIX – Para o cálculo do valor econômico pela regra dos Múltiplos, devem ser seguidas as etapas mostradas a seguir:

a) indicar os múltiplos de mercado utilizados, os critérios e as fontes para a comparação, justificando a metodologia utilizada e apresentando as planilhas de cálculo;

b) sempre que possível, apresentar operações similares no mercado de empresas do mesmo segmento (múltiplos de transações comparáveis), citando fontes, dados e datas das transações comparáveis, além dos critérios que demonstrem a pertinência da comparação; e

c) apresentar o valor médio e a mediana dos valores resultantes da amostra utilizada de múltiplos de mercado e de transações comparáveis, fazendo-se os ajustes necessários para calculá-los, quando for o caso”(grifou-se).

Capítulo 5

O Laudo de Avaliação no Quotidiano das Companhias

Seja em situações em que os administradores ou acionistas o contratam voluntariamente para servirem de fundamento às suas decisões, seja nos casos em que a lei os exige, o laudo de avaliação é instrumento indispensável ao funcionamento de uma sociedade anônima.

De acordo com o regime societário vigente, o laudo será obrigatório (i) na fixação do preço justo na hipótese de oferta pública de aquisição (“OPA”) obrigatória para o cancelamento do registro de companhia aberta ou em decorrência do aumento de participação acionária do acionista controlador (artigo 4º, parágrafos 4º e 6º da Lei das S.A. e Instrução CVM nº 361/2002); (ii) na determinação do valor dos bens utilizados na integralização do capital das sociedades anônimas (artigos 8º e 251 da Lei das S.A.); (iii) na fixação do valor de reembolso a ser pago aos acionistas, quando a lei facultar que eles se retirem da sociedade (artigo 45 da Lei das S.A.); (iv) para estipular o valor do bem a ser utilizado no pagamento de debêntures, quando esta possibilidade estiver assegurada na escritura de emissão e assim desejar o debenturista (artigo 54, § 2º, da Lei das S.A.); (v) na aferição do valor das ações de sociedades envolvidas em operações de societárias de incorporação de ações e sociedade, fusão e cisão (artigos 227, 228, 229, 252 e 264 da Lei das S.A. e Instrução CVM nº 319/1999) e (vii) para fundamentar o preço de aquisição do controle de outra sociedade mercantil (artigo 256 da Lei das S.A.).

5.1. O Laudo nas Ofertas Públicas de Aquisição

A Lei das S.A. abarca três hipóteses em que as OPAs serão obrigatórias: (i) para cancelamento do registro de companhia aberta (artigo 4º, § 4º, da Lei das S.A.); (ii) em decorrência do aumento de participação acionária controlador (artigo 4º, § 6º, da Lei das S.A.); e (iii) pela alienação de controle de companhia aberta (artigo 254-A da Lei das S.A.).

A Instrução CVM nº 361/2002, que disciplina as ofertas públicas de aquisição de ações de companhia aberta, o registro das ofertas públicas de aquisição de ações para cancelamento de registro de companhia aberta, por aumento de participação de acionista controlador, por alienação de controle de companhia aberta, para aquisição de controle de companhia aberta quando envolver permuta por valores mobiliários, e de permuta por valores mobiliários.

Segundo a Instrução CVM nº 361/2002, à exceção da OPA por alienação de controle, o laudo de avaliação da companhia objeto será obrigatório sempre que a OPA for formulada pela própria companhia, pelo acionista controlador ou por pessoa a ele vinculada, ou ainda, por administrador ou pessoa a ele vinculada.

5.1.1. O “Preço Justo”

O preço a ser ofertado nas OPAs Obrigatórias, salvo o caso da OPA por alienação de controle, deve ser “justo”⁴⁴, ao menos igual ao valor da avaliação da companhia, apurado com base nos critérios – adotados de forma isolada ou combinada – (i) do patrimônio líquido contábil; (ii) do patrimônio líquido avaliado a preço de mercado; (iii) de fluxo de caixa descontado; (iv) de comparação por múltiplos; (v) de cotação das ações no mercado de valores mobiliários; ou (vi) com base em outro critério aceito pela CVM⁴⁵.

Com efeito, o “preço justo” será aquele que refletir o valor real e efetivo da companhia e das ações de sua emissão⁴⁶. Neste sentido, cabe ao avaliador identificar qual dos referidos critérios é mais apropriado ao caso concreto. A propósito, a CVM já se manifestou diversas vezes no sentido de que não cabe ao ofertante a determinação do critério:

⁴⁴ A expressão “preço justo”, mencionada no artigo 4º da Lei das S.A., foi alvo de críticas da doutrina, dado o caráter subjetivo desta expressão. CARVALHOSA, Modesto e EIZIRIK, Nelson. *A Nova Lei das S/A*. São Paulo: Saraiva, 2002, p.50; LUCENA, José Waldecy. *Das Sociedades Anônimas – Comentários à Lei (arts. 1º a 120)*. v. I, Rio de Janeiro: Renovar, 2009, p. 120; BORBA, José Edwaldo Tavares. *Direito Societário*. 10ª edição, Rio de Janeiro: Renovar, 2007, p. 167.

⁴⁵ A respeito dos critérios de avaliação, vide Capítulo 4.

⁴⁶ EIZIRIK, Nelson. *Temas de Direito Societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, p. 222.

*“**competete ao avaliador e não à ofertante, a indicação do melhor critério de avaliação para a sua aferição, nos termos do art. 8º da Instrução 361. Neste sentido já se manifestou a CVM pelo indeferimento da dispensa de laudo em ofertas similares anteriores, como nos seguintes casos de OPA para cancelamento de registro de companhia aberta:***

- i. *Companhia Cimento Portland Itaú – Processo CVM nº RJ-2003-6134;*
- ii. *Plascar Participações Industriais S.A. – Processo CVM nº RJ-2006-3881; e Empresa Energética de Sergipe S.A. – Processo CVM RJ-2006-5046” (grifou-se)⁴⁷.*

Cabe aos acionistas minoritários realizarem o juízo sobre a justeza do preço ofertado mediante o poder de revisão do preço proposto⁴⁸. Neste sentido, o artigo 4º-A da Lei das S.A. determina que os titulares de pelo menos 10% (dez por cento) das ações em circulação no mercado poderão requerer que os administradores da companhia convoquem uma assembleia especial dos acionistas titulares de ações em circulação no mercado para deliberar sobre a realização de nova avaliação, que poderá utilizar o mesmo critério da primeira avaliação.

Vale mencionar, Modesto Carvalhosa e Nelson Eizirik defendem não ser cabível que a CVM exerça juízo a respeito de qual critério seria o mais justo, isto porque compete exclusivamente aos acionistas o questionarem⁴⁹. A própria autarquia já se manifestou que lhe compete exclusivamente a análise formal da determinação do preço:

“A CVM não examina nem muito menos declara a justiça do preço, mas apenas verifica se as formalidades e a justificação necessárias foram cumpridas. Assim, por exemplo, a CVM examina o laudo de avaliação do ponto de vista de seu conteúdo formal; exige a divulgação de laudo de valor econômico (aliás, normalmente considerado o mais “justo”, e freqüentemente calculado com base em múltiplos de EBITDA); verifica se a declaração de que um critério é justo contém as razões pelas quais outros critérios não o seriam (...)

*Mesmo quando exista referência estatutária a tratamento igualitário, ou equitativo (...), **a CVM deve se limitar a uma análise formal quanto à demonstração justificada do cálculo do preço, salvo, insista-se, quando tiver elementos que desde logo revelem — isto é, demonstrem, comprovem***

⁴⁷ Processo CVM nº RJ2006/8591, j. em 26.02.2007.

⁴⁸ CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. v. 1, 6ª edição, São Paulo: Saraiva, 2011, p. 172.

⁴⁹ CARVALHOSA, Modesto e EIZIRIK, Nelson. *A Nova Lei das S/A*. São Paulo: Saraiva, 2002, p.51.

— *que além do preço declarado existe outro, que se quis, mas não se conseguiu, ocultar*” (grifou-se)⁵⁰.

*“o laudo de avaliação deve considerar todos os eventos relevantes ocorridos nos negócios da Companhia até a data de sua elaboração, uma vez que, nos termos do Anexo III, item I, da Instrução 361/02, as informações do laudo devem ser completas, precisas, atuais, claras e objetivas. (...) o item II do referido Anexo é claro ao estabelecer o laudo de avaliação da companhia objeto refletirá a opinião do avaliador quanto ao valor ou intervalo de valor razoável para o objeto da oferta na data de sua elaboração. (...) tal entendimento **não representa uma intromissão da CVM na avaliação do preço justo das ações**, uma vez que, ao considerar os eventos relevantes posteriores à data-base, o avaliador pode concluir que tais fatos não alteram o valor da avaliação já estabelecido. Por todas essas razões, o Relator votou pelo deferimento do recurso e a conseqüente revogação da decisão da SRE que deferiu o registro da OPA” (grifou-se)*⁵¹.

A CVM pode dispensar a apresentação do laudo de avaliação em situações específicas (artigo 34 da Instrução CVM nº 361/2002). Uma das hipóteses é quando as partes estabelecem o preço de comum acordo, desde que dotadas de independência⁵². A jurisprudência da CVM entende que *“a negociação entre partes independentes deve ser aceita como indicadora de preço justo, e chegou até a autorizar a dispensa de apresentação de laudo de avaliação com base nessas negociações”*⁵³.

Ademais, a referida autarquia vem dispensando a apresentação do laudo de avaliação também quando o preço justo possa ser aferido pelos acionistas de outras formas que não por meio do laudo de avaliação⁵⁴.

⁵⁰ Voto do Diretor Marcelo Trindade no Processo Administrativo CVM nº RJ2007/1996, Rel. Dir. Maria Helena Santana, j. em 21.03.2007.

⁵¹ Processo Administrativo CVM nº RJ2010/14197, Rel. Dir. Eli Loria, j. em 26.10.2010.

⁵² Processo Administrativo CVM nº RJ-2005-0225, Rel. Dir. Norma Jonssen Parente, j. 19.04.2005; Processo CVM nº RJ2005/7473, j. 06.12.2005; e Processo Administrativo nº RJ2010-8551. Rel. Dir. Luciana Dias, j. em 26/04/2011.

⁵³ Processo Administrativo CVM nº RJ2007/3296. Rel. Dir. Maria Helena Santana, j. em 31.10.2007.

⁵⁴ Processo Administrativo CVM nº RJ2010/8551 Rel. Dir. Luciana Dias, j. em 26/04/2011; Processo Administrativo CVM nº RJ2003/12825. Rel. Dir. Norma Jonssen Parente, j. 21.01.2004; e Processo CVM RJ2003/7909, j. em 28.10.2003.

5.1.2. O Laudo e o *Tag Along* na Alienação de Controle

O chamado *Tag Along* resulta em que a alienação direta ou indireta do controle de companhia aberta somente poderá ser contratada sob a condição, suspensiva ou resolutiva, de que o adquirente se obrigue a fazer oferta pública de aquisição das ações com direito a voto de propriedade dos demais acionistas da companhia, de modo a lhes assegurar o preço mínimo igual a 80% (oitenta por cento) do valor pago por ação com direito a voto, integrantes do bloco de controle (artigo 254-A da Lei das S.A.).

Caso entenda ser necessário, CVM pode determinar a apresentação de laudo de avaliação da companhia objeto da OPA por alienação de controle para o fim de determinar o valor a ser pago aos minoritários em virtude do *Tag Along* (artigo 29, §6º, da Instrução CVM nº 361/2002).

Nessa hipótese, o laudo de avaliação não aferirá o “preço justo”, como ocorre nas demais OPAs obrigatórias. Seu propósito será determinar qual valor equivale a 80% (oitenta por cento) do preço pago a cada ação com direito a voto integrante do bloco de controle. A CVM já se pronunciou diversas vezes nesse sentido:

“Por ser esta OPA por alienação do controle, o laudo de avaliação é documento exigido apenas para comparação e não para a verificação dos critérios que basearam o preço escolhido pela Ofertante, nem para apontar e lastrear um preço “justo”. Quando, porém, o custo para a elaboração do laudo de avaliação da Companhia tem alta proporção em relação ao montante da OPA, a CVM tem dispensado sua elaboração, como no caso da Companhia Brasileira de Distribuição. No caso em específico, o valor total da OPA é irrisório e laudo de avaliação teria custo muito superior ao valor da OPA.

Estes argumentos têm sido reiteradamente acolhidos pela CVM, como ocorreu no Processo RJ 2008/6891 (...). No mesmo sentido, o voto do Diretor Pedro Oliva Marcilio de Sousa no Processo RJ 2006/4035”⁵⁵.

“O laudo de avaliação é importante mesmo em OPA por alienação de controle — na qual o preço mínimo é definido pela lei, não havendo que se apurar o preço justo de que trata o § 4º do art. 4º da Lei 6.404/76 —, uma vez que permite aos acionistas destinatários da OPA uma melhor informação sobre a companhia, favorecendo uma decisão fundamentada quanto à sua aceitação”⁵⁶.

⁵⁵ Processo CVM nº RJ2009/6790, j. em 08.12.2009.

⁵⁶ Voto do Diretor-Relator no Processo CVM nº RJ2004/5417. Rel. Dir.Sergio Werguelin. J. em 04.01.2005.

“O laudo de avaliação, a meu ver, é importante mesmo em OPA por alienação de controle — na qual o preço mínimo é definido pela lei, não havendo que se apurar o ‘preço justo’ de que trata o art.4º, §4º, da Lei Societária —, uma vez que permite aos acionistas destinatários da OPA uma melhor informação sobre a companhia, favorecendo uma decisão fundamentada quanto à sua aceitação. (...) a ausência de liquidez destas ações é fator que torna ainda mais importante a apresentação de laudo aos destinatários da oferta, posto que o único valor disponível aos acionistas, hoje, seria o patrimonial, com suas intrínsecas limitações enquanto método de avaliação. (...) a CVM tão somente autorizou a substituição do laudo de avaliação exigido no art.8º da Instrução nº 361/02 por documento equivalente (v.g., Processos CVM nº RJ2004-5417 e nº RJ2002-6763), de forma que os destinatários de tais OPAs não se viram privados de dados financeiros essenciais para um consciente julgamento sobre aquelas ofertas”⁵⁷.

Portanto, os laudos de avaliação exercem a importante função de informar o valor a ser pago pelo adquirente do controle acionário àqueles acionistas que tiverem o direito ao *Tag Along*. Com base neste valor, os acionistas minoritários poderão decidir se exercerão o direito de vender suas ações. Esta constitui o que se denomina *função informativa* do laudo, já ressaltada em julgados da CVM:

*“Nas ofertas públicas do art. 254-A, o laudo de avaliação tem, em princípio, **uma função meramente informativa**. Nestas ofertas, o preço de compra é determinado por lei, a saber, 80% do valor pago aos controladores. **A função do laudo, nesse contexto, é apenas fornecer elementos adicionais para que os acionistas possam decidir se vendem ou não sua participação (...)***

Nas operações em que o controle de companhia aberta é alienado indiretamente, o laudo também pode auxiliar a CVM a determinar se o preço da oferta obedece ao disposto no art. 254-A.

Nas ofertas por alienação direta, a determinação do preço é relativamente fácil. Na maioria dos casos, basta obter cópia do contrato de compra e venda celebrado entre o adquirente e o alienante, calcular o preço pago ao alienante por ação que integra o bloco de controle e aplicar o percentual de 80% previsto na lei. Tem-se assim o preço da oferta.

Nas alienações indiretas, a situação é mais difícil. Muitas vezes, a companhia aberta não é o único ativo da sociedade cujo controle direto foi alienado. Quando isso ocorre, torna-se necessário determinar qual parcela do preço corresponde à companhia aberta para, só então, aplicar o percentual de 80%. Normalmente, essa tarefa envolve um trabalho complexo, em que vários elementos devem ser levados em consideração” (grifou-se)⁵⁸.

“Ressalte-se que há precedente para a dispensa de elaboração de laudo em casos de OPA por alienação de controle de companhia aberta (Processo CVM nº RJ-2006-4035), em que não há

⁵⁷ Processo CVM nº RJ2004/5417. Rel. Dir.Sergio Werguelin. J. em 04.01.2005.

⁵⁸ Processo Administrativo CVM nº RJ2007/11573, j. em 04.10.2007, Rel. Dir. Marcos Barbosa Pinto.

obrigatoriedade legal de se formular a oferta com base em critério mais adequado à determinação do preço justo da companhia”⁵⁹.

O adquirente do controle acionário poderá apresentar à CVM a demonstração justificada da forma de cálculo do preço devido por força do *Tag Along*⁶⁰, situação na qual será facultado à CVM dispensar a apresentação do laudo de avaliação:

“Preço da oferta em alienações indiretas de controle

Em ofertas decorrentes de alienação indireta de controle, que existem no Brasil, como regra, por força do art. 254-A da Lei 6.404/76 ("Lei das S.A."), e no caso concreto incide por força do estatuto da companhia, o ofertante, o intermediário, o mercado e a CVM se vêem obrigados a enfrentar a delicada questão da apuração da parcela do preço pago pelas ações da controladora que corresponde às ações da companhia cujo controle foi indiretamente alienado.

Demonstração justificada do preço

*Por conta disso, a Instrução CVM 361/02, em seu art. 29, § 6º, estabeleceu, em tais casos, a obrigação do ofertante de "submeter à CVM, juntamente com o pedido de registro, a **demonstração justificada** forma de cálculo do preço devido por força do art. 254-A da Lei 6.404/76, correspondente à alienação do controle da companhia objeto" (grifou-se).*

Regra geral: prevalência do preço contratado

Como regra geral, deve prevalecer o entendimento de que a demonstração a que se refere a Instrução será considerada justificada se estiver baseada em documento que revele o preço que tenha sido contratualmente estabelecido entre comprador e vendedor, como correspondente às ações da controladora indireta, o qual deve ser respeitado, adotando-se tal valor como preço da oferta pelas ações da companhia controladora indiretamente. Essa é a mesma regra geral que incide quanto ao preço da aquisição nos casos de alienação direta de controle, e não existe razão para não respeitar a vontade das partes na alienação indireta, como na direta se respeita.

Parcelas de preço ocultas

Tanto em aquisições diretas quanto indiretas de controle essa regra geral pode, evidentemente, ser burlada por prática ilegal, ou fraudulenta, de elaboração e apresentação, pelas partes, de contrato de que conste um preço menor que o efetivo, visando a diminuir o valor da oferta subsequente. Em se tratando de alienação indireta, o vendedor normalmente seria compensado pela alocação de parte maior do preço na parcela por ele detida na controladora. Também mecanismos outros, como, por exemplo, a assunção de dívidas do vendedor, podem ser utilizados para camuflar parcela do preço, tanto em ofertas por alienação indireta como direta”⁶¹.

“O Colegiado já deliberou favoravelmente à dispensa de elaboração de laudo de avaliação em OPA por alienação de controle, em que não há obrigatoriedade legal de se formular a oferta com base

⁵⁹ Processo CVM nº RJ2006/8591, j. em 26.02.2007.

⁶⁰ Artigo 29 da Instrução CVM nº 361/2002.

⁶¹ Voto do Diretor Marcelo Trindade no Processo CVM nº RJ2007/1996, Rel. Dir. Maria Helena Santana, j. em 21.03.2007.

em critério mais adequado à determinação do preço justo da companhia objeto, como nos casos abaixo:

- i. Refinaria de Petróleos Manguinhos S.A. – Processo RJ-2009-0587 - Decisão de 14/7/2009;
- ii. Banco Nossa Caixa S.A. – Processo RJ-2009-0610 - Decisão de 30/6/2009;
- iii. Recrusul S.A. – Processo RJ-2008-6891 - Decisão de 24/3/2009;
- iv. Elektro Eletricidade e Serviço S.A. – Processo RJ-2007-4500 - Decisão de 4/9/2007;
- v. Companhia Brasileira de Distribuição (CBD) – Processo RJ-2006-4035 - Decisão de 4/9/2007.

Cabe ressaltar que os precedentes de Refinaria Manguinhos, de Recrusul e de CBD consideraram, ainda, que a elaboração de laudo de avaliação elevaria demasiadamente o valor das OPA.

Já os precedentes de Nossa Caixa e de Elektro previam a disponibilização de documentos alternativos de avaliação dessas companhias objeto, nos sites dos ofertantes, das companhias, da BM&FBovespa e da CVM, "[fornecendo] aos acionistas os elementos necessários à tomada de uma decisão refletida e independente quanto à aceitação da OPA, conforme requer o art. 4º, inciso II da Instrução 361", nos termos do Processo RJ-2007-4500.

Diferentemente dos precedentes de Refinaria Manguinhos, de Recrusul e de CBD, o custo com a elaboração de laudo de avaliação no presente caso (R\$ 276.107,72, valor mais baixo encontrado pela Ofertante, com base em outras OPA registradas na CVM) é compatível com o preço da OPA (R\$ 18.990.632,30, tendo em vista o câmbio de 14/8/2009), salvo se desconsiderarmos as ações detidas pela acionista Atlas, conforme argumentação da Ofertante na seção "IV. Transcrição das Alegações da Ofertante"⁶².

“não é sempre que o contrato discrimina esses valores e, mesmo quando o faz, não lhe podemos conferir importância nem credibilidade excessivas. Em muitos casos, os valores que constam do contrato não são objeto de uma real negociação entre o adquirente e o alienante, já que, para este último, a distribuição do preço entre os ativos indiretamente alienados pode ter pouca ou nenhuma relevância.

Em tais situações, o laudo de avaliação e também outras proxies, como o valor de mercado da companhia, podem ser utilizados com meios auxiliares na determinação do preço devido na oferta, ao lado dos instrumentos contratuais e outros documentos relativos à negociação havida entre o adquirente e o alienante do controle”⁶³.

5.2. Avaliação de Bens

O capital social é sempre representado por uma cifra em moeda corrente nacional, que salvo seu aumento ou diminuição, permanecerá inalterada por toda a vida da companhia⁶⁴. Com

⁶² Manifestação da Área Técnica no Processo Administrativo CVM nº RJ2009/6400, j. em 29.09.2009.

⁶³ Processo Administrativo CVM nº RJ2007/11573. Rel. Dir. Marcos Barbosa Pinto, j. em 04.10.2010.

⁶⁴ VALVERDE, Trajano de Miranda. *Sociedades por Ações*. v. I, 3ª edição, Rio de Janeiro: Forense, 1959, p. 92.

efeito, isso não obsta que sua formação ocorra mediante a incorporação de bens (artigo 7º da Lei das S.A.)⁶⁵.

A incorporação de bens ao capital social pode ocorrer na constituição da companhia, em futuros aumentos de capital, ou ainda, nas operações de reorganização societária – incorporação, fusão e cisão. Em todas essas hipóteses, a Lei das S.A. exige a elaboração do laudo de avaliação.

Ressalte-se, as sociedades anônimas caracterizadas como instituições financeiras, sejam elas públicas ou privadas, devem, por força do artigo 26 da Lei nº 4.595/1964, ter a integralidade do seu capital social realizado em moeda corrente. Tal disciplina aplica-se também às sociedades de economia coletiva, de seguro e de capitalização, assim como às sociedades de crédito imobiliário⁶⁶.

A elaboração do laudo de avaliação na subscrição do capital em bens é necessária porque a tendência natural dos subscritores no sentido da superavaliação desses bens, a qual todos os sistemas jurídicos buscam conter⁶⁷, posto que ameaça frontalmente a correspondência entre a cifra que indica o capital social com o montante efetivamente integralizado.

Com efeito, a avaliação dos bens que concorrem para a formação do capital social é um mecanismo que visa a proteger a realidade do capital social⁶⁸, bem como os interesses dos acionistas que integralizaram o capital da companhia em dinheiro ou o subscreveram com bens corretamente avaliados⁶⁹.

⁶⁵ “Art. 7º O capital social poderá ser formado com contribuições em dinheiro ou em qualquer espécie de bens suscetíveis de avaliação em dinheiro”.

⁶⁶ COSTA, Philomeno J. da. *Anotações às Companhias*. v. I, São Paulo: Editora dos Tribunais, 1980, p. 154.

⁶⁷ GUERREIRO, José Alexandre Tavares, “Sobre a conferência de bens”, *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, v. 48, outubro-dezembro, 1982, p. 19.

⁶⁸ A Exposição de Motivos da Lei das S.A. menciona que a avaliação dos bens a serem utilizados na formação do capital social tem a “função principal de assegurar a realidade do capital social”.

⁶⁹ FILHO, Alfredo Lamy. “Capital Social”. In: Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira (Coord.). *Direito das Companhias*. v. I, Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 201.

Observe-se, a preocupação dispensada pela Lei da S.A. à realidade do capital social não se circunscreve à integralização com bens; integra a própria sistemática da lei societária:

“(...) A necessidade da avaliação dos bens incorporados ao capital social se coloca, na sistemática vigente, como uma das regras destinadas a assegurar sua integridade, a exemplo das que dizem respeito, e.g., à proibição de emissão de ações abaixo do valor nominal, vedação da distribuição de dividendos fictícios, etc. Os cuidados com que a lei cerca o procedimento estimatório visa evitar a valorização excessiva dos bens conferidos. Esta, e não outra, é a preocupação do legislador”⁷⁰.

Os bens utilizados na formação do capital devem ser condizentes com o objeto social da companhia. Neste sentido, a alínea “h” do § 1º do artigo 117 da Lei das S.A., estabelece que fica caracterizado o abuso de poder caso o acionista controlador subscreva ações para realização do aumento do capital social em bens estranhos ao seu objeto.⁷¹

O laudo de avaliação tem que tomar por base o valor intrínseco do bem para a sociedade de forma que se o bem não tiver utilidade alguma para a companhia, não terá valor para fins de integralização do capital social⁷². A esse respeito ensina Modesto Carvalhosa:

*“Devem ser avaliados pela **utilidade** que eles terão para o **desenvolvimento empresarial** da companhia. A sua utilidade mede-se pela **capacidade-meio** ou **capacidade-fim** de **produzir lucros** para a companhia e seus acionistas. A avaliação de bens deve voltar-se, portanto, para a adequação incontestável com os fins empresariais e, portanto, com o interesse social. **Não basta terem tais bens e direitos um valor intrínseco de mercado, se não são úteis para as atividades empresariais da companhia** (art. 117, §1º, h). Daí a **prevalência cada vez maior da utilização do critério de valor**”*

⁷⁰ GUERREIRO, José Alexandre Tavares, “Sobre a conferência de bens”, *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, v. 48, outubro-dezembro, 1982, p. 19.

⁷¹ Neste sentido, esclarece Modesto Carvalhosa que “(...) não se pode admitir a entrada de qualquer bem para a conta de capital que não tenha uma utilidade efetiva e concreta para a empresa. Esse princípio é consagrado na alínea h, §1º, do art. 117, acrescentada pela Lei n. 9.457, de 1997”. (CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. v. 1, 6ª edição, São Paulo: Saraiva, 2011, p. 203).

⁷² REQUIÃO, Rubens. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*. São Paulo: Saraiva, 1978, p. 66-74: “os bens hão de condizer com seu valor intrínseco e, sobretudo, levando em consideração a adequada utilidade em função do objeto social. Um bem inútil para ser usado, tendo em vista o objeto social, não tem valor para a sociedade”.

econômico (perspectivas de lucratividade) para a avaliação de bens e direitos conferidos ao capital social (art. 170, § 1º)”⁷³. (grifou-se)

Por outro lado, nada impede que os bens subscritos para a formação do capital social estejam onerados. Nesta hipótese, o laudo deverá indicar o valor da obrigação garantida, pois somente o valor que a exceder poderá ser considerado para fins de incorporação ao capital^{74, 75}.

5.2.1. A Subscrição do Capital Social com Moeda Estrangeira e o Laudo

A doutrina societária não é uníssona em relação à necessidade de apresentação do laudo na hipótese de haver a subscrição do capital social por meio de moeda estrangeira.

Modesto Carvalhosa entende que, sendo uma mercadoria, o capital estrangeiro seria tratado como bem, necessitando, desse modo, de prévia avaliação⁷⁶. Em sentido contrário, Egberto Lacerda Teixeira e José Alexandre Tavares Guerreiro entendem que subscrição do capital social feita em moeda estrangeira diferencia-se da incorporação de bens na medida em que sua integralização prescindirá tão somente do procedimento de conversão⁷⁷.

⁷³ CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. v. 4, t. II, 3ª edição, São Paulo: Saraiva, 2009, p. 495.

⁷⁴ FILHO, Alfredo Lamy. “Capital Social”. In: Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira (Coord.). *Direito das Companhias*. v. I, Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 204.

⁷⁵ No mesmo sentido, Rubens Requião: “os bens gravados podem ser incorporados no capital social da sociedade, in natura, avaliando-se seu valor, deduzindo-o o ônus real” (REQUIÃO, Rubens. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*. São Paulo: Saraiva, 1978, p. 66-69).

⁷⁶ CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. v. 1, 6ª edição, São Paulo: Saraiva, 2011, p. 206: “(...) toda moeda é, em relação ao dinheiro nacional, considerada mercadoria, entrando, portanto, na categoria legal de ‘bens’, necessitando, em consequência, de avaliação prévia em dinheiro nacional, para integrar o capital da companhia”.

⁷⁷ TEIXEIRA, Egberto Lacerda; GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *Das Sociedades Anônimas no Direito Brasileiro*. v. 1, São Paulo: Ed. José Bushatsky, 1979, p. 142-143: “(...) as subscrições de capital com recursos advindos do exterior não têm propriamente natureza de contribuição em bens mas, ao contrário, se processam através de um mecanismo de conversão em moeda estrangeira ingressada no País”.

O regime dispensado pelo ordenamento jurídico ao capital estrangeiro parece ser no sentido da desnecessidade de apresentação do laudo de avaliação. Os recursos em moeda estrangeira destinados ao investimento em empresas brasileiras observam a disciplina da Lei nº 4.131/1962, conforme regulamentada pelo Banco Central do Brasil por meio do Regulamento do Mercado de Câmbio e Capitais Internacionais – RMCCI.

Com efeito, a integralização do capital não se dará propriamente em moeda estrangeira *in natura*, pois anteriormente haverá de se proceder a conversão para moeda corrente nacional, o que dispensa a aplicação do artigo 8º da Lei das S.A..

5.2.1. A Avaliação de Créditos

Na formação do capital social, haverá a necessidade de efetivo ingresso de ativo patrimonial (contribuição em bens ou dinheiro). Depois de constituído, o aumento do capital social poderá ser realizado mediante a capitalização de créditos que o credor possua contra a companhia (artigo 171, § 2º da Lei das S.A.⁷⁸).

Note-se, não haverá ingresso de bens ou direitos no capital social com a capitalização desses créditos, o que torna desnecessária a elaboração do laudo de avaliação, devendo-se observar que para tanto o crédito deve ser certo, líquido e reconhecido pela administração da companhia⁷⁹.

No âmbito do mercado de capitais, a ex-Diretora da CVM Norma Parente aclarou essa questão por ocasião do julgamento do Processo CVM nº RJ2004/5580, no âmbito do qual acionistas minoritários da Companhia Energética do Maranhão - CEMAR apresentaram reclamação

⁷⁸ “Art. 171 (...) § 2º No aumento mediante capitalização de créditos ou subscrição em bens, será sempre assegurado aos acionistas o direito de preferência e, se for o caso, as importâncias por eles pagas serão entregues ao titular do crédito a ser capitalizado ou do bem a ser incorporado”.

⁷⁹ ROSMAN, Luiz Alberto Colonna “Modificação do Capital Social”. In: Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira (Coord.). *Direito das Companhias*. v. 2, Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 1.406.

perante a referida autarquia sob a alegação de que haveria uma série de irregularidades no processo de reestruturação dessa companhia. *In verbis*:

*“A meu ver, o crédito só precisa passar pelo processo de avaliação de bens descrito no art. 8º da Lei 6.404/76 quando existem dúvidas sobre sua certeza, liquidez e exigibilidade, o que não é o caso do crédito devido em face da própria companhia, reconhecido nas demonstrações financeiras elaboradas por seus administradores e ratificado pelos auditores independentes”.
A subscrição através de crédito desta natureza equipara-se à subscrição em dinheiro, até porque o dinheiro já existia e estava "dentro" da companhia”⁸⁰.*

Vale frisar, a desnecessidade de elaboração de laudo prescinde também que o crédito seja devido em face da companhia. Nas demais hipóteses, considerando que o crédito possui natureza de bem móvel⁸¹, haverá de ser observado o procedimento estabelecido no artigo 8º da Lei das S.A..

5.2.2. A Avaliação de Bens no Pagamento de Debêntures

O pagamento da obrigação principal ou das acessórias em virtude do vencimento, amortização ou resgate de debêntures poderá ocorrer por meio de bens, desde que esta possibilidade esteja assegurada na escritura de emissão e assim desejar o debenturista. Nesse caso, deverá ser observado o procedimento avaliatório estabelecido no artigo 8º da Lei das S.A. (artigo 54, § 2º, da Lei das S.A.).

Ressalte-se, o artigo 252 do Código Civil estabelece que *“nas obrigações alternativas, a escolha cabe ao devedor, se outra coisa não se estipulou”*. Contudo, esta regra geral não se aplica ao pagamento das debêntures por meio de bens.

A Lei das S.A. é expressa no sentido de que a *escritura de debênture poderá assegurar ao debenturista a opção de escolher receber o pagamento em moeda ou em bens* (§ 2º do artigo 54).

⁸⁰ Processo Administrativo CVM nº RJ2004/5580. Rel. Dir. Norma Jonssen Parente, j. em 27.12.2005.

⁸¹ BORBA, José Edwaldo Tavares. *Direito Societário*. 10ª edição, Rio de Janeiro: Renovar, 2007, p. 221.

Nesse sentido, na condição de lei especial, o regime da Lei das S.A. prevalece, cabendo exclusivamente ao debenturista (credor) o direito potestativo de decidir pela forma de pagamento.

Nos termos do artigo 59, *caput* e §1º, a escritura somente poderá assegurar a opção aos debenturistas de receber o pagamento em bens caso a assembleia geral de acionistas ou o conselho de administração, conforme o caso, tiverem autorizado tal possibilidade e indicado os bens que serão destinados a tal finalidade, os quais deverão estar discriminados na escritura⁸².

No entanto, a lei não estabeleceu o momento em que ocorrerá a avaliação dos bens. De acordo com a redação § 2º do artigo 54 da Lei das S.A.⁸³, se poder-se-ia entender que a avaliação seria efetuada alternativamente na emissão da escritura ou no pagamento das debêntures.

No entender de Modesto Carvalhosa, o procedimento avaliatório deve ocorrer anteriormente à emissão das debêntures, pois a emissão somente será considerada eficaz caso haja a aprovação do laudo de avaliação⁸⁴. Luiz Leonardo Cantidiano, por sua vez, entende que a avaliação deve ocorrer por ocasião do vencimento, amortização ou resgate das debêntures, ou seja, quando do seu pagamento⁸⁵.

Dada sua natureza de título de investimento, muitas das vezes as debêntures são pagas um longo período após sua emissão, razão pela qual parece mais razoável que a avaliação ocorra no momento do seu pagamento. É muito provável que os bens indicados na escritura tenham mudanças significativas de valor neste período.

⁸² LUCENA, José Waldecy. *Das Sociedades Anônimas – Comentários à Lei (arts. 1º a 120)*. v. I, Rio de Janeiro: Renovar, 2009, p. 547.

⁸³ “Art. 54. (...) § 2º. A escritura de debênture poderá assegurar ao debenturista a opção de escolher receber o pagamento do principal e acessórios, quando do vencimento, amortização ou resgate, em moeda ou em bens avaliados nos termos do art. 8º”.

⁸⁴ CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. v. 1, 6ª edição, São Paulo: Saraiva, 2011, p. 721

⁸⁵ CANTIDIANO, Luiz Leonardo. *Reforma da Lei das S.A. Comentada*. Rio de Janeiro: Renovar, 202, p. 111-112,

Neste sentido, se feita à época do pagamento, o valor a que chegar a avaliação a ninguém prejudicará; nem à companhia, como ocorreria na hipótese de o bem ter se valorizado, nem ao debenturista, caso o bem se desvalorizasse.

Admite-se a possibilidade de constar na escritura as denominadas “cláusulas de reposição”. Estas cláusulas são aplicáveis quando a avaliação ocorrer no momento da emissão das debêntures. Elas determinam que caso haja uma diferença significativa entre o valor de mercado do bem quando de sua avaliação e o pagamento das debêntures, poderão, de acordo com seus termos, tanto a companhia quanto o debenturista poderão pedir sua reposição.

Note-se, caso tais cláusulas *não* sejam apostas à escritura e haja a desvalorização do bem a ser transferido ao debenturista, a este não será legítimo receber a reposição, restando-lhe, contudo, a faculdade de deixar de receber o bem para receber em dinheiro o valor que havia sido atribuído ao bem por ocasião da emissão das debêntures⁸⁶.

Vale ressaltar, ao possibilitar a existência das cláusulas de reposição, o regime adotado pela Lei das S.A. cria uma exceção à regra contida no § 1º do artigo 252 do Código Civil, segundo a qual não poderia *o devedor obrigar o credor a receber parte em uma prestação e parte em outra*.

5.3. Reembolso

O reembolso é a operação pela qual a companhia paga aos acionistas dissidentes de deliberação da assembleia geral o valor de suas ações nos casos previstos em lei (artigo 45 da Lei das S.A.).

As normas para a determinação do valor do reembolso poderão estar estipuladas no estatuto social da companhia. O valor determinado no estatuto somente poderá ser inferior ao

⁸⁶ LUCENA, José Waldecy. *Das Sociedades Anônimas – Comentários à Lei (arts. 1º a 120)*. v. I, Rio de Janeiro: Renovar, 2009, p. 549.

valor do patrimonial contábil constante do último balanço aprovado caso seja determinado com base no valor econômico da companhia, a ser apurado em avaliação.

Neste sentido, José Luiz Bulhões Pederira e Alfredo Lamy Filho consolidaram que o preço de reembolso será:

“(a) o valor do patrimônio líquido contábil constante do último balanço, se o estatuto for omissivo; (b) o valor determinado segundo as normas constantes do estatuto, se este não estipula o valor econômico apurado em avaliação, desde que seja superior ao valor de patrimônio líquido contábil; caso contrário, prevalecerá este; e (c) o valor determinado com base em valor econômico da companhia, apurado em avaliação, se estipulado no estatuto, que poderá ser inferior ou superior ao valor de patrimônio líquido contábil”⁸⁷.

Caso a deliberação da assembleia geral que resultar no direito de retirada ocorra mais de 60 (sessenta) dias após a data do último balanço aprovado, será facultado ao acionista dissidente pedir, juntamente com o reembolso, levantamento de balanço especial em data que atenda àquele prazo. Nessa hipótese, a companhia pagará imediatamente 80% (oitenta por cento) do valor de reembolso calculado com base no último balanço e, levantado o balanço especial, pagará o saldo no prazo de 120 (cento e vinte), dias a contar da data da deliberação da assembleia geral (artigo 45, § 2º da Lei das S.A.).

Esta norma foi posta em vigor no contexto inflacionário existente em 1976, quando a Lei das S.A. foi votada. Desse modo, o propósito foi proteger o acionista dissidente, uma vez que o valor do patrimônio líquido, assim como qualquer outro expresso em moeda corrente nacional, diminuía diariamente. Ademais, se o direito de retirada fosse exercido no fim do exercício social, o balanço do exercício anterior não contemplaria os lucros do exercício em curso⁸⁸.

⁸⁷ FILHO, Alfredo Lamy; PEDREIRA, José Luiz Bulhões, “Ação como Participação Societária”. In: FILHO, Alfredo Lamy; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (Coord.). *Direito das Companhias*. v. II, Rio de Janeiro: Forense, 2009, p.272.

⁸⁸ FILHO, Alfredo Lamy; PEDREIRA, José Luiz Bulhões, “Ação como Participação Societária”. In: FILHO, Alfredo Lamy; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (Coord.). *Direito das Companhias*. v. II, Rio de Janeiro: Forense, 2009, p.272.

5.4. Reorganização Societária

Por meio da fusão e incorporação, procede-se a integração do patrimônio de sociedades, ocorrendo o contrário na cisão, que possui caráter desassociativo, na medida em que por meio dela o patrimônio de uma sociedade será alocado total ou parcialmente em outra⁸⁹.

Na incorporação⁹⁰, uma ou mais sociedades são absorvidas por outra, que lhes sucede em todos os direitos e obrigações (artigo 227 da Lei das S.A.), ao passo que na fusão, duas ou mais sociedades se unem para formar uma nova, que lhes sucederá em todos os direitos e obrigações (artigo 228 da Lei das S.A.).

A operação de cisão, por sua vez, é aquela pela qual a companhia transfere parcelas do seu patrimônio para uma ou mais sociedades, constituídas para esse fim ou já existentes, extinguindo-se a companhia cindida, se houver versão de todo o seu patrimônio, ou dividindo-se o seu capital, se parcial a versão (artigo 228 da Lei das S.A.).

A Lei das S.A. dispensa um tratamento geral às operações de incorporação, fusão e cisão nos artigos 223 a 227 da Lei das S.A.. Nos dispositivos seguintes, estabelece as normas especiais a cada uma delas⁹¹. O procedimento avaliatório dos patrimônios societários das companhias envolvidas está disciplinado nas regras comuns às três referidas operações (artigo 226 da Lei das S.A.).

⁸⁹ CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. v. 4, t. I, 5ª edição, São Paulo: Saraiva, 2011, p. 253.

⁹⁰ Este item “5.4.” aplica-se tão somente aos casos de incorporação não contemplados no subitem “5.4.1.”.

⁹¹ CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. v. 4, t. I, 5ª edição, São Paulo: Saraiva, 2011, p. 254.

Nas operações de incorporação, fusão e cisão, os administradores ou sócios das sociedades interessadas⁹² deverão elaborar um protocolo que conterá as condições do negócio, o qual será apresentado aos órgãos sociais competentes para celebrá-lo⁹³.

Este protocolo é um veículo de informação que visa assegurar a todos os sócios das companhias envolvidas *“o conhecimento de todas as condições da operação, das repercussões que terá sobre os seus direitos, e do valor de reembolso que lhes caberá, caso prefiram usar do direito de retirada”*⁹⁴.

Dentre as informações que constarão no protocolo estão (i) as relações de substituição das ações, ou seja, *“a quantidade (ou fração) de ações da sociedade incorporadora, resultante da fusão ou que absorve parcelas do patrimônio da cindida que substituirão as ações extintas, respectivamente, da incorporada, sãs sociedades fundidas e da sociedade cindida”*⁹⁵ (artigo 224, I, da Lei das S.A.); (ii) o critério a ser utilizado na avaliação dos patrimônios societários das companhias envolvidas (artigo 224, III, da Lei das S.A.); e (iii) a estimativa dos valores que servirão de referencial à elaboração do laudo de avaliação (artigo 224, parágrafo único, da Lei das S.A.), a qual não possui caráter vinculativo⁹⁶.

⁹² José Luiz Bulhões Pedreira entende que tais sócios não precisam exercer cargos de gestão na sociedade (PEDREIRA, José Luiz Bulhões, “Reorganização”. In: FILHO, Alfredo Lamy; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (Coord.). *Direito das Companhias*. v. II, Rio de Janeiro: Forense, 2009, p.1.756). Em sentido contrário, CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. v. 4, t. I, 5ª edição, São Paulo: Saraiva, 2011, p. 267.

⁹³ PEDREIRA, José Luiz Bulhões, “Reorganização”. In: FILHO, Alfredo Lamy; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (Coord.). *Direito das Companhias*. v. II, Rio de Janeiro: Forense, 2009, p.1.755.

⁹⁴ Exposição de Motivos nº 196/1976.

⁹⁵ PEDREIRA, José Luiz Bulhões, “Reorganização”. In: FILHO, Alfredo Lamy; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (Coord.). *Direito das Companhias*. v. II, Rio de Janeiro: Forense, 2009, p.1.762.

⁹⁶ Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. v. 4, t. I, 5ª edição, São Paulo: Saraiva, 2011, p. 269.

A definição da relação de troca é matéria exclusivamente negocial, na qual prevalece a liberdade contratual das partes envolvidas. A manifestação da vontade das companhias se dará por meio das assembleias gerais extraordinárias que aprovarem o protocolo⁹⁷.

Vale mencionar, os direitos sociais atribuídos aos acionistas detentores de ações da sociedade incorporada na incorporadora, estabelecidos primordialmente por meio da definição da relação de troca, não estarão obrigatoriamente vinculados ao montante do capital social por eles detidos na sociedade incorporada⁹⁸. Nesse sentido, ensina Bulhões Pedreira:

“O que determina os direitos de participação das ações do capital da incorporadora, da sociedade resultante da fusão ou da que absorver parcelas do patrimônio da cindida, é o número, a espécie e a classe das ações que substituirão as extintas, e não o valor do aumento de capital dessas sociedades, nem o valor pelo qual os patrimônios líquidos são vertidos para formar capital social”⁹⁹.

Desse modo, ao determinar que o protocolo deverá conter o número, espécie e classe das ações que serão atribuídas em substituição dos direitos de sócios que se extinguirão e os critérios utilizados para determinar as relações de substituição, a Lei das S.A. delegou à assembleia geral de acionistas a avaliação da conveniência e oportunidade da operação societária, privilegiando a liberdade contratual das partes envolvidas.

Vale mencionar, a referida liberdade contratual para o estabelecimento da relação de troca está limitada (i) ao exercício do poder de controle no interesse da companhia envolvida na operação, sendo-lhes vedado promover a 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 (artigo

⁹⁷ PEDREIRA, José Luiz Bulhões, “Reorganização”. In: FILHO, Alfredo Lamy; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (Coord.). *Direito das Companhias*. v. II, Rio de Janeiro: Forense, 2009, p.1.762.

⁹⁸ A respeito da de dissociação da propriedade de ações e dos direitos detidos pelos acionistas, é interessante o estudo de Berle e Means, doutrinadores estadunidenses que analisaram tal fenômeno em seu famoso trabalho: BERLE, Adolpho; MEANS, Gardiner. *The Modern Corporation and Private Property*, 4ª edition, New York, Harcourt, Brace & World, 1967.

⁹⁹ PEDREIRA, José Luiz Bulhões, “Reorganização”. In: FILHO, Alfredo Lamy; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (Coord.). *Direito das Companhias*. v. II, Rio de Janeiro: Forense, 2009, p.1.763.

117, §1º alínea “b” da Lei das S.A.); e (ii) pelo princípio da realidade do capital social, uma vez que, salvo a hipótese de subscrição de ações em tesouraria, a relação de substituição implica a formação de capital social¹⁰⁰.

Neste sentido, o laudo de avaliação que constatar que o valor do patrimônio líquido da sociedade a ser incorporada é ao menos igual ao capital a ser realizado na incorporadora (artigo 226 da Lei das S.A.¹⁰¹) possui caráter estritamente informativo, na medida em que sua função é assegurar que o acréscimo patrimonial na incorporadora seja condizente com o valor da incorporada. Prevalece, para fins de determinação da relação de substituição, a negociação entre as partes, independentemente do valor do laudo. No âmbito do mercado de capitais, a CVM já se manifestou neste sentido:

“(...) a eventual vinculação à relação de substituição (ou relação de troca) aos critérios do art. 170 da Lei nº 6.404/76 que trata do preço de emissão das ações para efeito de aumento de capital, pós-subscrição de novas ações.

*Este critério e os parâmetros ali contidos não se impõem na hipótese de incorporação. Nessas operações, como já visto, **prevalece a liberdade das partes de ajustarem a relação de substituição, conforme juízo de conveniência e oportunidade.** Com efeito, a Lei nº 6.404/76 estabeleceu para as matérias previstas no protocolo o princípio da ampla liberdade de contratar (cf. Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira, a Lei das S.A., vol. II, pág. 562, editora Renovar, 2ª edição), ressalvadas apenas as disposições relativas ao interesse social das sociedades envolvidas, e a proteção de credores e acionistas minoritários, conforme se vê inclusive da necessidade da justificação prevista no artigo 225 da Lei de sociedades por ações”¹⁰².*

¹⁰⁰ PEDREIRA, José Luiz Bulhões, “Reorganização”. In: FILHO, Alfredo Lamy; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (Coord.). *Direito das Companhias*. v. II, Rio de Janeiro: Forense, 2009, p.1.763.

¹⁰¹ “Art. 226. As operações de incorporação, fusão e cisão somente poderão ser efetivadas nas condições aprovadas se os peritos nomeados determinarem que o valor do patrimônio ou patrimônios líquidos a serem vertidos para a formação de capital social é, ao menos, igual ao montante do capital a realizar.

§ 1º As ações ou quotas do capital da sociedade a ser incorporada que forem de propriedade da companhia incorporadora poderão, conforme dispuser o protocolo de incorporação, ser extintas, ou substituídas por ações em tesouraria da incorporadora, até o limite dos lucros acumulados e reservas, exceto a legal.

§ 2º O disposto no § 1º aplicar-se-á aos casos de fusão, quando uma das sociedades fundidas for proprietária de ações ou quotas de outra, e de cisão com incorporação, quando a companhia que incorporar parcela do patrimônio da cindida for proprietária de ações ou quotas do capital desta.

§ 3º A Comissão de Valores Mobiliários estabelecerá normas especiais de avaliação e contabilização aplicáveis às operações de fusão, incorporação e cisão que envolvam companhia aberta”.

¹⁰² Processo Administrativo Sancionador nº 10/00, j. em 08.07.2004., Rel. Dir. Luiz Antonio de Sampaio Campos.

O laudo de avaliação que aferir o valor patrimonial da sociedade incorporada poderá observar qualquer dos critérios cabíveis para a avaliação do patrimônio líquido de sociedades¹⁰³, o critério de avaliação contábil patrimonial e de avaliação patrimonial a preço de mercado. Não obstante a doutrina majoritária posicionar-se neste sentido¹⁰⁴, Modesto Carvalhosa defende que não haveria a possibilidade de se indicar outro critério que não o da avaliação patrimonial a preço de mercado¹⁰⁵.

Para fundamentar seu posicionamento, Carvalhosa afirma que sendo possível verificar o valor contábil patrimonial da companhia por meio das suas demonstrações financeiras, a função dos peritos neste caso seria inexistente e, nesse sentido, como a lei societária estabeleceu a obrigatoriedade de atuação dos peritos na avaliação dos patrimônios na reorganização, *“não se pode admitir que a lei possa estipular situações jurídicas inúteis”*, sendo imperativo utilizar a avaliação patrimonial a preço de mercado.

Contudo, a opção pela critério de avaliação patrimonial *não* significa inutilizar a atuação dos avaliadores. Consideradas as disposições do artigo 226 da Lei das S.A., fica claro que os peritos assumem o papel de verificar se o acréscimo patrimonial de uma companhia é condizente com o valor da companhia ou de parcela da companhia incorporada¹⁰⁶.

A propósito, os avaliadores não estão obrigados a concluir pelos valores estimados no protocolo, tampouco a utilizarem os critérios indicados nele, caso constatem que haveria algum outro critério apropriado. Nessa hipótese, cumpriria aos avaliadores procederem duas avaliações;

¹⁰³ Nos termos do artigo 264 da Lei das S.A., quando tratar-se da incorporação de controlada, poderá ser utilizado este último critério ou outro critério aceito pela CVM, no caso de companhias abertas.

¹⁰⁴ PEDREIRA, José Luiz Bulhões, “Reorganização”. In: FILHO, Alfredo Lamy; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (Coord.). *Direito das Companhias*. v. II, Rio de Janeiro: Forense, 2009, p.1.780.

¹⁰⁵ Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. v. 4, t. I, 5ª edição, São Paulo: Saraiva, 2011, p. 289.

¹⁰⁶ PEDREIRA, José Luiz Bulhões, “Reorganização”. In: FILHO, Alfredo Lamy; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (Coord.). *Direito das Companhias*. v. II, Rio de Janeiro: Forense, 2009, p.1.780.

uma baseada com base nos critérios indicados no protocolo e outra segundos os critérios que entendam adequados, a qual servirá de base para o artigo 226 da Lei das S.A.¹⁰⁷.

5.4.1. Incorporação de Controladas¹⁰⁸

O artigo 264 da Lei das S.A.¹⁰⁹ se aplica às operações de reestruturação societária de que participem sociedades anônimas coligadas ou sob controle comum, desde que os critérios utilizados na incorporação sejam estabelecidos pelo controlador da sociedade incorporada¹¹⁰. Na hipótese de as ações da controlada terem sido adquiridas pela controladora mediante OPA para

¹⁰⁷ PEDREIRA, José Luiz Bulhões, “Reorganização”. In: FILHO, Alfredo Lamy; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (Coord.). *Direito das Companhias*. v. II, Rio de Janeiro: Forense, 2009, p.1.778-1.779.

¹⁰⁸ Sobre as obrigações dos administradores na incorporação de controladas no âmbito do mercado de capitais, vide o Parecer de Orientação CVM nº 35, de 01 de setembro de 2008. Ademais, cumpre mencionar o importante julgamento do Caso “Trikem e Braskem”, em que os administradores foram condenados por descumprimento do dever de diligência (Processo Administrativo CVM nº 08/05. Rel. Dir. Eli Loria, j. em 12.12.2007).

¹⁰⁹ “Art. 264. Na incorporação, pela controladora, de companhia controlada, a justificação, apresentada à assembleia-geral da controlada, deverá conter, além das informações previstas nos arts. 224 e 225, o cálculo das relações de substituição das ações dos acionistas não controladores da controlada com base no valor do patrimônio líquido das ações da controladora e da controlada, avaliados os dois patrimônios segundo os mesmos critérios e na mesma data, a preços de mercado, ou com base em outro critério aceito pela Comissão de Valores Mobiliários, no caso de companhias abertas.

§ 1º A avaliação dos dois patrimônios será feita por 3 (três) peritos ou empresa especializada e, no caso de companhias abertas, por empresa especializada.

§ 2º Para efeito da comparação referida neste artigo, as ações do capital da controlada de propriedade da controladora serão avaliadas, no patrimônio desta, em conformidade com o disposto no caput.

§ 3º Se as relações de substituição das ações dos acionistas não controladores, previstas no protocolo da incorporação, forem menos vantajosas que as resultantes da comparação prevista neste artigo, os acionistas dissidentes da deliberação da assembleia-geral da controlada que aprovar a operação, 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.

§ 4º Aplicam-se as normas previstas neste artigo à incorporação de controladora por sua controlada, à fusão de companhia controladora com a controlada, à incorporação de ações de companhia controlada ou controladora, à incorporação, fusão e incorporação de ações de sociedades sob controle comum.

§ 5º O disposto neste artigo não se aplica no caso de as ações do capital da controlada terem sido adquiridas no pregão da bolsa de valores ou mediante oferta pública nos termos dos artigos 257 a 263”.

¹¹⁰ CANTIDIANO, Luiz Leonardo. “Incorporação de Sociedades e Incorporação de Ações”. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; AZEVEDO, Luís André N. de Moura. *Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2010, p. 143.

aquisição de controle (artigos 257 a 263 da Lei das S.A.), ou ainda, em pregão de bolsa de valores, o artigo 264 não será aplicável (§5º).

Vale mencionar, a incorporação de uma companhia por outra (artigo 227 da Lei das S.A.) e a incorporação de ações (artigo 252 da Lei das S.A.) possuem diferenças conceituais. Contudo, a disciplina do artigo 264 da Lei das S.A. se aplica igualmente às duas hipóteses, conforme estabelece seu parágrafo 4º.

O referido dispositivo foi inspirado na prática norte-americana, que criou mecanismos que pudessem assegurar simultaneamente o princípio do majoritário e o tratamento equitativo dos acionistas minoritários nas denominadas “*self-dealing transactions*”, que seriam operações de autocontratação¹¹¹.

A norma contida no artigo 264 visa a proteger os acionistas minoritários, na medida em que não existem, na incorporação de controlada por controladora, duas maiorias acionárias distintas que deliberem separadamente sobre a operação defendendo os interesses de cada companhia¹¹².

Diferentemente das operações de reorganização definidas no item “5.4.”, na incorporação de controladas, além da avaliação da sociedade incorporada, haverá a necessidade de se avaliar também a sociedade incorporadora.

O propósito é demonstrar o que Paulo Cezar Aragão denominou “relação de troca teórica”¹¹³, que consiste na relação de troca resultante da confrontação do patrimônio líquido das ações da controladora e da controlada, avaliados os dois patrimônios segundo os mesmos critérios

¹¹¹ ARAGÃO, Paulo Cezar; LIMA, Monique M. Mavignier de. “Incorporação de Controlada: a Disciplina do art. 264 da Lei 6.404/1976”. In: Ecio Perin Jr., Daniel Kalansky e Luis Peyser (Coord.). **Direito Empresarial – Aspectos de Direito Empresarial Brasileiro e Comprado**. São Paulo: Método, 2005, p. 349.

¹¹² Exposição de Motivos da Lei das S.A.

¹¹³ ARAGÃO, Paulo Cezar; LIMA, Monique M. Mavignier de. “Incorporação de Controlada: a Disciplina do art. 264 da Lei 6.404/1976”. In: Ecio Perin Jr., Daniel Kalansky e Luis Peyser (Coord.). **Direito Empresarial – Aspectos de Direito Empresarial Brasileiro e Comprado**. São Paulo: Método, 2005, p. 354.

e na mesma data, a preços de mercado, ou com base em outro critério aceito pela Comissão de Valores Mobiliários, no caso de companhias abertas¹¹⁴ (artigo 264 da Lei das S.A.).

Caso a relação de troca estabelecida no protocolo seja menos vantajosa que a “relação de troca teórica”, os acionistas dissidentes da deliberação da assembleia geral da controlada que aprovar a operação poderão, observado o disposto nos artigos 137, II¹¹⁵, e 230¹¹⁶ da Lei das S.A., optar entre o valor de reembolso fixado nos termos do artigo 45 e o valor do patrimônio líquido a preços de mercado.

A disciplina do artigo 264 visa majorar o direito de recesso dos acionistas dissidentes da sociedade incorporada caso a “relação de troca teórica” seja mais vantajosa que a estabelecida no protocolo. Ressalte-se, este dispositivo legal não tem o condão de garantir que o acionista minoritário receba a relação de substituição resultante da comparação nele prevista¹¹⁷, ou seja, o

¹¹⁴ No âmbito do mercado de capitais, a CVM tem autorizado a utilização de outro critério caso o caso, o que Paulo Cezar Aragão entende ser condizente com a disciplina do artigo 264 da Lei das S.A. (ARAGÃO, Paulo Cezar; LIMA, Monique M. Mavignier de. “Incorporação de Controlada: a Disciplina do art. 264 da Lei 6.404/1976”. In: Ecio Perin Jr., Daniel Kalansky e Luis Peyser (Coord.). *Direito Empresarial – Aspectos de Direito Empresarial Brasileiro e Comprado*. São Paulo: Método, 2005, p. 353). Em sentido contrário, Modesto Carvalhosa e Nelson Eizirik entendem que a CVM somente poderia aceitar outros critérios de avaliação por meio de normas aplicáveis a todas as operações de controlada envolvendo companhias abertas (CARVALHOSA, Modesto e EIZIRIK, Nelson. *A Nova Lei das S/A*. São Paulo: Saraiva, 2002, p.379). A título de exemplo, podemos mencionar os processos CVM nº RJ2009/7847, RJ2007/13175, CVM RJ2006/3160, RJ2004/2829, RJ2006/0856, RJ2007/4933 e RJ2010/4016 nos quais a CVM aceitou o critério do valor econômico calculado pelo método do fluxo de caixa descontado para fins do artigo 264 a Lei das S.A..

¹¹⁵ “Art. 137. (...)

II - nos casos dos incisos IV e V do art. 136, não terá direito de retirada o titular de ação de espécie ou classe que tenha liquidez e dispersão no mercado, considerando-se haver:

a) liquidez, quando a espécie ou classe de ação, ou certificado que a represente, integre índice geral representativo de carteira de valores mobiliários admitido à negociação no mercado de valores mobiliários, no Brasil ou no exterior, definido pela Comissão de Valores Mobiliários; e

b) dispersão, quando o acionista controlador, a sociedade controladora ou outras sociedades sob seu controle detiverem menos da metade da espécie ou classe de ação”.

¹¹⁶ “Art. 230. Nos casos de incorporação ou fusão, o prazo para exercício do direito de retirada, previsto no art. 137, inciso II, será contado a partir da publicação da ata que aprovar o protocolo ou justificação, mas o pagamento do preço de reembolso somente será devido se a operação vier a efetivar-se”.

¹¹⁷ Neste sentido: CANTIDIANO, Luiz Leonardo. “Incorporação de Sociedades e Incorporação de Ações”. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; AZEVEDO, Luís André N. de Moura. *Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2010, p. 144; ARAGÃO, Paulo Cezar; LIMA, Monique M. Mavignier de. “Incorporação de Controlada: a Disciplina do art. 264 da Lei 6.404/1976”. In: Ecio Perin Jr., Daniel Kalansky e Luis

artigo 264 não restringe o princípio da liberdade contratual na fixação da relação de troca das ações¹¹⁸.

Portanto, assim como nas demais operações de reorganização societária, também na incorporação de sociedades controladas por controladoras, o laudo de avaliação *não* vincula a determinação da relação de troca, assumindo um papel estritamente informativo e com vistas à proteção do princípio da realidade do capital social. A CVM já teve a oportunidade de se manifestar nesse sentido:

“a lei não exige nem no protocolo nem na justificação a elaboração de laudo de avaliação para efeito do aferimento da relação de substituição, muito embora exija a apresentação de informações neste sentido quando se trata de incorporação de partes relacionadas, a teor do art. 264, mas novamente para fins essencialmente informacional.

A proteção que a lei exige é daí porque o requisito de laudo específico é para efeito da formação do capital social da companhia incorporadora, notadamente quanto à sua realidade, nos termos dos art. 224 III e 226 da Lei nº 6.404/76, se houver aumento de capital, bem entendido, o que também é equivocado entender obrigatório em toda incorporação, mas aqui não cabe alongar”¹¹⁹.

O caráter informativo do laudo de avaliação no artigo 264 da Lei das S.A. merece especial atenção. Neste caso, o laudo de avaliação será decisivo na determinação do valor de reembolso dos acionistas dissidentes, que não terão outra alternativa que não se retirar da companhia, aceitando o valor estipulado no laudo de avaliação, ou se submeter à relação de troca estabelecida discricionariamente pelo acionista controlador. Em interessante voto no qual esmiuçou as principais funções do laudo de avaliação no regime societário, o então Diretor da CVM Barbosa Marcos Pinto abarcou esta questão:

Peyser (Coord.). *Direito Empresarial – Aspectos de Direito Empresarial Brasileiro e Comprado*. São Paulo: Método, 2005, p. 355.

¹¹⁸ Neste sentido: CANTIDIANO, Luiz Leonardo. “Incorporação de Sociedades e Incorporação de Ações”. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; AZEVEDO, Luís André N. de Moura. *Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2010, p.143; ARAGÃO, Paulo Cezar; LIMA, Monique M. Mavignier de. “Incorporação de Controlada: a Disciplina do art. 264 da Lei 6.404/1976”. In: Ecio Perin Jr., Daniel Kalansky e Luis Peyser (Coord.). *Direito Empresarial – Aspectos de Direito Empresarial Brasileiro e Comprado*. São Paulo: Método, 2005, p. 354; CARVALHOSA, Modesto e EIZIRIK, Nelson. *A Nova Lei das S/A*. São Paulo: Saraiva, 2002, p.374.

¹¹⁹ Processo Administrativo Sancionador nº 10/00, j. em 08.07.2004, Rel. Dir. Luiz Antonio de Sampaio Campos.

*“o art. 264 da Lei nº 6.404/76 prevê um laudo obrigatório, no qual se deve apurar o valor do patrimônio líquido das sociedades envolvidas a preços de mercado. Embora também tenha um aspecto informacional, como bem ressaltam nossos precedentes, esse laudo estabelece, na prática, um limite mínimo para o valor do reembolso, nas hipóteses em que o direito de recesso é cabível. Lembre-se que as incorporações, sobretudo as incorporações envolvendo controladas, são negócios compulsórios para os acionistas minoritários dissidentes. Nessas operações, os minoritários não têm, como nas ofertas públicas, a opção de permanecer na situação em que se encontram: ou eles migram na relação de troca definida, ou exercem o direito de recesso, quando este for cabível. Seja na hipótese de migração, seja na hipótese de recesso, os laudos são importantíssimos. Conforme o caso, eles podem fundamentar a relação de troca definida ou determinar o valor mínimo do reembolso”*¹²⁰.

Em 2010, a Braskem S.A. realizou uma consulta perante a CVM a respeito da possibilidade de utilizar o critério do fluxo de caixa descontado, alternativamente ao critério de avaliação a preços de mercado, previsto no artigo 264 da Lei das S.A., na incorporação da Quattor Participações S.A.. Nesta ocasião, a área técnica da CVM consolidou a jurisprudência desta autarquia a respeito da incorporação de controladas, a qual vale ser mencionada:

“Em decisões relativas a consultas envolvendo o artigo 264 da Lei nº 6.404/76, membros do Colegiado da CVM apresentaram manifestações de voto considerando, entre outros, a ausência de minoritários a serem protegidos em ambas as sociedades envolvidas, ou sua concordância com as condições propostas para a operação.

Dentre os casos apreciados pelo Colegiado, destacam-se os seguintes:

a. *Processo CVM nº RJ/2005/8293 - requerimento feito pela Gafisa S.A. no bojo de processo de reestruturação societária que envolveu a incorporação, pela Gafisa, da Urucari Participações Ltda. O Colegiado manifestou entendimento no sentido de que “a operação será aprovada pela totalidade dos acionistas e que o direito previsto no art. 264 é disponível e a informação e natureza da informação a ser dispensada é conhecida por esses acionistas, na ausência de manifestação desses acionistas, a CVM não exigirá a divulgação do laudo de avaliação previsto no art. 264”;*

b. *Processo CVM nº RJ/2007/10687 – pedido de dispensa de apresentação de laudo de patrimônio líquido a preços de mercado na operação de incorporação de Lupatech-MNA Investimentos e Participações Ltda. pela sua controladora, Lupatech S.A. O Relator considerou que, conforme alegado, o único acionista minoritário da incorporada já havia se manifestado favoravelmente à operação, o que aproximava o caso dos outros precedentes, nos quais não havia interesses de minoritários da incorporada a serem tutelados, transformando em mera formalidade a exigência do art. 264 da Lei 6.404/76; e*

c. *Processo CVM nº RJ/2007/15026 – consulta formulada pela empresa Centennial Asset Participações Amapá S/A relativa à sua cisão parcial e à transferência de parcela cindida de seu patrimônio para o seu acionista controlador Cliffs International. O Relator observou que, no caso em análise, todos os acionistas da empresa cindida concordaram com a operação, não havendo a quem proteger com a adoção do critério de valor de mercado. Assim, não existindo bem jurídico a ser*

¹²⁰ Processo Administrativo CVM nº RJ2007/11573, j. em 04.10.2007, Rel. Dir. Marcos Barbosa Pinto.

tutelado, se justificaria a não atuação da CVM no sentido de vir a exigir a elaboração do laudo de avaliação a preços de mercado previsto no artigo 264 da lei societária”.

Em 2008, a CVM editou a Deliberação CVM nº 559, de 18 de novembro de 2008. Por meio de tal estatuto, delegou competência à Superintendência de Relações com Empresas – SEP para manifestar a opinião da CVM reconhecendo situações em que não se justifica o cumprimento de alguns quesitos relativos à incorporação de controlada por controladora, incorporação de controladora por controlada, fusão de companhia controladora com controlada, incorporação de ações de companhia controlada ou controladora, cisão de companhia aberta ou de sua controlada ou incorporação, fusão e incorporação de ações de sociedades sob controle comum.

Dentre estes quesitos dispensáveis, se insere a elaboração de laudo com base no valor do patrimônio líquido das ações da controladora e da controlada a que alude o artigo 264 da Lei das S.A., o qual poderá ser dispensado pela SEP, que levará em consideração (i) se as companhias envolvidas possuem dispersão acionária ou acionistas minoritários que necessitem de proteção, ou se há qualquer título ou valor mobiliário de sua emissão em circulação; ou (ii) se a companhia aberta é detentora de 100% (cem por cento) do capital social da empresa a ser incorporada ou da empresa incorporadora (no caso de incorporação de controladora por controlada), ou da empresa a ser cindida, desde que a versão de patrimônio seja para a própria companhia aberta, de modo que a operação não resulte em aumento de capital na companhia aberta, bem como não resulte em alteração de participação dos acionistas de companhia aberta.

5.5. Aquisição do Controle Sociedade Mercantil

Tendo em vista proteger os acionistas minoritários na hipótese de a administração de companhia aberta pretender adquirir um bloco de controle com um ágio muito elevado, o artigo 256 da Lei das S.A. excepciona a regra geral segundo a qual compete aos órgãos da administração da companhia a realização dos atos relacionados ao funcionamento da companhia, dentre os quais

se insere a aquisição de participação acionária em outras sociedades¹²¹. Neste sentido, o referido dispositivo legal exige que a aquisição do controle de sociedade mercantil seja deliberada pela assembleia geral, mediante apresentação de laudo de avaliação da companhia objeto.

Dessa forma, a compra, por companhia aberta, do controle de qualquer sociedade mercantil, dependerá de deliberação da assembleia geral da compradora, especialmente convocada para conhecer da operação, nas hipóteses em que o preço de compra constituir, para a compradora, investimento relevante (artigo 247, parágrafo único), ou quando o preço médio de cada ação ou quota ultrapassar uma vez e meia o maior dos 3 (três) o valor da cotação média das ações em bolsa ou no mercado de balcão organizado, durante os noventa dias anteriores à data da contratação, o valor de patrimônio líquido (artigo 248) da ação ou quota, avaliado o patrimônio a preços de mercado (artigo 183, § 1º), ou ainda, o valor do lucro líquido da ação ou quota, que não poderá ser superior a 15 (quinze) vezes o lucro líquido anual por ação (artigo 187 n. VII) nos 2 (dois) últimos exercícios sociais, atualizado monetariamente (artigo 256 da Lei das S.A.)¹²².

A Lei das S.A. contempla a possibilidade de que a compra seja feita (i) previamente à assembleia geral, quando estará sujeita à ratificação; ou (ii) depois de deliberada sua aprovação pela assembleia. Em ambos os casos, a proposta ou o contrato de compra deverão estar acompanhados do laudo de avaliação

¹²¹ PEDREIRA, José Luiz Bulhões, “Sociedades Coligadas, Controladoras e Controladas”. In: FILHO, Alfredo Lamy; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (Coord.). *Direito das Companhias*. v. II, Rio de Janeiro: Forense, 2009, p.2.026.

¹²² A respeito dos critérios de avaliação, vide Capítulo 4.

Capítulo 6

A Responsabilidade dos Avaliadores na Elaboração do Laudo

A responsabilização do avaliador poderá ocorrer na esfera cível, em que o objetivo primordial será o ressarcimento dos danos causados, na esfera criminal, na qual o objetivo é tutelar os bens mais valiosos à sociedade, e ainda, na esfera administrativa, em que a CVM atua nos termos dos poderes que lhe outorgou a Lei nº 6.385/1976.

6.1. A Responsabilidade Civil

Ordenamento jurídico pátrio adota o princípio geral da responsabilidade civil, segundo o qual toda pessoa física ou jurídica que causar danos em virtude da violação de algum dever jurídico está obrigada a repará-los¹²³ preexistente de não lesionar^{124, 125}.

Neste sentido, o avaliador que causar danos no exercício de sua função estará obrigado a indenizar os prejudicados, pois vigora no ordenamento jurídico o interesse em restabelecer o equilíbrio econômico-jurídico provocado pelo dano¹²⁶.

6.1.1. Responsabilidade Civil Objetiva e Subjetiva

A responsabilidade civil pode ser a objetiva ou subjetiva. A diferenciação entre essas modalidades de responsabilidade reside na necessidade de se configurar a presença da culpa na

¹²³ Vale mencionar, dever jurídico *lato sensu* pode ser decorrente de imposição legal ou contratual – ou seja, em virtude da celebração de negócios jurídicos (FILHO, Sergio Cavalieri. *Programa de responsabilidade civil*. 9ª edição, São Paulo: Atlas, 2010, p. 15). Assim, tendo em vista que a disciplina da elaboração do laudo de avaliação decorre não de um vínculo contratual, mas de imposição legal, a responsabilidade dos avaliadores será de natureza extracontratual, também denominada pela doutrina de responsabilidade aquiliana¹²³.

¹²⁴ STOCO, Rui. *Tratado de responsabilidade civil*. 6ª edição, São Paulo: Revista dos Tribunais, 2004, p. 120.

¹²⁵ O sentido aqui atribuído à expressão “dever jurídico” é amplo, ou seja, inclui tanto as obrigações decorrentes de negócios jurídicos quanto os deveres impostos por força de lei.

¹²⁶ QUEIROGA, Antônio Elias de. *Responsabilidade civil e o novo código civil*. Rio de Janeiro: Renovar, 2003, p. 6.

conduta da qual resulte prejuízo. Na responsabilidade subjetiva deverá ser comprovado que o agente agiu de forma culposa para que surja o dever de indenizar.

Para fins dessa distinção, a culpa é abordada no sentido amplo¹²⁷, que, segundo definição aceita pelo Superior Tribunal de Justiça, “*é a inobservância de um dever de cuidado, de uma atenção, a que o agente estava obrigado na situação concreta*”¹²⁸.

6.1.2. A Responsabilidade Subjetiva do Avaliador

A Lei das S.A. estabeleceu que a responsabilidade civil decorrente da elaboração do laudo de avaliação de bens será de natureza subjetiva (artigo 8º, § 8º da Lei das S.A.¹²⁹). Desse modo, para que os avaliadores de bens respondam pelos danos a que derem causa, haverá de ser comprovada sua imprudência, negligência ou imperícia¹³⁰.

Afora a hipótese da responsabilidade em decorrência da avaliação de bens, a Lei das S.A. a legislação aplicável ao mercado de capitais, não fazem nenhuma menção expressa ao regime de responsabilidade civil a que se sujeita o avaliador nas demais hipóteses em que a apresentação do laudo se fizer necessária.

¹²⁷ Considerada em sentido estrito, a culpa “*traduz o comportamento equivocado da pessoa, despida da intenção de lesar ou violar direito, mas da qual poderia exigir comportamento diverso, posto que erro inecusável ou sem justificativa plausível e evitável para o ‘homo medius’*” (STOCO, Rui. *Tratado de responsabilidade civil*. 6ª edição, São Paulo: Revista dos Tribunais, 2004, p. 132), ao passo que o dolo em sentido estrito pode ser definido em 2 (duas) perspectivas: “*para a doutrina da vontade, dolo é a vontade encaminhada a produzir resultado antijurídico. Para a teoria da representação, dolo é a previsão do resultado*” (AMARAL, Francisco. *Da inexecução das obrigações e suas consequências*. 4ª edição. São Paulo: Saraiva, 1972, p. 256).

¹²⁸ Recurso Especial nº 888.467-SP. Rel. Min. João Otávio de Noronha, j. em 01.09.2011, publicado no DJe em 06.10.2011.

¹²⁹ “Art. 8º (...) § 6º. Os **avaliadores** e o subscritor responderão **perante a companhia, os acionistas e terceiros, pelos danos que lhes causarem por culpa ou dolo** na avaliação dos bens, sem prejuízo da responsabilidade penal em que tenham incorrido; no caso de bens em condomínio, a responsabilidade dos subscritores é solidária.” (grifou-se)

¹³⁰ “A culpa pode empenhar ação ou omissão e revela-se através da imprudência: comportamento açodado, precipitado, apressado, exagerado ou excessivo; negligência: quando o agente deveria fazê-lo e deixa de observar regras subministradas pelo bom senso, que recomendam cuidado, atenção e zelo; e imperícia: a atuação profissional sem o necessário conhecimento técnico ou científico que desqualifica o resultado e conduz o dano” (STOCO, Rui. *Tratado de responsabilidade civil*. 6ª edição, São Paulo: Revista dos Tribunais, 2004, p. 132).

A responsabilidade civil é estatuída nos artigos 186 e 927 do Código Civil, *in verbis*:

*“Art. 186. Aquele que, por ação ou omissão voluntária, **negligência ou imprudência**, violar direito e causar dano a outrem, ainda que exclusivamente moral, comete ato ilícito.”* (grifou-se)

*“Art. 927. Aquele que, por **ato ilícito (arts. 186 e 187)**, causar dano a outrem, fica obrigado a repará-lo.*

***Parágrafo único.** Haverá obrigação de reparar o dano, independentemente de culpa, nos **casos especificados em lei, ou quando a atividade normalmente desenvolvida pelo autor do dano implicar, por sua natureza, risco para os direitos de outrem.**”* (grifou-se)

Vale ressaltar, o ordenamento jurídico pátrio optou por estabelecer como regra geral responsabilidade civil subjetiva:

*“Impõe-se lembrar que o Código Civil posto em vigor pela Lei nº 10.406, de 10.01.2002, tal Como o código revogado, consagrou o **princípio da responsabilidade mediante culpa (...) manteve a culpa como pressuposto do ato ilícito e da obrigação de indenizar, embora essa regra comporte exceções que, aliás, foram sensivelmente ampliadas.**”¹³¹* (grifou-se)

Com efeito, a adoção do princípio da responsabilidade subjetiva pelo Código Civil de 2002 fica evidente quando seu artigo 186 estabelece a necessidade da culpabilidade do agente para que fique configurado *ato ilícito*¹³², ao passo que a responsabilidade objetiva é colocada na forma de *numerus clausus*, ou seja, em situações elencadas taxativamente (artigo 927 do Código Civil)¹³³.

Em matéria societária, a tendência da Lei das S.A. no sentido da responsabilização civil subjetiva é notória. Além da hipótese mencionada no § 6º do artigo 8º, este diploma legal estabelece a responsabilização subjetiva (i) dos agentes fiduciários perante os debenturistas, pelos

¹³¹ STOCO, Rui. *Tratado de responsabilidade civil*. 6ª edição, São Paulo: Revista dos Tribunais, 2004, p. 132.

¹³² Em sentido contrário, Gustavo Tepedino entende que o Código Civil de 2002, diferentemente do de 1916, estabeleceu um critério dualista para a responsabilidade civil, de modo que tanto a responsabilidade objetiva quanto a subjetiva teriam um caráter geral, eis que, no seu entender, estariam disciplinadas por regras distintas: *“O CC alterou o sistema ao adotar, paralelamente à cláusula geral de responsabilidade subjetiva do art. 186, a cláusula geral de responsabilidade objetiva para atividades de risco, nos termos do parágrafo único do art. 927”* (TEPEDINO, Gustavo et al.. *Código Civil interpretado*: Conforme a Constituição da República. Rio de Janeiro: Renovar, v. II, 2006. p 807).

¹³³ STOCO, Rui. *Tratado de responsabilidade civil*. 6ª edição, São Paulo: Revista dos Tribunais, 2004, p. 133.

danos causados no exercício das suas atribuições (artigo 68, § 4º)¹³⁴; (ii) dos fundadores, pelos danos decorrentes dos atos ou operações que realizarem previamente à constituição da companhia mediante oferta pública (artigo 92, parágrafo único)¹³⁵; (iii) do administrador, pelos danos causados no exercício de suas atribuições (artigo 158, inciso I)¹³⁶; (iv) dos membros do conselho fiscal, pelos atos praticados no exercício de suas atribuições (artigo 165)¹³⁷; e (v) da própria companhia, pelos prejuízos decorrentes do atraso na emissão e substituição de certificados, e de transferências e averbações nos livros sociais (artigo 104)¹³⁸.

De acordo com artigos 186 e 927 do Código Civil, para que o avaliador se submeta à responsabilidade objetiva (i) haveria de existir norma expressa nesse sentido; ou (ii) a avaliação teria que ser caracterizada como uma atividade de risco a direitos de terceiros¹³⁹.

Inexiste no regime societário qualquer dispositivo legal que estatua a responsabilidade objetiva dos avaliadores. Ademais não é a avaliação uma atividade sujeita a risco excepcional¹⁴⁰, ou

¹³⁴ “Art. 68. O agente fiduciário representa, nos termos desta Lei e da escritura de emissão, a comunhão dos debenturistas perante a companhia emissora. (...) § 4º **O agente fiduciário responde perante os debenturistas pelos prejuízos que lhes causar por culpa ou dolo no exercício das suas funções**” (grifamos).

¹³⁵ “Art. 92. Os fundadores e as instituições financeiras que participarem da constituição por subscrição pública responderão, no âmbito das respectivas atribuições, pelos prejuízos resultantes da inobservância de preceitos legais. Parágrafo único. **Os fundadores responderão, solidariamente, pelo prejuízo decorrente de culpa ou dolo em atos ou operações anteriores à constituição**” (grifamos).

¹³⁶ “Art. 158. O administrador não é pessoalmente responsável pelas obrigações que contrair em nome da sociedade e em virtude de ato regular de gestão; responde, porém, civilmente, pelos prejuízos que causar, quando proceder: I - **dentro de suas atribuições ou poderes, com culpa ou dolo**” (grifamos).

¹³⁷ “Art. 165. Os **membros do conselho fiscal** têm os mesmos deveres dos administradores de que tratam os arts. 153 a 156 e respondem pelos **danos resultantes de omissão no cumprimento de seus deveres e de atos praticados com culpa ou dolo, ou com violação da lei ou do estatuto**” (grifamos).

¹³⁸ “Art. 104. A companhia é responsável pelos prejuízos que causar aos interessados por vícios ou irregularidades verificadas nos livros de que tratam os incisos I a III do art. 100. Parágrafo único. A companhia deverá diligenciar para que os **atos de emissão e substituição de certificados, e de transferências e averbações nos livros sociais, sejam praticados no menor prazo possível, não excedente do fixado pela Comissão de Valores Mobiliários, respondendo perante acionistas e terceiros pelos prejuízos decorrentes de atrasos culposos**” (grifou-se).

¹³⁹ Esta segunda hipótese tem origem na adoção, pelo ordenamento jurídico brasileiro, da chamada *teoria do risco*, desenvolvida principalmente por juristas franceses no final do século XIX. Segundo essa teoria, “aquele que exerce uma atividade perigosa deve-lhe assumir os riscos e reparar os danos dela decorrentes” (FILHO, Sergio Cavalieri. *Programa de responsabilidade civil*. 9ª edição, São Paulo: Atlas, 2010, p. 142).

seja, a perigo constante. Ao mencionar as atividades de risco, “o legislador quis se referir àquelas atividades que implicam alto risco ou em um risco maior que o normal, justificando o sistema mais severo de responsabilização”¹⁴¹.

Se a elaboração do laudo de avaliação consistisse em uma atividade de risco, não se ocuparia o § 6º do artigo 8º da Lei das S.A. em estabelecer a responsabilidade subjetiva do avaliador de bens. Isto porque, de acordo com os ditames da hermenêutica jurídica, as normas devem ser consideradas como parte de um sistema harmonioso, e não de forma isolada.

Desse modo, os avaliadores não se submetem à responsabilidade objetiva.

Vale mencionar, quanto à atribuição da responsabilidade civil objetiva em virtude de disposição expressa em lei, o Código de Defesa do Consumidor¹⁴², que estabelece que o fornecedor de serviços responde, *independentemente da existência de culpa*, pela reparação dos danos causados aos consumidores por defeitos relativos à prestação dos serviços, bem como por

¹⁴⁰ José Geraldo Brito Filomeno posiciona-se em sentido contrário. No seu entender, cumpre aplicar a responsabilidade objetiva aos intermediários na medida em que “ninguém poderá negar que as atividades desenvolvidas no mercado mobiliário sejam manifestamente de risco” (FILOMENO, José Geraldo Brito. “Empresas de avaliação de riscos – ‘ratings’ – e sua responsabilidade”. In: JUNIOR, Ecio Perin et al. *Direito Empresarial: aspectos atuais de direito empresarial brasileiro e comparado*. São Paulo: Método, 2005, p. 124). Entretanto, entendo que não assiste razão ao referido posicionamento na medida em que não se deve confundir o risco inerente às oscilações ocorridas no mercado de capitais, ao qual está sujeito primordialmente a pessoa que nele investe, com o risco intrínseco à atividade dos agentes que nele atuam, sendo que este último risco o considerado para fins da determinação da incidência da responsabilidade objetiva nos termos do artigo 927 do Código Civil. Nesse sentido, tendo em vista que o risco deve ser considerado em relação à atividade, e não ao meio em que ela se realiza, nota-se, por exemplo, que, em tese, a elaboração de um laudo de avaliação para uma companhia fechada irá redundar no mesmo risco que se este fosse para uma companhia de capital aberto, com valores mobiliários negociados no mercado de capitais. Ademais, a Lei nº 6.385/1976 estabeleceu expressamente, por meio do seu artigo 26, § 2º, que a responsabilidade civil dos auditores de uma companhia, os quais são agentes que atuam no referido mercado, no caso de causarem prejuízos a terceiros, é subjetiva. Também o STJ já se manifestou no sentido de que a responsabilidade desses intermediários “não se trata, em absoluto, de responsabilidade objetiva. Está ela condicionada à presença do dolo ou da culpa” (Recurso Especial nº 888.467-SP, Rel. Min. João Otávio de Noronha, j. em 01.09.2011, publicado no DJe em 06.10.2011). Não assiste razão à mencionada assertiva generalista de que os intermediários respondem de forma objetiva.

¹⁴¹ TEPEDINO, Gustavo et al. *Código Civil interpretado: Conforme a Constituição da República*. Rio de Janeiro: Renovar, v. II, 2006. p 807.

¹⁴² Lei nº 8.078/1990.

informações insuficientes ou inadequadas sobre sua fruição e riscos (artigo 14), não se aplica aos avaliadores.

Este diploma legal somente é aplicável às relações de consumo, definidas como aquelas que *“têm como sujeitos, de um lado, os fornecedores e, de outro, os consumidores”*¹⁴³. Consumidor é toda pessoa física ou jurídica que *adquire ou utiliza produto ou serviço como destinatário final* (Artigo 2º do Código de Defesa do Consumidor).

Observe-se, os destinatários finais dos laudos de avaliação serão sempre os acionistas. Isto porque sua apresentação se faz necessária para, conforme o caso, determinar o montante do capital social a ser detido pelos acionistas em determinadas companhias, ou os valores a serem pagos a estes.

Contudo, a condição dos acionistas como destinatários finais não é suficiente para que se caracterize a relação de consumo. Neste sentido, tanto doutrinadores especializados no direito societário como no do consumidor, se posicionam no sentido de que os investidores *não* são consumidores. Nesse sentido, afirmam Pedro Paulo Cristóforo e José Geraldo Brito Filomeno, respectivamente¹⁴⁴:

¹⁴³ CRISTÓFARO, Pedro Paulo. “Limites do campo de incidência da Lei 8.078, de 11.9.90 – o código de defesa do consumidor e os investidores ou poupadores”. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, v. 92, outubro-dezembro, 1993, p. 86.

¹⁴⁴ A questão da relação estabelecida entre investidores e instituições que gerem de seu capital, lhes prestem serviços bancários ou administram fundos de investimento tem gerado significativas discussões. Alguns doutrinadores, assim como julgados do STJ, têm aventado a hipótese de sua caracterização como relação de consumo. Contudo, tal questão não é relevante ao presente trabalho, haja vista que tais relações não se assemelham ao vínculo que se estabelece entre os avaliadores e investidores de companhias. E mais, o debate se concentra na questão de se caracterizar os investidores consumidores exclusivamente em virtude dos contornos das obrigações firmadas entre as mencionadas instituições e investidores. Portanto, a discussão sempre parte do pressuposto de que os investidores não são consumidores, podendo ser caracterizados como tais por conta do vínculo que possuem com os bancos ou administradores de fundos de investimentos. Assim, apesar da falta de pertinência temática com o nosso estudo, tal discussão circunda uma exceção que só faz confirmar a regra geral em comento, ou seja, de que os investidores não são consumidores.

"Consumidores e investidores são categorias diferenciadas, quer conceitualmente, quer do ponto de vista legal. A poupança não se confunde com o consumo nem do ponto de vista econômico nem do ponto de vista jurídico."¹⁴⁵ (grifou-se)

*"Em nossas obras sempre temos manifestado opinião no sentido de que investidor manifestado opinião no sentido de que o **investidor não é consumidor**, no sentido de não serem seus interesses abrangidos, em princípio, pelos dispositivos da Lei 8.078/1990 (Código de Defesa do Consumidor), não obstante algumas decisões de nossos tribunais superiores, designadamente no que tange à caderneta de poupança, por exemplo.*

*E isto porque: a uma, **quem investe busca lucro, e não adquire qualquer produto ou serviço**; a duas, porquanto **existe uma lei específica para a tutela civil dos investidores no mercado de valores mobiliários**, já que diz respeito a indenizações a que podem estar sujeitos aqueles que lhes causem prejuízos, tudo sem embargo de sanções de natureza penal e administrativa."¹⁴⁶ (grifou-se)*

Com efeito, na medida em que os destinatários finais dos laudos de avaliação não são consumidores, mas sim investidores das companhias, este diploma legal não se aplica aos avaliadores.

Neste sentido, além de inaplicáveis a teoria do risco e eventual disposição expressa nesse sentido na legislação societária, igualmente não pode o Código de Defesa do Consumidor ser aplicado aos avaliadores, restando configurada sua sujeição dos avaliadores ao regime geral de responsabilidade civil subjetiva.

Portanto, para que o avaliador seja responsabilizado na esfera cível, é necessário que se comprove que ele agiu com dolo ou culpa, ou seja, que o dano ocorreu porque ele assim o quis, agiu sem a cautela que seria exigida ordinariamente, ou ainda, em desconformidade com os conhecimentos técnicos e científicos aplicáveis

¹⁴⁵ CRISTÓFARO, Pedro Paulo. "Limites do campo de incidência da Lei 8.078, de 11.9.90 – o código de defesa do consumidor e os investidores ou poupadores". In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: RT, v. 92, outubro-dezembro, 1993, p. 89.

¹⁴⁶ FILOMENO, José Geraldo Brito. "Empresas de avaliação de riscos – 'ratings' – e sua responsabilidade". In: JUNIOR, Ecio Perin et al. *Direito Empresarial: aspectos atuais de direito empresarial brasileiro e comparado*. São Paulo: Método, 2005, p. 113.

6.1.3. A Conduta Exigida do Avaliador

A análise da conduta do avaliador *durante* o processo de avaliação que determinará sua responsabilização civil. Desse modo, o dever que lhe é imposto constitui uma *obrigação de meio*. Independentemente do resultado do laudo, caso o avaliador seja imparcial, cauteloso e aplique as técnicas recomendáveis, não poderá ser responsabilizado. Nesse sentido, destaca a doutrina:

“(...) Na obrigação de meio, o devedor da obrigação deve agir como um bom pai de família, cauteloso e diligente, desenvolvendo o melhor de seus esforços para a obtenção de um resultado, sem contudo garantir o êxito. (...) Nas obrigações de meio ou diligências e prudência, o que se contrata é o esforço humano, a atividade, sem nenhuma garantia de resultado (...).”¹⁴⁷ (grifou-se)

Note-se, sendo imposta ao avaliador uma conduta diligente, semelhantemente ao que ocorre em relação à verificação do dever de diligência ao qual estão submetidos os administradores das companhias, também no que tange aos peritos ou empresas avaliadoras, *“a verificação do cumprimento do dever de diligência não pode ir além da análise própria à apuração de adimplemento de qualquer obrigação de meio”*¹⁴⁸.

Ressalte-se que, conforme mencionado no Capítulo 1, para que sejam nomeados, os avaliadores deverão possuir, além da idoneidade moral, competência técnica condizente com a complexidade do laudo que foi contratado para elaborar. Nesse sentido, a apuração de sua diligência vai além do critério do *bonus pater familias*, de filiação romanística, aplicado aos administradores^{149,150}. Isto porque:

¹⁴⁷ PINTO, Nelson Luiz Guedes Ferreira; TORRES, Marco Antônio Gonçalves. “Responsabilidade civil – parecer de auditores – obrigações de meio e de resultado – dever de indenizar”. In: *Revista dos Tribunais*: RT, v. 716, junho, 1995, p. 1287.

¹⁴⁸ ADAMEK, Marcelo Vieira Von. *Responsabilidade Civil dos Administradores de S/A e as ações correlatas*. São Paulo: Saraiva, 2009, p.132.

¹⁴⁹ ADAMEK, Marcelo Vieira Von. *Responsabilidade Civil dos Administradores de S/A e as ações correlatas*. São Paulo: Saraiva, 2009, p.121.

¹⁵⁰ O referido critério é definido por um *standard* que encontra-se positivado em nossa lei societária primordialmente por meio do seu artigo 153, que, ao tratar do dever de diligência dos administradores de companhias, o define como a *“diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração dos seus próprios negócios”*. Note-se que este *standard* aplica-se também ao agente fiduciário em relação aos debenturistas, na medida em que o artigo 68,

“espera-se e exige-se tanto maior diligência e eficiência quanto mais especializado o profissional (...), constituindo também fontes para a atribuição de responsabilidade, os usos ou práticas profissionais geralmente aceitos ou recomendados e, por outro lado, as normas que regem o exercício determinadas atividades.”^{151, 152}

Assim, a cautela e a minúcia com que o avaliador analisará a consistência das informações, dados e documentos que servirão de base para a elaboração do laudo de avaliação, concorrerão para análise da diligência necessária na mesma medida da complexidade da avaliação contratada do bem ou da companhia¹⁵³.

6.1.4. Legitimados Ativos para a Propositura de Ação Indenizatória

A Lei das S.A. estabeleceu de forma expressa quais os legitimados para a propositura da ação de responsabilização civil dos avaliadores em virtude da avaliação de bens. Nesse sentido, dispõe o § 6º do artigo 8º que, nesse caso, o avaliador responderá *“perante a companhia, os acionistas e terceiros, pelos danos que lhes causarem por culpa ou dolo na avaliação dos bens”*.

§ 1º, alínea “a”, deste mesmo diploma legal, estabelece que se inclui entre seus deveres o de exercer sua função *“empregando no exercício da função o cuidado e a diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração de seus próprios bens”*.

¹⁵¹ PINTO, Nelson Luiz Guedes Ferreira; TORRES, Marco Antônio Gonçalves. “Responsabilidade civil – parecer de auditores – obrigações de meio e de resultado – dever de indenizar”. In: *Revista dos Tribunais*: RT, v. 716, junho, 1995, p. 1288.

¹⁵² Em relação às normas que regem a elaboração dos laudos de avaliação por auditores, a já mencionada Norma e Procedimentos de Auditoria – NPA nº 14, expedida pelo IBRACON, estabelece em seu artigo 5º que *“a responsabilidade profissional do auditor independente, para emitir laudo de avaliação, está restrita à conformidade de sua atuação técnica com as exigências estabelecidas nesta NPA (...)”*.

¹⁵³ A esse respeito, vale mencionar o importante avanço trazido com a alteração da Instrução CVM nº 361/2002, por meio da Instrução CVM nº 487/2010, em relação à responsabilização dos avaliadores no âmbito do mercado de capitais. Tal instrução alterada regula o procedimento aplicável às ofertas públicas de aquisição de ações de companhia aberta, o registro das ofertas públicas de aquisição de ações para cancelamento de registro de companhia aberta, por aumento de participação de acionista controlador, por alienação de controle de companhia aberta, para aquisição de controle de companhia aberta quando envolver permuta por valores mobiliários, assuntos que analisaremos mais detidamente a no decorrer deste trabalho. A referida alteração trouxe consigo a obrigatoriedade de o avaliador declarar que analisou a consistência, coerência e razoabilidade das informações, passando a Instrução CVM nº 361/2002 a proibir a utilização dessas informações quando elas forem consideradas inconsistentes. Anteriormente a tal alteração, o avaliador estava obrigado a verificar somente as informações que julgasse inconsistentes.

Note-se que, para que haja direito à indenização, é pressuposto necessário que as partes do pólo ativo desta ação tenham incorrido em prejuízos (artigo 927 do Código Civil). Por esta razão, uma vez constatada a superavaliação dos bens, os acionistas poderão de plano ajuizar uma ação indenizatória. Contudo, os credores somente poderão ajuizar a referida ação em caso de eventual insolvência da sociedade¹⁵⁴.

Mesmo nas hipóteses de cisão, incorporação e fusão, não poderão os credores pretender em juízo a responsabilidade dos avaliadores em decorrência do resultado do laudo de avaliação senão na hipótese de a companhia não possuir capacidade de arcar com suas obrigações.

Vale frisar, os subscritores também estarão legitimados a pretender a responsabilização dos avaliadores em juízo caso entendam terem sido prejudicados pelo laudo de avaliação de seus bens¹⁵⁵. Isto porque se inserem no gênero “terceiros” a que alude o mencionado artigo 8º, em seu § 6º.

Quando a avaliação envolver empresas emissoras de valores mobiliários negociados no mercado de capitais, existe ainda a possibilidade de o Ministério Público ajuizar ação civil pública de responsabilidade por danos causados neste mercado¹⁵⁶. Para tanto, os danos haverão de decorrer de uma das condutas estabelecidas no artigo 1º da Lei nº 7.913/1989, quais sejam:

*“I - operação fraudulenta, prática não eqüitativa, manipulação de preços ou criação de condições artificiais de procura, oferta ou preço de valores mobiliários;
II - compra ou venda de valores mobiliários, por parte dos administradores e acionistas controladores de companhia aberta, utilizando-se de informação relevante, ainda não divulgada para conhecimento do mercado, ou a mesma operação realizada por quem a detenha em razão de sua profissão ou função, ou por quem quer que a tenha obtido por intermédio dessas pessoas;*

¹⁵⁴ BORBA, José Edwaldo Tavares. *Direito Societário*. 10ª edição, Rio de Janeiro: Renovar, 2007, p. 225.

¹⁵⁵ CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. v. 4, t. II, 3ª edição, São Paulo: Saraiva, 2009, p. 496.

¹⁵⁶ Segundo José Geraldo Brito Filomeno, esta ação constitui uma “tutela coletiva, *latu senso*, relativamente a todos quantos julguem lesados por um dos comportamentos sumariados” (FILOMENO, José Geraldo Brito. “Empresas de avaliação de riscos – ‘ratings’ – e sua responsabilidade”. In: JUNIOR, Ecio Perin et al. *Direito Empresarial: aspectos atuais de direito empresarial brasileiro e comparado*. São Paulo: Método, 2005, p. 114).

III - omissão de informação relevante por parte de quem estava obrigado a divulgá-la, bem como sua prestação de forma incompleta, falsa ou tendenciosa”.

6.1.5. Prescrição na Responsabilidade Civil dos Avaliadores

A prescrição da responsabilidade civil dos avaliadores “*visa assegurar a segurança e a estabilidade das relações jurídicas, a fim de se evitar a perpetuidade do direito de ação*”¹⁵⁷, na medida em que não poderia o avaliador ficar sujeito ao direito potestativo dos prejudicados *ad eternum*.

Nos termos do artigo 287, inciso I, alínea “a”, da Lei das S.A., o prazo prescricional da ação contra peritos e subscritores objetivando a reparação civil pela avaliação de bens é de 1 (um) ano, contado da publicação da ata da assembleia que aprovar o laudo.

Conforme assevera Trajano Miranda Valverde, o referido prazo tem por termo inicial a publicação da ata porque a subscrição em bens pode ocorrer não somente por ocasião da constituição da companhia, mas também em outros aumentos de capital¹⁵⁸. Desse modo, buscou o legislador estabelecer um momento comum a qualquer que seja o propósito da integralização do capital por meio de bens.

O prazo prescricional descrito no artigo 287 da Lei das S.A. aplica-se exclusivamente ao laudo de avaliação de bens. As demais hipóteses de avaliação, o prazo prescricional aplicável será o do artigo 206, § 1º, inciso IV, do Código Civil, o qual é igualmente de 1 (um) ano¹⁵⁹.

¹⁵⁷ CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. *A Nova Lei das S/A*. São Paulo: Saraiva, 2002, p. 413.

¹⁵⁸ TRAJANO DE MIRANDA VALVERDE. *Sociedades por Ações*. v. III, 2ª edição, Rio de Janeiro: Forense, 1953, p. 119-120.

¹⁵⁹ Apesar de o prazo prescricional da ação de responsabilidade dos avaliadores ser quantitativamente o mesmo na Lei das S.A. e no Código Civil, esta distinção é importante na medida em que aquele diploma legal estende a prescrição de 1 (um) ano também para o subscritor de bens.

Observe-se, mesmo sendo norma posterior, o artigo 206 do Código Civil não teve o condão de revogar a alínea “a” do inciso I da Lei das S.A.. Isto porque, conforme estabelece o artigo 1.089 do Código Civil, este somente se aplica em caso de omissão de lei especial. Desse modo, sendo a Lei das S.A. uma lei especial, o dispositivo do Código Civil incide somente sobre os demais tipos societários, permanecendo os prazos prescricionais descritos na Lei das S.A. aplicáveis às sociedades anônimas¹⁶⁰.

De acordo com o artigo 288 da Lei das S.A., quando a ação se originar de fato que deva ser apurado no juízo criminal, não correrá a prescrição antes da respectiva sentença definitiva, ou da prescrição da ação penal. Esta norma foi objeto de críticas doutrinárias, na medida em que abarcou uma hipótese de interrupção do prazo prescricional sem, contudo, estabelecer um termo inicial.

A esse respeito, nos parece plausível, de acordo com a uma interpretação sistemática da lei, que a interrupção se dê com o ato formal que instaura a ação penal que, nos termos da disciplina processualista penal, é o recebimento da denúncia pelo juízo¹⁶¹.

6.2. Responsabilidade Criminal

Não se propõe o presente item a analisar todos os ilícitos penais a que poderia incorrer o avaliador, uma vez que a abrangência de tal tema daria azo à elaboração de um trabalho apartado. Pretendemos analisar algumas controvérsias que poderiam surgir em relação à responsabilização penal do avaliador no que toca exclusivamente à *elaboração* do laudo de avaliação.

A responsabilidade penal pode ser definida como “*o dever jurídico de responder pela ação delituosa que recai sobre o agente imputável*”¹⁶². Alinhando tal definição ao nosso estudo, pode-se

¹⁶⁰ ROSMAN, Luiz Alberto Colonna; BULHÕES-ARIEIRA, Bernardo Alvarenga. “Prazos de Prescrição”. In: Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira (Coord.). *Direito das Companhias*. v. II, Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 2.099-2.100.

¹⁶¹ Nesse sentido, CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. v. 4, t. II, 3ª edição, São Paulo: Saraiva, 2009, p. 513.

afirmar que responde penalmente o avaliador que, mesmo tendo a capacidade de saber estar elaborando um laudo em desconformidade a alguma norma penal, o faz de forma voluntária.

Por meio da responsabilização penal, não se pretende que o avaliador restitua ao sujeito lesado o dano que lhe foi causado. Isto porque não é possível determinar quais indivíduos foram prejudicados; nessa esfera, o dano é causado à coletividade, de forma que a sanção visa repelir a conduta delituosa.

Com efeito, o ilícito penal atinge os valores mais importantes da vida social, sendo, nesse sentido, mais grave que os ilícitos cíveis¹⁶³ e administrativos, razão pela qual a sanção penal será mais rigorosa que os demais gêneros existentes no nosso ordenamento.

A Lei das S.A. não abarcou dispositivos que versem sobre questões de ordem penal¹⁶⁴, havendo de se averiguar os tipos penais contidos no Código Penal e na legislação especial. Pode-se afirmar de plano que não há ilícitos penais aplicáveis ao avaliador em virtude da elaboração do laudo. Isto porque o legislador entendeu que a elaboração irregular do laudo de avaliação não afronta valores sociais suficientemente relevantes à aplicação de sanções penais.

Frise-se, tal assertiva diz respeito à elaboração do laudo, e não das demais condutas ilegais que o avaliador possa concorrer. A título de exemplificação, uma das condutas que não se referem exclusivamente à elaboração do laudo mas que podem dar ensejo à responsabilização do avaliador é a descrita no artigo 342 do Código Penal.

Destarte, quando operações societárias envolvendo companhias derem azo a litígios submetidos à jurisdição arbitral, ao poder judiciário ou intentados na esfera administrativa – nessa última hipótese, inclui-se os processos administrativos da CVM –, caso seja determinada a

¹⁶² FRAGOSO, Cláudio Heleno. *Lições de Direito Penal: Parte Geral*. 16ª edição, Rio de Janeiro: Forense, 2004, p. 242.

¹⁶³ FRAGOSO, Cláudio Heleno. *Lições de Direito Penal: Parte Geral*. 16ª edição, Rio de Janeiro: Forense, 2004, p. 174.

¹⁶⁴ BORBA, José Edwaldo Tavares. *Direito Societário*. 10ª edição, Rio de Janeiro: Renovar, 2007, p. 225.

elaboração do laudo de avaliação, o avaliador estará sujeito a sanções penais na hipótese de negar, omitir ou afirmar inverdades a respeito do laudo já elaborado, primordialmente sobre as premissas e informações utilizadas. Tal conduta caracteriza o crime de falsa perícia:

*“Art. 342. **Fazer afirmação falsa, ou negar ou calar a verdade como testemunha, perito, contador, tradutor ou intérprete em processo judicial, ou administrativo, inquérito policial, ou em juízo arbitral:** Pena - reclusão, de um a três anos, e multa.*

§ 1º As penas aumentam-se de um sexto a um terço, se o crime é praticado mediante suborno ou se cometido com o fim de obter prova destinada a produzir efeito em processo penal, ou em processo civil em que for parte entidade da administração pública direta ou indireta.

§ 2º O fato deixa de ser punível se, antes da sentença no processo em que ocorreu o ilícito, o agente se retrata ou declara a verdade.” (grifou-se)

Vale mencionar, existem tipos no Código Penal cuja análise menos atenta pode eventualmente levar o intérprete a entender equivocadamente por sua aplicação à elaboração laudo de avaliação, dentre os quais podemos destacar o estelionato e o crime de fraudes e abusos na fundação ou administração de sociedade por ações, estabelecidos respectivamente nos artigos 171 e 177 do Código Penal.

Para a atribuição do crime de estelionato aos avaliadores, seria imprescindível que estes causassem prejuízos dolosamente quando da elaboração do laudo, lançando mão de *artifício, ardil, ou outro meio fraudulento* com vistas à obtenção de vantagem para si ou terceiros:

“Estelionato

Art. 171 - Obter, para si ou para outrem, vantagem ilícita, em prejuízo alheio, induzindo ou mantendo alguém em erro, mediante artifício, ardil, ou qualquer outro meio fraudulento:

Pena - reclusão, de um a cinco anos, e multa”.

Ressalte-se que o procedimento avaliatório (Capítulo 2) exige que laudo esteja instruído de todos os documentos relativos à avaliação, devendo ser analisado e aprovado pela assembleia geral, ocasião em que estarão presentes os avaliadores a fim de esclarecer eventuais questionamentos. Assim, não seria possível que o avaliador mantivesse os acionistas, subscritores ou os administradores em erro, pois o resultado da elaboração do laudo de avaliação será sempre verificado. A esse respeito, ensina Waldemar Ferreira:

*“Pode parecer que se aplique aos avaliadores, que atribuírem aos bens do valor havido como superior ao provável, o dispositivo do artigo 171 do código penal. (...) É o crime de estelionato. **Não o praticam, evidentemente os avaliadores**, ainda que, para a obtenção de vantagem ilícita para os proprietários dos bens a serem dados em pagamento de ações subscritas, induzam a erro os demais subscritores ou acionistas, que lhes aprovem o laudo. O texto legal determina que os peritos apresentem laudo fundamentado e instruído com os documentos relativos aos bens avaliados, e estarão presentes à assembleia, que dela deverá conhecer, a fim de prestarem as informações que lhes forem solicitadas.*

***Sem o artifício apto para enganar, acompanhado de prova, ou meio fraudulento capaz de surpreender e gerar convicção errônea, não se caracteriza o estelionato.**”¹⁶⁵ (grifou-se)*

Desse modo, tendo em vista que os aprovadores poderão constatar qualquer discrepância no laudo, nesta hipótese o estelionato seria um *crime impossível* em relação à elaboração do laudo. A propósito, a doutrina penalista denomina de crime impossível “*aquele que, **pela ineficácia total do meio empregado** ou pela impropriedade absoluta do objeto **material é impossível de se consumir***”¹⁶⁶.

No que tange ao crime de fraudes e abusos na fundação ou administração de sociedade por ações, o Código Penal estabelece o seguinte:

“Fraudes e abusos na fundação ou administração de sociedade por ações

Art. 177 - Promover a fundação de sociedade por ações, fazendo, em prospecto ou em comunicação ao público ou à assembléia, afirmação falsa sobre a constituição da sociedade, ou ocultando fraudulentamente fato a ela relativo.

Pena - reclusão, de um a quatro anos, e multa, se o fato não constitui crime contra a economia popular.” (grifou-se)

Fica evidente que o tipo penal em tela aplica-se tão somente a quem constitui a companhia. O avaliador, apesar de ser responsável pela elaboração do laudo de avaliação, imprescindível na hipótese de formação do capital social mediante a integralização de bens, não configura como fundador da companhia. Assim, “*punindo as fraudes e abusos na fundação ou*

¹⁶⁵ FERREIRA, Waldemar. *Tratado de Sociedades Mercantis*. v. 4, 5ª edição, Rio de Janeiro: Editora Nacional de Direito, 1958, p. 1019.

¹⁶⁶ CAPEZ, Fernando. *Curso de direito penal*. v. 1, 11ª edição, São Paulo: Saraiva, 2007, p. 256.

administração de sociedades por ações, o art. 177 do Código Penal não cuidou do crime dos avaliadores^{167,168}.

Para além do Código Penal, vale mencionar as sanções penais impostas aos intermediários que atuam no mercado de capitais por força da Lei nº 1.521/1951, que versa sobre crimes contra a economia popular, e da Lei nº 7.492/1986, que define os crimes contra o sistema financeiro nacional.

O artigo 3º, inciso VII, da Lei nº 1.521/1951, estabelece como crime contra a economia popular *“dar indicações ou fazer afirmações falsas em prospectos ou anúncios, para fim de substituição, compra ou venda de títulos, ações ou quotas”*, sujeitando o infrator à pena de *“detenção, de 2 (dois) anos a 10 (dez) anos, e multa, de vinte mil a cem mil cruzeiros”*.

Note-se que a *mens legis* desse dispositivo é no sentido de punir aquele que influencia o investidor, por meio de prospectos ou anúncios nos quais constem indicações ou afirmações falsas a investir ou não em determinadas sociedades.

Não obstante ter o condão de influenciar a negociação entre as partes em uma operação societária, o laudo de avaliação é destinado àqueles que já possuem vínculos com a companhia, e não ao público em geral que possa ter interesse em adquirir valores mobiliários de sua emissão. Desse modo, não parece cabível que os avaliadores sejam responsabilizados nos termos do dispositivo em comento.

¹⁶⁷ FERREIRA, Waldemar. *Tratado de Sociedades Mercantis*. v. 4, 5ª edição, Rio de Janeiro: Editora Nacional de Direito, 1958, p. 1019.

¹⁶⁸ Apesar de não defrontar a questão da aplicabilidade do crime de estelionato e/ou de fraudes e abusos na fundação ou administração de sociedade por ações, José Edwaldo Tavares Borba afirma que a Lei das S.A. deixou a responsabilização penal dos avaliadores de bens a cargo do capítulo do Código Penal no qual os artigos 171 e 177 se inserem (BORBA, José Edwaldo Tavares. *Direito Societário*. 10ª edição, Rio de Janeiro: Renovar, 2007, p. 225). Desse modo, este doutrinador, não obstante não abarcar a questão, posiciona-se em sentido contrário ao afirmado, eis que foi dissertado no sentido de que não contém o referido Capítulo nenhum tipo penal aplicável aos avaliadores especificamente quando da confecção dos laudos de avaliação.

Vale mencionar, como as informações e premissas contidas no laudo estarão sempre embasadas nos documentos que o instruírem, não seria possível que estas fossem falsas, sendo, também por isso, inaplicável este dispositivo à elaboração do laudo de avaliação, mesmo que o laudo seja anexado a anúncios ou prospectos.

Em relação à Lei nº 7.492/1986, seu artigo 6º estabelece que constitui crime contra o sistema financeiro nacional:

“Art. 6º Induzir ou manter em erro, sócio, investidor ou repartição pública competente, relativamente a operação ou situação financeira, sonegando-lhe informação ou prestando-a falsamente: Pena - Reclusão, de 2 (dois) a 6 (seis) anos, e multa.” (grifou-se)

Tendo em vista que a avaliação consiste basicamente na análise técnica de documentos e informações que instruirão o laudo de avaliação e servirão de base ao estabelecimento das premissas, similarmente ao que ocorre no crime de estelionato, falta ao avaliador meios aptos a induzir ou manter os acionistas, credores ou órgãos públicos em erro. Motivo pelo qual parece ser inaplicável esta norma¹⁶⁹.

6.3. Responsabilidade Administrativa

Dada a importância das atividades exercidas no mercado de valores mobiliários, as companhias que tenham registro para emissão de valores mobiliários, assim como os agentes que atuem neste mercado se submeterão a um regime jurídico específico, sujeitando-se às atribuições da CVM, autarquia federal vinculada ao Ministério da Fazenda.

¹⁶⁹ Importante questão sobre a responsabilização penal nos termos do dispositivo em comento, do crime de estelionato e da infração descrita no artigo 3º, inciso VII, da Lei nº 1.521/1951, seria a hipótese de os documentos utilizados na elaboração do laudo de avaliação serem falsos. Nesse caso, perquirir-se-ia os responsáveis pela falsificação, aqueles que concorreram para que eles fossem utilizados e, ainda, quais outros meios ilegais teriam sido utilizados para que tal fato ocorresse. Tendo em vista que analisar tais questões extravasariam responsabilização penal estritamente em decorrência da elaboração do laudo, a qual nos propormos a analisar, a referida questão não será abarcada, haja vista a limitação do escopo deste trabalho.

Vale mencionar, a CVM possui funções fiscalizadora, regulamentar, registrária, consultiva e de fomento. A função fiscalizadora está relacionada ao papel que esta autarquia exerce no sentido de coibir abusos, fraudes e práticas não equitativas, além de garantir que os investidores sejam devidamente informados. No exercício do poder fiscalizador, a CVM poderá instaurar inquéritos com vistas a punir aqueles que tenham cometido irregularidades no âmbito do mercado de capitais¹⁷⁰.

O principal diploma legal do mercado de capitais é a Lei nº 6.385/1976, segundo a qual, não obstante a responsabilidade civil e penal, os avaliadores podem ainda estar sujeitos à responsabilidade administrativa caso o laudo de avaliação por eles elaborado surta efeitos no mercado de valores mobiliários. Observe-se:

“Art. 9º. (...)

*V - apurar, mediante processo administrativo, atos ilegais e práticas não equitativas de administradores, membros do conselho fiscal e acionistas de companhias abertas, dos intermediários e dos **demais participantes do mercado**;*

*VI - aplicar aos autores das infrações indicadas no inciso anterior as penalidades previstas no Art. 11, **sem prejuízo da responsabilidade civil ou penal**.*

(...)” (grifou-se)

Ressalte-se que a Lei nº 6.385/1976 não se ocupou em estatuir de forma expressa a responsabilidade dos avaliadores, como o fez no caso dos auditores¹⁷¹, contudo, resta evidente que os avaliadores estarão abarcados pelo referido artigo 9º sempre que *participem* do mercado de capitais mediante a elaboração de laudos de avaliação.

A referida lei do mercado de capitais estabeleceu, na forma de seu artigo 11, quais as penalidades a que os responsabilizados no âmbito administrativo poderão estar sujeitos¹⁷², *in verbis*:

¹⁷⁰ BORBA, José Edwaldo Tavares. *Direito Societário*. 10ª edição, Rio de Janeiro: Renovar, 2007, p. 173-174.

¹⁷¹ Artigo 1º, inciso IV, e artigo 26, § 3º, da Lei nº 6.385/1976.

¹⁷² Vale frisar, o poder sancionador da CVM restringe-se àqueles que atuem no mercado de capitais, e não à universalidade de indivíduos (GUERREIRO, José Alexandre Tavares. “Sobre o poder disciplinar da CVM”. In: *Revista de*

“Art . 11. A Comissão de Valores Mobiliários poderá impor aos infratores das normas desta Lei, da lei de sociedades por ações, das suas resoluções, bem como de outras normas legais cujo cumprimento lhe incumba fiscalizar, as seguintes penalidades:

I - advertência;

II - multa;

III - suspensão do exercício do cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, de entidade do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários;

IV - inabilitação temporária, até o máximo de vinte anos, para o exercício dos cargos referidos no inciso anterior;

V - suspensão da autorização ou registro para o exercício das atividades de que trata esta Lei;

VI - cassação de autorização ou registro, para o exercício das atividades de que trata esta Lei;

VII - proibição temporária, até o máximo de vinte anos, de praticar determinadas atividades ou operações, para os integrantes do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários;

VIII - proibição temporária, até o máximo de dez anos, de atuar, direta ou indiretamente, em uma ou mais modalidades de operação no mercado de valores mobiliários.

(...)”

Portanto, estarão sujeitos às referidas sanções administrativas os avaliadores que atuem no mercado de capitais em desconformidade com as normas a ele aplicáveis, dentre as quais se inserem os regulamentos expedidos pela CVM. No que tange aos laudos de avaliação, podemos destacar as Instruções CVM nºs 319/1999 e 361/2002.

Note-se que o propósito da responsabilização administrativa é primordialmente manter a integridade do mercado de capitais, e não ressarcir os danos causados. Nesse sentido, não é necessária a comprovação do dano¹⁷³, tampouco a indicação de quem seja a vítima. Basta que se comprove que o avaliador teve uma conduta em desacordo com as normas do mercado de capitais.

Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, v. 43, julho-setembro, 1981, p. 66.

¹⁷³ A esse respeito, vale mencionar que a Lei nº 6.385/1976 permite a celebração do termo de compromisso, que foi regulamentado pela Deliberação CVM nº 390/2001. Para que seja celebrado o termo de compromisso, o acusado deve comprometer-se a cessar a prática de atividades ou atos considerados ilícitos pela CVM e corrigir as irregularidades apontadas, inclusive indenizando os prejuízos. Nesse sentido, o ressarcimento dos prejuízos, apesar de não constituir o propósito da responsabilização administrativa, é requisito necessário para celebração do termo de compromisso.

Ademais, conforme mencionamos no item “6.1.”, inexistiu menção expressa na legislação aplicável ao mercado de capitais sobre a responsabilidade objetiva dos avaliadores. Assim como ocorre na responsabilização civil e penal, também no âmbito administrativo os avaliadores responderão de forma subjetiva sendo, nos dizeres de Nelson Eizirik, *“inadmissível a responsabilidade objetiva na órbita disciplinar sempre que o indiciado demonstrar a ausência de culpa”*¹⁷⁴.

Desse modo, além da conduta irregular, para que a CVM responsabilize o administrador, deverá ter sido demonstrada a existência do dolo ou da culpa, não podendo esta autarquia responsabilizar os avaliadores em virtude de sua análise subjetiva, desde que feita em observância à diligência e aos ditames técnicos aplicáveis.

A esse respeito, vale mencionar o importante avanço trazido com a alteração da Instrução CVM nº 361/2002, por meio da Instrução CVM nº 487/2010. Tal instrução regula o procedimento aplicável às ofertas públicas de aquisição de ações de companhia aberta, o registro das ofertas públicas de aquisição de ações para cancelamento de registro de companhia aberta, por aumento de participação de acionista controlador, por alienação de controle de companhia aberta, para aquisição de controle de companhia aberta quando envolver permuta por valores mobiliários, assuntos que analisaremos mais detidamente no decorrer deste trabalho.

A referida alteração trouxe consigo a obrigatoriedade de o avaliador declarar que analisou a consistência, coerência e razoabilidade das informações, passando a Instrução CVM nº 361/2002 a proibir a utilização dessas informações quando elas forem consideradas inconsistentes. Anteriormente a tal alteração, o avaliador estava obrigado a verificar somente as informações que julgasse inconsistentes.

¹⁷⁴ EIZIRIK, Nelson. *Questões de Direito Societário e Mercado de Capitais*. Rio de Janeiro: Forense, 1987, p. 114.

Capítulo 7

A Governança Corporativa e o Laudo de Avaliação: A Carta Diretriz nº 3 do IBGC

No segundo semestre de 2011, o IBGC elaborou sua 3ª Carta Diretriz, que versa sobre os laudos de avaliação. Por meio deste documento, esta entidade estabeleceu recomendações sobre as melhores práticas de governança corporativa aplicáveis às companhias e seus administradores, em relação aos laudos obrigatórios por força de lei e os contratados de forma espontânea.

A Carta Diretriz nº 3 do IBGC foi editada num contexto em que os laudos, idealizados como instrumentos de equidade, vêm sendo seriamente criticados, notadamente nas operações de incorporações de controladas.

Um dos pontos relevantes da Carta diz respeito à escolha dos avaliadores. Dentre outras recomendações, o IBGC sugere que (i) o conselho de administração estabeleça um sistema formal mediante o qual seja determinado o perfil desejado dos avaliadores; (ii) que haja um processo de definição da metodologia, parâmetros e premissas a serem utilizados na elaboração do laudo; e (iii) que se crie um comitê que acompanhe a observância de tal sistema.

No que tange à independência dos avaliadores, para que as companhias se alinhem às melhores práticas recomendadas pelo IBGC (i) deve ser vedada a vinculação entre o sucesso da operação e a remuneração do avaliador; (ii) deve constar da ata do conselho da administração que ratificar a escolha do avaliador os valores a serem pagos pela elaboração do laudo, bem como a existência de outros contratos; e (iii) deve ser vedado que instituição financeira ou não financeira, entidade ou pessoa física que estiver prestando assessoria, consultoria ou serviços de intermediação à companhia contratante do laudo, suas controladas e coligadas ou, mesmo, seu acionista controlador, no âmbito da operação para a qual o laudo será utilizado, atue como avaliador.

Merecem destaque as recomendações que dizem respeito à incorporação de controladas. Atentando-se à realidade da subjetividade das premissas utilizadas nos laudos, o IBGC sugeriu um procedimento no qual os acionistas minoritários possam contestar seus resultados, solicitando à companhia uma nova avaliação.

Caso os minoritários contestem o laudo e a segunda avaliação resulte em uma relação de troca menos vantajosa para os acionistas minoritários, a operação deverá ser realizada a partir da relação de troca inicialmente proposta e ratificada pelo primeiro laudo. Por outro lado, se a segunda avaliação resultar em uma relação de troca mais vantajosa para os acionistas minoritários e a diferença entre as relações de troca propostas, com base na primeira e segunda avaliações, vier a ser de até 15% (quinze por cento), o acionista controlador terá de aceitar a nova relação de troca ou desistir da operação.

Note-se, caso a segunda avaliação resultar em uma relação de troca mais vantajosa para os acionistas minoritários e a diferença entre as relações de troca propostas, com base na primeira e segunda avaliações, seja *maior* do que 15% (quinze por cento), deverá ser elaborado um terceiro laudo, exceto se o acionista controlador concordar com tal relação de troca mais elevada.

Se houver a contratação de um terceiro laudo, os avaliadores serão escolhidos em comum acordo pelos avaliadores do primeiro e segundo laudos, sendo que a relação de troca final será a média ponderada decorrente do terceiro laudo e a apurada no segundo.

Desse modo, evita-se submeter os minoritários ao arbítrio excessivo do controlador, permitindo-lhe participar da avaliação que fundamentará a relação de troca, sem prejuízos ao princípio do majoritário.

Conclusões

Carece nosso ordenamento de melhor regramento em relação à responsabilidade civil dos avaliadores em operações societárias. O regime societário não estabeleceu uma diretriz mais consistente a respeito da conduta que seria exigível no exercício de sua função, o que torna difícil estabelecer a violação dos seus deveres.

O elevado grau de subjetivismo dos laudos somado à diversidade de critérios de avaliação fornece grande margem à possibilidade de o laudo ser feito “de trás para frente”, ou seja, que seja previamente acordado. Tal prática é tão evidente que, no caso do laudo elaborado tendo em vista a formação do capital social por meio de bens, Waldemar Ferreira chegou a afirmá-la de forma expressa em suas obras: *“na geralidade dos casos, a avaliação é mera formalidade. Mui difícil é que os laudos não concordem com os valores já atribuídos aos bens pelos organizadores da sociedade anônima”*^{175,176}. Ademais, inexistente um tipo penal que os sancione o avaliador exclusivamente em virtude da elaboração de um laudo fraudulento em operações societárias.

Em relação à incorporação de controladas, tema de interessantes debates na atualidade, parece que o papel do laudo de avaliação de instrumento de equidade já não condiz com a realidade quotidiana das companhias. Desse modo, há de se desenvolver outros procedimentos que também viabilizem a proteção dos acionistas minoritários, e não somente o laudo.

Com efeito, acreditamos, na linha das recomendações do IBGC para as melhores práticas na aprovação do laudo na incorporação de controladas, que a tendência para uma relação equânime é a viabilização da composição das partes, servindo o laudo apenas de parâmetro.

¹⁷⁵ FERREIRA, Waldemar. **Tratado de Direito Comercial**. v. 4, São Paulo: Saraiva, 1961, p. 109.

¹⁷⁶ A mesma afirmação é feita em outra obra do autor: *“A avaliação determinada pela lei, em regra, não passa de mera formalidade. Essa é a verdade. Achando-se tudo preparado para a constituição da companhia, dificilmente o laudo dos avaliadores concluirá por estimação de valor que não seja o dado pelos subscritores aos seus próprios bens”* (FERREIRA, Waldemar. **Tratado de Sociedades Mercantis**. v. 4, 5ª edição, Rio de Janeiro: Editora Nacional de Direito, 1958, p. 1017).

Bibliografia

ADAMEK, Marcelo Vieira Von. *Responsabilidade Civil dos Administradores de S/A e as ações correlatas*. São Paulo: Saraiva, 2009.

ALMEIDA, José Ricardo de. “Avaliação e Decisões de Investimento”. In: SADDI, Jairo (Coord.). *Fusões e Aquisições: Aspectos Jurídicos e Econômicos*. São Paulo: IOB, 2002.

AMARAL, Francisco. *Da inexecução das obrigações e suas conseqüências*. 4ª edição. São Paulo: Saraiva, 1972.

ARAGÃO, Paulo Cezar; LIMA, Monique M. Mavignier de. “Incorporação de Controlada: a Disciplina do art. 264 da Lei 6.404/1976”. In: Ecio Perin Jr., Daniel Kalansky e Luis Peyser (Coord.). *Direito Empresarial – Aspectos de Direito Empresarial Brasileiro e Comprado*. São Paulo: Método, 2005.

BERLE, Adolpho; MEANS, Gardiner. *The Modern Corporation and Private Property*, 4ª edition, New York, Harcourt, Brace & World, 1967.

BORBA, José Edwaldo Tavares. *Direito Societário*. 10ª edição, Rio de Janeiro: Renovar, 2007.

CAMPIGLIA, Américo Oswaldo. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*. v. 5, São Paulo: Saraiva, 1978.

CANTIDIANO, Luiz Leonardo. “Incorporação de Sociedades e Incorporação de Ações”. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; AZEVEDO, Luís André N. de Moura. *Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2010.

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

CAPEZ, Fernando. *Curso de direito penal*. v. 1, 11ª edição, São Paulo: Saraiva, 2007.

CARVALHOSA, Modesto e EIZIRIK, Nelson. *A Nova Lei das S/A*. São Paulo: Saraiva, 2002.

CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. v. 1, 6ª edição, São Paulo: Saraiva, 2011.

CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. v. 3, 5ª edição, São Paulo: Saraiva, 2011.

CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. v. 4, t. II, 3ª edição, São Paulo: Saraiva, 2009.

CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. v. 4, t. I, 5ª edição, São Paulo: Saraiva, 2011.

COSTA, Philomeno J. da. *Anotações às Companhias*. v. I, São Paulo: Editora dos Tribunais, 1980.

CRISTÓFARO, Pedro Paulo. “Limites do campo de incidência da Lei 8.078, de 11.9.90 – o código de defesa do consumidor e os investidores ou poupadores”. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: RT, v. 92, outubro-dezembro, 1993.

EIZIRIK, Nelson. *Questões de Direito Societário e Mercado de Capitais*. Rio de Janeiro: Forense, 1987.

EIZIRIK, Nelson. *Reforma das S/A e do Mercado de Capitais*. 2ª edição, Rio de Janeiro: Renovar, 1998.

EIZIRIK, Nelson. *Temas de Direito Societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005.

FERREIRA, Waldemar. *Tratado de Direito Comercial*. v. 4, São Paulo: Saraiva, 1961.

FERREIRA, Waldemar. *Tratado de Sociedades Mercantis*. v. 4, 5ª edição, Rio de Janeiro: Editora Nacional de Direito, 1958.

FILHO, Alfredo Lamy. “Capital Social”. In: Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira (Coord.). *Direito das Companhias*. v. I, Rio de Janeiro: Forense, 2009.

FILHO, Alfredo Lamy; PEDREIRA, José Luiz Bulhões, “Ação como Participação Societária”. In: FILHO, Alfredo Lamy; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (Coord.). *Direito das Companhias*. v. II, Rio de Janeiro: Forense, 2009.

FILHO, Sergio Cavalieri. *Programa de responsabilidade civil*. 9ª edição, São Paulo: Atlas, 2010.

FILOMENO, José Geraldo Brito. “Empresas de avaliação de riscos – ‘ratings’ – e sua responsabilidade”. In: JUNIOR, Ecio Perin et al. *Direito Empresarial: aspectos atuais de direito empresarial brasileiro e comparado*. São Paulo: Método, 2005.

FRAGOSO, Cláudio Heleno. *Lições de Direito Penal: Parte Geral*. 16ª edição, Rio de Janeiro: Forense, 2004.

FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *Invalidez das Deliberações de Assembleia das S/A*. São Paulo: Malheiros, 1999.

GUERREIRO, José Alexandre Tavares, “Sobre a conferência de bens”, *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, v. 48, outubro-dezembro, 1982.

IUDÍCIBUS, Sérgio de et al.. *Manual de Contabilidade das Sociedades por Ações*. 7ª edição, São Paulo: Atlas, 2010.

Laudo é alvo de disputa em todo mundo. *Valor Econômico*, Rio de Janeiro, 29 jan. 2011.

LOBO, Carlos Augusto da Silveira. “Conceito e normas gerais”. In: Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira (Coord.). *Direito das Companhias*. v. I, Rio de Janeiro: Forense, 2009.

LUCENA, José Waldecy. *Das Sociedades Anônimas – Comentários à Lei (arts. 1º a 120)*. v. I, Rio de Janeiro: Renovar, 2009.

LUCENA, José Waldecy. *Das Sociedades Anônimas – Comentários à Lei (arts. 1º a 120)*. v. I, Rio de Janeiro: Renovar, 2009.

NERY, Sandra de Medeiros. “Preço de emissão das Ações no Aumento de Capital da Companhia: Art. 170 da Lei das Sociedades por Ações (alterações introduzidas pela Lei 9.457/97)” “. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, v.115, julho-setembro, 1999.

Norma de Procedimentos de Auditoria – NPA do Instituto dos Auditores Independentes do Brasil - IBRACON nº 14, de 24 de setembro de 2007.

PEDREIRA, José Luiz Bulhões, “Sociedades Coligadas, Controladoras e Controladas”. In: FILHO, Alfredo Lamy; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (Coord.). *Direito das Companhias*. v. II, Rio de Janeiro: Forense, 2009.

PINTO, Nelson Luiz Guedes Ferreira; TORRES, Marco Antônio Gonçalves. “Responsabilidade civil – parecer de auditores – obrigações de meio e de resultado – dever de indenizar”. In: *Revista dos Tribunais*: RT, v. 716, junho, 1995.

QUEIROGA, Antônio Elias de. *Responsabilidade civil e o novo código civil*. Rio de Janeiro: Renovar, 2003.

REQUIÃO, Rubens. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*. São Paulo: Saraiva, 1978.

RIBEIRO, Renato Ventura. *Direito de Voto nas Sociedades Anônimas*. São Paulo: Quartier Latin, 2009.

ROSMAN, Luiz Alberto Colonna “Modificação do Capital Social”. In: Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira (Coord.). *Direito das Companhias*. v. 2, Rio de Janeiro: Forense, 2009.

ROSMAN, Luiz Alberto Colonna; BULHÕES-ARIEIRA, Bernardo Alvarenga. “Prazos de Prescrição”. In: Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira (Coord.). *Direito das Companhias*. v. II, Rio de Janeiro: Forense, 2009.

STOCO, Rui. *Tratado de responsabilidade civil*. 6ª edição, São Paulo: Revista dos Tribunais, 2004.

TEIXEIRA, Egberto Lacerda; GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *Das Sociedades Anônimas no Direito Brasileiro*. v. 1, São Paulo: Ed. José Bushatsky, 1979.

TEPEDINO, Gustavo et al. *Código Civil interpretado: Conforme a Constituição da República*. Rio de Janeiro: Renovar, v. II, 2006.

VALVERDE, Trajano de Miranda. *Sociedades por Ações*. v. I, 3ª edição, Rio de Janeiro: Forense, 1959.

VALVERDE, Trajano de Miranda. *Sociedades por Ações*. v. III, 2ª edição, Rio de Janeiro: Forense, 1953.

XAVIER, Alberto. “Incorporação de Ações: Natureza Jurídica e Regime Tributário”. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos de (Coord.). *Sociedade Anônima: 30 Anos da Lei 6.404/76*. São Paulo: Quartier Latin, 2007.

YOKOI, Yuki. Longe de problemas. *Capital Aberto*. Rio de Janeiro, p. 60, nov. 2011.