



# PUC

**DEPARTAMENTO DE  
DIREITO**

---

**ASPECTOS SOCIETÁRIOS DA  
INCORPORAÇÃO DE AÇÕES DE  
CONTROLADA ENVOLVENDO COMPANHIA  
ABERTA**

**por**

**CLARISSE MELLO MACHADO SCHLIECKMANN**

**ORIENTADOR: FRANCISCO ANTUNES MACIEL  
MÜSSNICH**

**2010.2**

---

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE

JANEIRO

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

RIO DE JANEIRO - BRASIL

# **ASPECTOS SOCIETÁRIOS DA INCORPORAÇÃO DE AÇÕES DE CONTROLADA ENVOLVENDO COMPANHIA ABERTA**

**por**

**CLARISSE MELLO MACHADO SCHLIECKMANN**

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.

**Orientador:**  
**Francisco Antunes**  
**Maciel Müssnich**

**2010.2**

## Agradecimentos

*Gostaria de agradecer à minha pequena grande família, pelo apoio em todos os momentos da minha vida, sempre na certeza de que, mesmo nos momentos de conflito, a intenção é sempre de união e amor.*

*Aos grandes amigos, absolutamente imprescindíveis tanto nos momentos de alegria e quanto de dificuldades.*

*À Silvia, fundamental para a minha formação pessoal ao longo da vida.*

*Ao Escritório Barbosa, Müssnich & Aragão Advogados, especialmente ao Professor e Orientador, Chico Müssnich, e aos queridos Rafael Calábria, Bruna Brick e Felipe Bon, responsáveis por todo meu aprendizado em direito societário, bem como pela minha formação profissional e pessoal.*

## **Resumo**

O presente trabalho tem como objetivo analisar os principais aspectos das operações de incorporação de ações, prevista no artigo 252 da Lei nº 6.404 de 15 de dezembro de 1976 e, mais especificamente, das incorporações de ações de companhia controlada que envolvam companhia aberta, operação essa que vem sendo objeto de crescente regulação.

Para o desenvolvimento do tema, apresenta-se primeiramente uma breve análise da incorporação de *sociedades*, sua natureza jurídica, seus efeitos e procedimentos com o intuito de distingui-la da incorporação de *ações*, traçando-se, para tanto, as semelhanças e diferenças entre esses dois institutos. Em seguida, apresenta-se um estudo mais aprofundado sobre as incorporações de ações para, a partir desses elementos, chegar-se à discussão relativa às operações de incorporação de ações de companhias controladas envolvendo companhia aberta – tema central deste trabalho – analisando as normas da legislação societária vigente, a regulamentação da Comissão de Valores Mobiliários sobre o assunto, o recente Parecer da Comissão de Valores Mobiliários nº 35, de 1º de setembro de 2008, e o entendimento da CVM em casos dessa natureza.

## **Palavras-chave**

Incorporação – Incorporação de Ações – Controlada – Protocolo e Justificação – Relação de Substituição – Art. 264 – Parecer de Orientação CVM nº 35

# Sumário

<b>INTRODUÇÃO .....</b>	<b>5</b>
<b>CAPÍTULO 1. DA INCORPORAÇÃO DE SOCIEDADES.....</b>	<b>6</b>
1.1. NATUREZA JURÍDICA .....	6
1.2. PROTOCOLO E JUSTIFICAÇÃO .....	8
1.3. PROCEDIMENTO .....	11
1.4. EFEITOS .....	13
1.5. DIREITO DE RECESSO.....	16
<b>CAPÍTULO 2. DA INCORPORAÇÃO DE AÇÕES.....</b>	<b>20</b>
2.1. CONCEITO DE SUBSIDIÁRIA INTEGRAL .....	21
2.2. NATUREZA JURÍDICA DA INCORPORAÇÃO DE AÇÕES .....	22
2.3. PROCEDIMENTO .....	26
2.4. EFEITOS DA INCORPORAÇÃO DE AÇÕES .....	27
2.5. DISTINÇÃO ENTRE A INCORPORAÇÃO DE AÇÕES E OUTROS INSTITUTOS JURÍDICOS.....	32
<b>CAPÍTULO 3. DA INCORPORAÇÃO DE AÇÕES DE CONTROLADA E O ART. 264 DA LEI DAS S.A. ....</b>	<b>39</b>
3.1. O ART. 264 .....	41
3.2. LAUDO DE AVALIAÇÃO DOS PATRIMÔNIOS LÍQUIDOS A PREÇOS DE MERCADO .....	43
3.3. RELAÇÃO DE SUBSTITUIÇÃO.....	47
3.4. DIREITO DE RECESSO .....	49
3.5. ENTENDIMENTO DA CVM SOBRE A ADOÇÃO DE PROCEDIMENTO DIFERENCIADO AO ART. 264 .....	50
<b>CAPÍTULO 4. DAS NORMAS ESPECÍFICAS À INCORPORAÇÃO DE AÇÕES DE CONTROLADA ENVOLVENDO COMPANHIA ABERTA.....</b>	<b>54</b>
4.1. A INSTRUÇÃO CVM Nº 319.....	55
4.2. O PARECER DE ORIENTAÇÃO CVM Nº 35 .....	58
<b>CONCLUSÃO .....</b>	<b>65</b>
<b>REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....</b>	<b>67</b>

## **Introdução**

A operação de incorporação de ações é uma das operações societárias previstas na Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (“Lei das S.A.” ou “Lei nº 6.404/76”) que objetiva a concentração societária e a unificação de bases acionárias de diferentes sociedades.

A incorporação de ações de sociedade controlada, por sua vez, é uma hipótese peculiar de incorporação de ações, pelo fato de não haver, nesse caso, duas maiorias acionárias distintas e independentes negociando os termos da operação.

Por essa razão e com receio fundado de que a existência de uma única vontade social atuando na operação resulte em uma relação de troca desigual, em prejuízo aos acionistas minoritários da sociedade controlada, a incorporação de ações de sociedade controlada – e, em especial, aquelas operações envolvendo companhia aberta – vem sendo objeto de crescente regulação por parte do legislador e da Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”).

Dessa forma, buscaremos demonstrar adiante, dentre outros aspectos, os motivos que fundamentam a preocupação do legislador e da CVM com a matéria, bem como a legislação e a regulamentação societárias vigentes sobre o assunto.

Para tanto, optamos por caracterizar a operação de incorporação de ações, passando primeiramente por uma análise prévia da incorporação de sociedades para, em seguida, abordar a regulação atual da incorporação de ações de sociedade controlada envolvendo companhias abertas, a regulação da CVM sobre a matéria e o seu entendimento atual sobre determinadas questões práticas.

## Capítulo 1. Da Incorporação de Sociedades

Para uma melhor compreensão do tema objeto do presente trabalho, qual seja, a incorporação de ações de sociedade controlada, faz-se necessário, primeiramente, uma breve análise da operação de incorporação de sociedades propriamente dita.

Isto porque, se por um lado trata-se de dois institutos absolutamente distintos, por outro lado, a das S.A. optou por adotar o mesmo procedimento da incorporação de sociedades para a incorporação de ações, sendo de grande um exame prévio das características daquela operação.

### 1.1. Natureza Jurídica

A incorporação é uma das técnicas de reorganização e concentração societária previstas na legislação societária vigente e foi originariamente introduzida no ordenamento jurídico brasileiro por meio do artigo 152 do Decreto-Lei nº 2.627, de 26 de setembro de 1940 (“Decreto-Lei nº 2.627/40”).

Até a edição da Lei nº 10.406 de 10 de janeiro de 2002 (“Código Civil”), o Decreto-Lei nº 2.627/40 era aplicável a todos os tipos de sociedade. Com o advento do Código Civil de 2002, a incorporação passou a ser regulada de forma geral pelo Código Civil, à exceção das incorporações que envolvessem sociedades anônimas, essas reguladas pela Lei das S.A., nas quais se concentra o presente trabalho.

A atual redação da Lei das S.A. regula a operação de incorporação no artigo 227, *in verbis*:

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

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

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

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

Dessa forma, a incorporação de sociedades pode ser compreendida como o negócio pelo qual uma sociedade (incorporada) é absorvida por outra (incorporadora), que lhe sucede em todos os direitos e obrigações<sup>1</sup>.

Trata-se, portanto, de negócio de natureza jurídica contratual formalizado por meio do protocolo de incorporação celebrado entre as companhias incorporadora e incorporada ou entre acionistas interessados, que irão estabelecer os termos e condições da pretendida incorporação e submetê-los à aprovação pelas respectivas assembleias gerais<sup>2</sup>.

Uma vez aprovado o protocolo da incorporação pela assembleia geral da sociedade incorporadora, essa mesma assembleia irá autorizar o aumento de capital da sociedade incorporadora a ser realizado mediante a versão do patrimônio líquido da incorporada ao patrimônio da incorporadora.

O aumento de capital será subscrito e integralizado pela sociedade incorporada, no montante de seu patrimônio líquido, conforme avaliado pelos peritos nomeados pela assembleia geral da incorporadora.

Como resultado do aumento de capital, os acionistas da sociedade incorporada recebem ações de emissão da incorporadora – em substituição às ações anteriormente detidas por eles na sociedade incorporada –, na proporção da relação de substituição convencionada pelas sociedades no protocolo de incorporação.

Nessa linha, Waldirio Bulgarelli define a incorporação de sociedades da seguinte forma:

---

<sup>1</sup> PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Incorporação, Fusão e Cisão. In: Lamy Filho, Alfredo e Pedreira, José Luiz Bulhões (coord.). *Direito das Companhias*. 2º vol., 1ª ed.. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 1798.

<sup>2</sup> Ibidem. p. 1994.



“A incorporação consiste na operação pela qual uma ou mais sociedades são absorvidas por outra, que lhes sucede em todos os direitos e obrigações.

Há, portanto, a transposição, em bloco, do patrimônio e dos acionistas ou sócios das incorporadas para a incorporadora que, permanecendo, emite ações e as entrega aos acionistas ou sócios da incorporadas, por força de lei, em todos os direitos e obrigações<sup>3</sup>”.

Assim, autorizado e subscrito o aumento de capita da incorporadora e aprovada a operação de incorporação pelas assembleias gerais das sociedades envolvidas, opera-se a extinção da sociedade incorporada que será sucedida pela incorporadora em todos os direitos e obrigações.

Dessa forma, iremos analisar adiante os procedimentos e efeitos da incorporação de sociedades, fazendo antes uma breve análise do protocolo da justificação previstos nos artigos 224 e 225 da lei societária.

## 1.2. Protocolo e da Justificação

O protocolo é documento previsto no artigo 224 da Lei das S.A., firmado entre os órgãos de administração das sociedades envolvidas na operação ou por acionistas interessados, tendo como objetivo principal fixar as bases da operação pretendida.

A obrigação de realizar o protocolo assim como a justificação existe não só na incorporação de sociedades como também nas operações de fusão, cisão e incorporação de ações.

Trata-se de documento de natureza jurídica peculiar, pelo fato de não produzir efeitos imediatamente, uma vez que sua eficácia é condicionada à aprovação pelas assembleias gerais das sociedades envolvidas na operação.

A esse respeito, discorre Waldirio Bulgarelli, traçando inclusive um panorama com o direito comparado:

“Firmado pelos administradores das sociedades, **essa dependência à aprovação posterior no seio de cada sociedade tira-lhe a exigibilidade ampla, dando-lhe um cunho de pré-contrato** ou *pacta de contrahenda*, como quer Guirao, na

---

<sup>3</sup> BULGARELLI, Waldirio. *Fusões, Incorporações e Cissões de Sociedades*. 5ª ed.. São Paulo: Atlas, 2000. p. 216.

Espanha, o de um simples projeto, como querem na França Houpin e Bosvieux, e na Itália Giuseppe Ferri, ou mesmo um contrato ‘conditio juris’, como o qualifica Jesus Rúbio, na Espanha”<sup>4</sup> (grifou-se)

Admitindo-se o caráter de pré-contrato do protocolo, resta evidente que o mesmo não possui o condão de vincular as sociedades envolvidas na operação de imediato, as quais são obrigadas, nos termos da legislação societária, a submeter o protocolo à aprovação de suas respectivas assembleias gerais.

Para Egberto Lacerda Teixeira e José Alexandre Tavares Guerreiro:

“Partindo do pressuposto que nos parece suportado pela doutrina mais moderna, de que a incorporação, fusão e cisão apresentam *natureza contratual*, **o protocolo, tal como o concebeu o legislador de 1976 configura uma promessa de contrato, um pré-contrato**. Tem os mesmos efeitos de uma declaração de intenção, qualificada por uma condição suspensiva, a saber, a posterior decisão assemblear que, a respeito das operações em tela, é soberana”<sup>5</sup>. (grifou-se).

O conteúdo necessário do protocolo da operação encontra-se prescrito no mesmo artigo 224 da Lei das S.A. Note-se que não se trata de um conteúdo exaustivo, mas de um conteúdo mínimo previsto pelo legislador para a informação dos acionistas<sup>6</sup>.

Dessa forma, o protocolo deverá dispor sobre as bases da operação, incluindo, necessariamente:

- (i) 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;
- (ii) os elementos ativos e passivos que formarão cada parcela do patrimônio, no caso de cisão;

---

<sup>4</sup> Ibidem. p. 212.

<sup>5</sup> Teixeira, Egberto Lacerda e Guerreiro, José Alexandre Tavares Guerreiro. *Das Sociedades Anônimas no Direito Brasileiro*. São Paulo: Bushatsky, 1979, pp. 657 e 658.

<sup>6</sup> Ibidem. p. 661.

(iii) os critérios de avaliação do patrimônio líquido, a data a que será referida a avaliação, e o tratamento das variações patrimoniais posteriores;

(iv) a solução a ser adotada quanto às ações ou quotas do capital de uma das sociedades possuídas por outra;

(v) o valor do capital das sociedades a serem criadas ou do aumento ou redução do capital das sociedades que forem parte na operação;

(vi) o projeto ou projetos de estatuto, ou de alterações estatutárias, que deverão ser aprovados para efetivar a operação; e

(vii) todas as demais condições a que estiver sujeita a operação.

A justificação da operação, por sua vez, é tratada pela Lei das S.A. no artigo 225 que prevê que as operações de incorporação, fusão, e cisão deverão ser submetidas à deliberação da assembleia geral das sociedades envolvidas na operação, mediante a apresentação de justificação da operação pretendida.

A lei impõe, portanto, que tais operações sejam justificadas às assembleias gerais de acionistas, devendo ser abordados nessa justificação os seguintes pontos:

(i) os motivos ou fins da operação, e o interesse da companhia na realização da operação pretendida;

(ii) as ações que os acionistas preferenciais receberão e as razões para a modificação dos seus direitos, se prevista;

(iii) a composição, após a operação, segundo espécies e classes das ações, do capital das companhias que deverão emitir ações em substituição às que se deverão extinguir;

(iv) o valor de reembolso das ações a que terão direito os acionistas dissidentes.

Nos termos da Exposição de Motivos à Lei nº 6.404/76 o objetivo dos artigos 224 e 225 da Lei das S.A. é assegurar aos acionistas 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”*<sup>7</sup>.

### 1.3. Procedimento

O procedimento para a efetivação da operação de incorporação de sociedades, prescrito na Lei das S.A. compreende os seguintes passos<sup>8</sup>:

(i) Celebração do protocolo de incorporação, firmado entre os órgãos de administração das sociedades ou por sócios das sociedades interessadas, no qual serão estabelecidos os termos e condições da incorporação, nos termos do artigo 224 da Lei das S.A.;

(ii) Elaboração da justificação da operação, nos termos do artigo 225 da Lei das S.A.<sup>9</sup>;

(iii) Aprovação do protocolo de incorporação e nomeação dos peritos que avaliarão o patrimônio líquido da sociedade incorporada, pela assembleia geral da companhia incorporadora;

(iv) Aprovação do protocolo de incorporação e autorização para os administradores da sociedade incorporada praticarem os atos necessários à incorporação, inclusive a subscrição do aumento de capital da incorporadora, pela assembleia geral da sociedade incorporada; e

<sup>7</sup> Disponível em [http://www.cvm.gov.br/port/atos/leis/6404\\_Exposicao.asp](http://www.cvm.gov.br/port/atos/leis/6404_Exposicao.asp). Acesso em 09 Out. 2010.

<sup>8</sup> Para José Luiz Bulhões Pedreira o procedimento de incorporação pode ser classificado em três etapas: a primeira, de *“definição das estipulações do negócio”*; a segunda, de *“formação do negócio”* e a terceira, de *“execução do negócio contratado”*. (PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Incorporação, Fusão e Cisão. In: Lamy Filho, Alfredo e Pedreira, José Luiz Bulhões (coord.). *Direito das Companhias*. 2º vol., 1ª ed.. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p.1799).

<sup>9</sup> “Art. 225. As operações de incorporação, fusão e cisão serão submetidas à deliberação da assembleia-geral das companhias interessadas mediante justificação, na qual serão expostos:

I - os motivos ou fins da operação, e o interesse da companhia na sua realização;

II - as ações que os acionistas preferenciais receberão e as razões para a modificação dos seus direitos, se prevista;

III - a composição, após a operação, segundo espécies e classes das ações, do capital das companhias que deverão emitir ações em substituição às que se deverão extinguir;

IV - o valor de reembolso das ações a que terão direito os acionistas dissidentes”.

(v) Aprovação do laudo de avaliação e declaração da efetivação da incorporação pela assembleia geral da incorporadora.

Note-se que, não obstante o protocolo e a justificação estarem previstos em artigos distintos na legislação societária; na prática, costuma-se observar a elaboração de um único documento de protocolo e justificação.

Na mesma linha, cabe notar também que, como forma de evitar eventuais prejuízos às companhias no período compreendido entre a realização da assembleia geral que aprova o protocolo e a assembleia geral que irá aprovar o laudo de avaliação, é comum a realização de uma única assembleia, realizada depois de já concluído o laudo de avaliação. Nesse caso, os peritos são nomeados previamente pelos administradores ou pelos acionistas e, após concluído o laudo de avaliação, a assembleia geral da incorporadora irá (1) aprovar o protocolo de incorporação, (2) ratificar a escolha dos peritos, (3) deliberar sobre o referido laudo; e, se aprovado, (4) declarar efetivada a incorporação.

Sobre as vantagens da realização de uma única assembleia geral da incorporadora para aprovar a incorporação, José Luiz Bulhões Pedreira explica que:

“A realização de uma única Assembléia Geral da incorporadora se impõe nas companhias abertas porque, em regra, a elaboração do laudo de avaliação requer alguns meses e seria perturbador da regularidade do funcionamento dos mercados se houvesse a divulgação da aprovação do protocolo pela primeira Assembléia da incorporadora e a conclusão da operação ficasse durante meses até que se completasse o laudo de avaliação<sup>10</sup>”.

Assim, não somente para fins de praticidade e redução de custos como também como forma de evitar prejuízos à operação pretendida e às sociedades nela envolvidas, realiza-se na prática, apenas uma assembleia geral.

---

<sup>10</sup>PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Incorporação, Fusão e Cisão. In: Lamy Filho, Alfredo e Pedreira, José Luiz Bulhões (coord.). *Direito das Companhias*. 2º vol., 1ª ed.. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p.1800.

De toda forma, uma vez aprovado o protocolo e a justificação da incorporação e autorizada a subscrição do aumento de capital pelas sociedades envolvidas na operação, será declarada efetivada a incorporação e extinta a incorporada.

#### **1.4. Efeitos**

Pode-se listar como principais efeitos da incorporação de sociedades: (i) a extinção da incorporada; (ii) o aumento de capital da incorporadora mediante a versão do patrimônio líquido da incorporada a seu patrimônio; (iii) a substituição das ações de emissão da incorporada por ações de emissão da incorporadora; (iv) a sucessão universal dos direitos e obrigações da incorporada pela incorporadora; e (v) a unificação das bases acionárias, dos patrimônios e das organizações sociais de ambas as sociedades na incorporadora.

Isto posto, destacamos abaixo alguns aspectos importantes sobre os efeitos da incorporação de sociedades.

##### **1.4.1. Aumento de Capital**

Como resultado da versão do patrimônio líquido da sociedade incorporada ao patrimônio da incorporadora, essa sofrerá um aumento de seu capital social.

Com efeito, a “incorporação” que dá nome à operação em referência é traduzida pela agregação do patrimônio líquido da incorporada à incorporadora, o que, naturalmente, irá resultar em um aumento do capital social da incorporadora, salvo hipóteses específicas.

Sobre a versão do patrimônio líquido da incorporada à incorporadora, José Luiz Bulhões Pedreira esclarece que:

“A palavra ‘versão’ é empregada pela lei com o significado de ‘passar de um vaso para o outro’: figurativamente, o valor do patrimônio líquido contido em um patrimônio é transferido para outro.”<sup>11</sup>

---

<sup>11</sup> PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Incorporação, Fusão e Cisão. In: Lamy Filho, Alfredo e Pedreira, José Luiz Bulhões (coord.). *Direito das Companhias*. 2º vol., 1ª ed.. Rio de Janeiro: Forense, 2009, pp.1775 e 1776.

Por óbvio, nas hipóteses em que o patrimônio líquido da sociedade a ser incorporada for igual a zero ou negativo ou, ainda, nas hipóteses em que a sociedade incorporada for subsidiária integral da incorporadora, não haverá que se falar em aumento de capital.

Observa-se, portanto, que o aumento de capital não constitui condição imprescindível para a realização da incorporação<sup>12</sup>, como é o caso da incorporação de ações, que será analisada adiante.

O aumento de capital, quando existente, será subscrito e integralizado pela incorporada, no montante estabelecido pelas partes no protocolo de incorporação.

Dessa forma, o montante do aumento de capital não é rígido ou estreitamente vinculado ao laudo de avaliação, mas a liberdade das partes de ajustarem o valor do patrimônio líquido a ser vertido à incorporadora, a título de aumento de capital, encontra limite no artigo 226 da Lei das S.A.<sup>13</sup> – calcado no princípio da realidade do capital social – de forma que não poderão as partes acordar um aumento de capital em montante inferior ao valor do capital social a realizar, valor esse resultado do laudo de avaliação<sup>14</sup>.

Ademais, os critérios adotados pelos peritos para a avaliação do patrimônio líquido deverão estar previstos no instrumento de protocolo, conforme previsto no artigo 224, III da Lei das S.A., e justificados no instrumento de justificação a ser apresentado às assembleias gerais, com a

---

<sup>12</sup> Nessa linha, Egberto Lacerda Teixeira e José Alexandre Tavares Guerreiro afirmam que: “Temos dito e repetido que a incorporação representa **como regra geral**, um aumento de capital da sociedade incorporadora. Mas, como bem demonstrou NILTON LATORRACA, citado por WALDIRIO BULGARELLI, esse aumento de capital não é elemento essencial da incorporação”. (grifado no original). Teixeira, Egberto Lacerda e Guerreiro, José Alexandre Tavares Guerreiro. *Das Sociedades Anônimas no Direito Brasileiro*. São Paulo: Bushatsky, 1979, p. 727.

<sup>13</sup> Nesse sentido, o artigo 226 da Lei das S.A. dispõe que: “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”.

razão pela qual se entendeu serem aqueles os critérios mais adequados para a avaliação das sociedades envolvidas.

#### **1.4.2. Substituição de Ações**

Em decorrência do aumento de capital são emitidas novas ações de emissão da sociedade incorporadora, a serem conferidas aos antigos acionistas da sociedade incorporada cujas ações serão extintas como consequência efetivação da incorporação e da extinção da sociedade incorporada.

A quantidade de ações a ser conferida aos novos acionistas será estabelecida de acordo com a relação de substituição de ações fixada pelas partes no instrumento de protocolo – no gozo de sua liberdade de contratar – e aprovada pelas assembleias gerais de ambas as sociedades.

A liberdade de contratar a relação de substituição, tal qual ocorre no aumento de capital, encontra limite no artigo 226 da Lei das S.A. e na necessidade de constar no protocolo e na justificação os critérios adotados para sua determinação e os motivos de tal escolha.

Ressalte-se que há duas hipóteses nas quais não há relação de substituição de ações a ser determinada, quais sejam, na incorporação de sociedade cujo patrimônio líquido é zero ou negativo e na absorção de subsidiária integral.

#### **1.4.3. Extinção da Sociedade Incorporada**

Com a versão do patrimônio líquido da incorporada ao patrimônio da incorporadora, a aprovação pelas assembleias gerais da incorporadora e da incorporada da operação e a consequente efetivação da incorporação, opera-se a extinção da sociedade incorporada, competindo à incorporadora promover o arquivamento e a publicação dos atos da incorporação, conforme prescrito no parágrafo 3º do artigo 227 da Lei das S.A.



Trata-se de uma das hipóteses de exceção à regra da extinção das companhias pelo encerramento da liquidação da companhia, prevista no artigo 219, I da Lei das S.A..

Tal exceção encontra amparo em outro efeito legal da incorporação de sociedades, qual seja, a sucessão universal dos direitos e obrigações da sociedade incorporada, na incorporadora, que permite que não seja procedida a liquidação, pois constitui a necessária proteção aos seus credores.

#### **1.4.4. Sucessão Universal**

Extinta a sociedade incorporada, a Lei das S.A. determina que a incorporadora irá suceder a incorporada em todos os seus direitos e obrigações.

A sucessão da incorporada pela incorporadora implica na transferência de pleno direito do sujeito de todos os direitos e obrigações antes pertencentes à incorporada para a pessoa da incorporadora, a título universal.

A característica principal da sucessão universal é a transferência de uma universalidade de direitos e obrigações e não de direitos e obrigações específicas e determinadas pelas partes. Nesse sentido, a incorporadora passa a ser sujeito ativo e passivo de todos os direitos e obrigações da incorporada, mesmo que não haja previsão nesse sentido no protocolo de incorporação e ainda que tais passivos não sejam conhecidos ou escriturados à época da sucessão.

#### **1.5. Direito de Recesso**

A hipótese de direito de recesso em razão de incorporação de sociedades, encontra-se prevista no artigo 137, II combinado com o artigo 136 da Lei das S.A.

Como é sabido, o direito de recesso constitui um direito fundamental do acionista, não podendo o estatuto social ou mesmo acordo de acionistas limitarem tal direito.

Nas palavras de Luis Eduardo Bulhões Pedreira:

“O direito de retirada surgiu como contrapeso à competência reconhecida à Assembléia Geral, de modificar as bases essenciais ao contrato de companhia.”<sup>15</sup>

Para Modesto Carvalhosa:

“A lei, por um lado, dá poderes à maioria para modificar as bases essenciais do contrato social e, de outro, garante ao acionista discordante dessas modificações a possibilidade de denunciar parcialmente o pacto social a que aderiu”<sup>16</sup>.

Nesse sentido, a aprovação de determinadas matérias elencadas no artigo 137, combinado com o artigo 136 da Lei das S.A. confere ao acionista dissidente o direito de retirar-se da companhia, mediante o recebimento do reembolso do valor de suas ações, calculado nos termos do artigo 45 do diploma societário.

Em outras palavras, os acionistas da sociedade incorporada que não concordarem com a incorporação, terão a faculdade de retirarem-se da sociedade, desde que não se manifestem expressamente a favor da deliberação na assembleia geral de acionistas que deliberar sobre a matéria.

É importante ressaltar que o legislador não conferiu aos acionistas da sociedade *incorporadora* que discordarem com a deliberação da assembleia geral que aprovar a operação, o direito de recesso para retirarem-se da sociedade mediante o pagamento do reembolso<sup>17</sup>.

Ademais, nos termos do artigo 137 da Lei das S.A. também não possuem direito de recesso os titulares de ação de espécie ou classe que

---

<sup>15</sup> PEDREIRA, Luis Eduardo Bulhões. Direitos dos Acionistas. In: Lamy Filho, Alfredo e Pedreira, José Luiz Bulhões (coord.). *Direito das Companhias*. 1º vol., 1ª Ed.. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 326.

<sup>16</sup> CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. 2º vol., 5ª ed.. São Paulo: Saraiva, 2009. p. 901.

<sup>17</sup> Nesse sentido, EIZIRIK, Nelson. *Reforma das S.A. & do Mercado de Capitais*. 2ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1998. p. 68.

tenha liquidez e dispersão no mercado, conforme definidos nas alíneas *a* e *b* do referido dispositivo<sup>18</sup>.

O prazo para o exercício do direito de recesso pelo acionista dissidente é de trinta dias contados da data de publicação da ata de assembleia geral que aprovar a incorporação, conforme prevê o inciso IV do artigo 137 da Lei das S.A.<sup>19</sup>.

Cabe ressaltar que a Lei das S.A. autoriza, no parágrafo 3º do mesmo artigo 137, que os órgãos da administração convoquem, no prazo de dez dias contados do fim do prazo de exercício do direito de recesso, nova assembleia geral para ratificar ou reconsiderar a deliberação que ensejou o direito de recesso, caso entendam que o pagamento do preço do reembolso das ações aos acionistas dissidentes porá em risco a estabilidade financeira da sociedade.

Com efeito, dependendo do nível de rejeição da operação dentre os acionistas da incorporada, o pagamento do preço do reembolso das ações aos acionistas dissidentes poderá onerar excessivamente a operação de modo a inviabilizá-la.

Em relação ao direito de recesso na incorporação de companhia aberta, vale notar a lição de Franciso Müssnich ao afirmar que:

“Nos casos específicos de incorporação, fusão e cisão de companhia aberta (este último, com redação dada pela Lei nº 10.303/01 e apenas nas hipóteses ali mencionadas), o direito de recesso ocorre duplamente. Além do primeiro, que surge em decorrência da incorporação, fusão e cisão propriamente dita, há também

---

<sup>18</sup> “Art. 137. A aprovação das matérias previstas nos incisos I a VI e IX do art. 136 dá ao acionista dissidente o direito de retirar-se da companhia, mediante reembolso do valor das suas ações (art. 45), observadas as seguintes normas:

(...)

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;

(...)”.

<sup>19</sup> “Art. 137. (...)

IV – o reembolso da ação deve ser reclamado à companhia no prazo de 30 (trinta) dias contado da publicação da ata da assembleia-geral;”

outro, que resulta da não-abertura do capital das sociedades que se sucederem, no prazo de 120 dias contados da data da assembléia geral que aprovar a respectiva operação (artigo 223, §§ 3º e 4º da Lei das S.A.), observadas ainda as normas baixadas pela CVM, como, por exemplo, a Instrução CVM nº 319 e as demais que a alteraram.”<sup>20</sup>

Nesse sentido, nos casos de incorporação de companhia aberta, nos quais não se promova a abertura do capital da incorporadora em 120 dias da assembleia geral que aprovar a incorporação, haverá que se cogitar não só do direito de recesso decorrente da aprovação da incorporação de sociedades, propriamente dita, mas também do direito de recesso decorrente da não abertura do capital social da incorporadora, no prazo legal.

---

<sup>20</sup> MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. Reflexões Sobre o Direito de Recesso na Lei das Sociedades por Ações. In: Lobo, Jorge (coord.). *Reforma da lei das sociedades anônimas: inovações e questões controvertidas da Lei n. 10.303, de 31.10.2001*. Rio de Janeiro: Forense, 2002. p. 300.

## Capítulo 2. Da Incorporação de Ações

A disciplina legal da incorporação de ações foi introduzida em nosso ordenamento jurídico a partir da edição da Lei nº 6.404/76 que assim prescreve, em seu artigo 252:

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

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

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

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

§ 4º A Comissão de Valores Mobiliários estabelecerá normas especiais de avaliação e contabilização aplicáveis às operações de incorporação de ações que envolvam companhia aberta”.

O Professor Nelson Eizirik define a incorporação de ações de forma sucinta, nas seguintes palavras:

“A incorporação de ações constitui operação pela qual uma sociedade anônima é convertida em subsidiária integral de outra companhia brasileira, estando expressamente prevista no art. 252 da Lei nº 6.404/76<sup>21</sup>”.

De fato, a essência da incorporação de ações é a conversão de uma sociedade anônima em subsidiária integral de outra, mediante a

---

<sup>21</sup> EIZIRIK, Nelson. Incorporação de Ações: Aspectos Polêmicos. In: Warde Jr., Walfrido Jorge (coord.). *Fusão, Cisão, Incorporação e Temas Correlatos*. São Paulo: Quartier Latin do Brasil, 2009, p. 78.

transferência compulsória<sup>22</sup> de todas as ações de sua emissão, em aumento de capital, à companhia incorporadora. Essa, por sua vez, passa a ser a única e integral titular das ações da companhia incorporada.

Em relação aos acionistas, em substituição às ações transferidas compulsoriamente à incorporadora, os acionistas da sociedade cujas ações houverem de ser incorporadas recebem ações da incorporadora, operando-se a união dos acionistas de ambas as companhias na companhia incorporadora, com a manutenção da personalidade jurídica e do patrimônio da sociedade convertida em subsidiária integral.

Passamos, então, ao exame das características gerais da operação de incorporação de ações para depois discutirmos as peculiaridades da incorporação de ações de sociedade controlada.

### **2.1. Conceito de Subsidiária Integral**

A subsidiária integral é a sociedade anônima cujas ações são integralmente detidas por outra sociedade anônima brasileira (*i.e.*: organizada de acordo com as leis brasileiras e com sede no Brasil)<sup>23</sup>.

A Lei das S.A. admitiu no artigo 251 a existência da subsidiária integral, sociedade anônima unipessoal, cujo único acionista é sociedade brasileira.

Nesse sentido, a Exposição de Motivos à Lei 6.404/76 já afirmava:

“A companhia que tem por único acionista outra sociedade brasileira é expressamente admitida e regulada no artigo 252, que dá juridicidade ao fato diário, a que se vêem constringidas as companhias, de usar "homens de palha" para subscreverem algumas ações, em cumprimento ao requisito formal de número mínimo de acionistas. Mas o Projeto não admite a companhia brasileira subsidiária integral de companhia estrangeira, para deixar claro que a lei veda a subordinação do interesse da sociedade nacional ao da estrangeira: os administradores da companhia brasileira controlada por acionistas estrangeiros, assim como o seu

---

<sup>22</sup> EIZIRIK, Nelson. Incorporação de Ações: Aspectos Polêmicos. In: Warde Jr., Walfrido Jorge (coord.). *Fusão, Cisão, Incorporação e Temas Correlatos*. São Paulo: Quartier Latin do Brasil, 2009, p. 86 e LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros, Incorporação de Ações de Companhia Aberta Controlada. In: LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Pareceres*. São Paulo: Singular, 2004, vol. 2, p. 1411.

<sup>23</sup> Teixeira, Egberto Lacerda e Guerreiro, José Alexandre Tavares Guerreiro. *Das Sociedades Anônimas no Direito Brasileiro*. São Paulo: Bushatsky, 1979, p. 723.

acionista controlador, têm sempre os deveres e responsabilidades definidos nos artigos 116, 117 e 154 e seguintes”<sup>24</sup>.

Pela legislação societária vigente, a subsidiária integral pode ser constituída de duas formas: (i) originária ou (ii) superveniente<sup>25</sup>.

Nesse sentido, explica Alberto Xavier:

“A constituição originária ocorre por deliberação da companhia que destaca parcela do seu patrimônio para subscrição do capital de uma nova sociedade, que outra coisa não é que a personificação daquela parcela patrimonial.

**A constituição superveniente (ou conversão de companhia em subsidiária integral) pode ocorrer** mediante aquisição, por sociedade brasileira, da totalidade das ações de uma sociedade pré-existente (art. 251 § 2º da Lei nº 6.404/76) **ou através de incorporação de todas as ações do capital social de sociedade pré-existente ao patrimônio de outra companhia brasileira** (art. 252)<sup>26</sup>”. (grifou-se)

O presente estudo irá se concentrar na modalidade superveniente de constituição de subsidiária integral, mais especificamente, naquela prevista pelo artigo 252 da Lei das S.A., a incorporação de ações.

## 2.2. Natureza Jurídica da Incorporação de Ações

A natureza jurídica da incorporação de ações guarda semelhança com a natureza jurídica da operação de incorporação de sociedade, na medida em que ambas decorrem de um negócio jurídico contratual, cujas partes são as companhias e não seus acionistas<sup>27</sup>.

De fato, o *caput* do artigo 252 da Lei das S.A. igualmente prevê a celebração de protocolo e justificação de incorporação de ações a ser submetido à aprovação das assembleias gerais das sociedades envolvidas na

<sup>24</sup> Disponível em [http://www.cvm.gov.br/port/atos/leis/6404\\_Exposicao.asp](http://www.cvm.gov.br/port/atos/leis/6404_Exposicao.asp). Acesso em 09 Out. 2010.

<sup>25</sup> XAVIER, Aberto. Incorporação de Ações: Natureza Jurídica e Regime Tributário. In: De Castro, Rodrigo R. Monteiro e De Aragão, Leandro Santos (coord.). *Sociedade Anônima: 30 Anos da Lei 6.404/76*. São Paulo: Quartier Latin do Brasil, 2007. p. 120. No mesmo sentido, MARTINS, Fran. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*. Rio de Janeiro: Forense, 2010, p.1040.

<sup>26</sup> Ibid. p. 120.

<sup>27</sup> Nesse sentido, PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Incorporação, Fusão e Cisão. In: Lamy Filho, Alfredo e Pedreira, José Luiz Bulhões (coord.). *Direito das Companhias*. 2º vol., 1ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p.1994.

operação, remetendo sua elaboração aos mesmos artigos 224 e 225 do mesmo diploma legal.

A respeito da natureza jurídica da operação de incorporação de ações, Nelson Eizirik leciona que:

“A incorporação de ações disciplinada no artigo 252 da Lei das S.A. constitui um negócio plurilateral, cujo objeto é a integração de participação societária, mediante a agregação de todas as ações da incorporada ao patrimônio da incorporadora, mantida a personalidade jurídica da incorporada.”<sup>28</sup>.

Tal “*negócio plurilateral*” a que se refere o ilustre professor Nelson Eizirik é formalizado por meio do protocolo de incorporação de ações, elaborado nos termos dos artigos 224, referido pelo artigo 252 da Lei das S.A.

Como já observado anteriormente, o instrumento de protocolo é celebrado entre as administrações das companhias ou entre seus acionistas interessados que irão regular os termos e condições a que a operação pretendida irá se submeter<sup>29</sup>.

Ainda sobre a natureza jurídica da incorporação de ações, é de se notar que Modesto Carvalhosa manifesta seu entendimento no sentido de que a incorporação de ações seria “*ao mesmo tempo uma incorporação e uma alienação fictas*”<sup>30</sup>.

Contudo, este não parece ser o entendimento da melhor doutrina que afirma não haver na incorporação de ações a alienação de ações ou mesmo uma incorporação ficta, mas sim a sub-rogação legal dos acionistas da sociedade cujas ações houverem de ser incorporadas, nas ações da incorporadora<sup>31</sup>.

---

<sup>28</sup> EIZIRIK, Nelson. Incorporação de Ações: Aspectos Polêmicos. In: Wwarde Jr., Walfrido Jorge. *Fusão, Cisão, Incorporação e Temas Correlatos*. São Paulo: Quartier Latin do Brasil, 2009, p. 83.

<sup>29</sup> A respeito do protocolo e justificação, ver subitem 1.2. deste trabalho.

<sup>30</sup> CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. 4º vol., 2ª ed., tomo II, São Paulo: Saraiva, 2003. p. 129.

<sup>31</sup> PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Incorporação, Fusão e Cisão. In: Lamy Filho, Alfredo e Pedreira, José Luiz Bulhões (coord.). *Direito das Companhias*. 2º vol., 1ª Ed. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 1995.



Nesse sentido, o protocolo da operação não constituiria um instrumento de alienação de ações, como pode parecer, mas apenas o meio jurídico pelo qual são estabelecidos os termos da incorporação de ações ajustados entre as companhias.

Outro aspecto interessante da natureza jurídica da incorporação de ações reside nos efeitos do protocolo da operação sobre os acionistas das sociedades envolvidas, em especial da sociedade a ser convertida em subsidiária integral. Isto porque, não obstante o fato do instrumento de protocolo ser celebrado entre as companhias – vale dizer, sem a participação necessária de seus acionistas – o mesmo produz efeitos não somente sobre as partes do negócio jurídico (*i.e.*: as companhias), mas também sobre seus acionistas, que deverão transferir compulsoriamente suas ações à sociedade incorporadora, uma vez aprovada a incorporação de ações pela maioria dos acionistas das companhias envolvidas<sup>32</sup>.

Assim, pode-se afirmar que o negócio jurídico de incorporação de ações possui uma eficácia externa, atingindo a terceiros estranhos ao protocolo (*i.e.*: acionistas), desde que a operação seja aprovada pela maioria das assembleias gerais das sociedades envolvidas.

Dessa forma, a incorporação de ações e os termos e condições do protocolo e justificação acordados entre as sociedades, uma vez aprovados pelas assembleias gerais, produzirão efeitos sobre todos os acionistas das sociedades envolvidas – ainda que discordes ou silentes – por força da expressão da vontade social e do princípio majoritário.

Explicando esse aspecto da operação de incorporação de ações, Alberto Xavier afirma:

---

<sup>32</sup> Ressalva-se, naturalmente o direito de retirada dos acionistas dissidentes da deliberação que aprovar a incorporação de ações. Nos termos do artigo 252 da Lei das S.A.: “Art. 252. (...) § 2º A assembleia-geral da companhia cujas ações houverem de ser incorporadas somente poderá aprovar a operação pelo voto de metade, no mínimo, das ações com direito a voto, e se a aprovar, autorizará a diretoria a subscrever o aumento do capital da incorporadora, por conta dos seus acionistas; os dissidentes da deliberação terão direito de retirar-se da companhia, observado o disposto no art. 137, II, mediante o reembolso do valor de suas ações, nos termos do art. 230.(grifo nosso)

“A engenhosa criatividade da figura da incorporação de ações está na circunstância de um ato jurídico praticado por certas pessoas (o contrato entre as duas sociedades) produzir efeitos na esfera jurídica de terceiros.

Esta *eficácia externa* do contrato de incorporação de ações, que nada mais é que corolário da substituição da regra da unanimidade pelo princípio majoritário, consiste em que as deliberações tomadas pelas duas companhias vão repercutir-se automaticamente na esfera jurídica dos sócios, na qual se opera *ex lege* a substituição das ações a serem incorporadas por ações da companhia incorporadora”<sup>33</sup>.

Um terceiro aspecto interessante da incorporação de ações que também encontra fundamento no princípio majoritário, reside na subscrição do aumento de capital da incorporadora a ser efetuada pela diretoria da sociedade cujas ações serão incorporadas, conforme descrita no parágrafo 2º do artigo 252 da Lei das S.A.

Nos termos desse dispositivo, a assembleia geral de acionistas da sociedade cujas ações serão incorporadas autorizará a diretoria a subscrever o aumento de capital da incorporadora, “*por conta dos seus acionistas*”.

A doutrina caracteriza o disposto no parágrafo 2º do artigo 252 como uma representação *ex lege*, uma vez que a Lei das S.A. autoriza a diretoria a representar os acionistas e agir por conta deles na subscrição do aumento de capital da incorporadora<sup>34</sup>.

Dessa forma, a incorporação de ações possui natureza de negócio jurídico contratual, guardando as especificidades acima apontadas.

---

<sup>33</sup> XAVIER, Alberto. Incorporação de Ações: Natureza Jurídica e Regime Tributário. In: *Sociedade Anônima: 30 Anos da Lei 6.404/76*. São Paulo: Quartier Latin do Brasil, 2007, pp.128 e 129.

<sup>34</sup> “Trata-se de uma representação *ex lege*, pois a Lei Societária autoriza expressamente a diretoria a representar **todos** os acionistas no momento de subscrever o aumento de capital da incorporadora. A diretoria, no entanto, pratica tal ato sem ser mandatária dos acionistas, isto é, independentemente da sua vontade ou autorização, sendo esse poder de representação derivado da lei” (grifado no original). EIZIRIK, Nelson. Incorporação de Ações: Aspectos Polêmicos. In: Warde Jr., Walfrido Jorge (coord.). *Fusão, Cisão, Incorporação e Temas Correlatos*. São Paulo: Quartier Latin do Brasil, 2009, p. 87. No mesmo sentido XAVIER, Alberto. Incorporação de Ações: Natureza Jurídica e Regime Tributário. In: De Castro, Rodrigo R. Monteiro e De Aragão, Leandro Santos (coord.). *Sociedade Anônima: 30 Anos da Lei 6.404/76*. São Paulo: Quartier Latin do Brasil, 2007. p. 130.

### 2.3. Procedimento

O procedimento estabelecido pela Lei das S.A. para a efetivação da operação de incorporação de ações foi calcado no procedimento previsto no mesmo diploma legal para as operações de incorporação de sociedades, já analisado acima.

Com efeito, além do semelhante procedimento de aprovação da operação pelas assembleias gerais, descrito ao longo do artigo 252 da Lei das S.A., o legislador, no *caput* do mesmo artigo, remeteu o intérprete aos procedimentos de protocolo e justificação, prescritos nos artigos 224 e 225 da Lei das S.A.

Dessa forma, o procedimento legal da incorporação de ações deverá compreender os seguintes passos:

(i) Celebração do protocolo de incorporação, nos termos do artigo 224 da Lei das S.A. e elaboração da justificação da operação, nos termos do artigo 225 da Lei das S.A.<sup>35</sup>, podendo o protocolo e a justificação serem elaborados em um único instrumento;

(ii) Aprovação do protocolo de incorporação e autorização do aumento de capital a ser realizado com as ações a serem incorporadas e nomeação os peritos que as avaliarão, pela assembleia geral da companhia incorporadora;

(iii) Aprovação do protocolo de incorporação e autorização para a diretoria subscrever o aumento de capital da incorporadora por conta dos acionistas, pela assembleia geral da sociedade cujas ações serão incorporadas; e

(iv) Aprovação do laudo de avaliação e declaração da efetivação da incorporação de ações pela assembleia geral da incorporadora.

Tal como observado na incorporação de sociedades, também na incorporação de ações é comum a realização de uma única assembleia geral da incorporadora – especialmente no caso de companhias abertas – como

---

<sup>35</sup>Sobre o protocolo e justificação ver subitem 1.2. do presente trabalho.

forma de evitar eventuais prejuízos às companhias no período compreendido entre a realização da assembleia geral que delibera sobre o protocolo e àquela que aprova o laudo de avaliação que irá orientar o aumento de capital<sup>36</sup>.

Com relação às assembleias gerais, vale ressaltar ainda o disposto no parágrafo 2º do artigo 252 que estabelece a necessidade de quórum qualificado para a aprovação da operação pela assembleia geral da sociedade cujas ações serão incorporadas. A incorporação de ações somente poderá ser aprovada pelo voto da metade, no mínimo, das ações com direito a voto de emissão da referida sociedade.

Não há, portanto, a exigência de aprovação unânime dos acionistas para a realização da operação. Apesar da incorporação de ações ter como efeito a transferência das ações de todos os acionistas da sociedade cujas ações houverem de ser incorporadas à incorporadora, não há necessidade de que todos esses acionistas aprovem a operação.

A lei societária optou por fazer prevalecer a vontade social expressa pela maioria qualificada dos acionistas, de forma que esses terão suas ações transferidas à incorporadora, compulsoriamente ainda que não concordem com a operação, em nome do interesse social, salvo se optarem por exercer o direito de recesso.

#### 2.4. Efeitos da Incorporação de Ações

A incorporação de ações tem como principais efeitos (i) o aumento de capital da incorporadora, realizado com as ações a serem incorporadas; (ii) a substituição das ações de emissão da sociedade cujas ações serão incorporadas por ações de emissão da incorporadora; (iii) a sub-rogação legal dos acionistas da sociedade cujas ações houverem de ser incorporadas,

---

<sup>36</sup> A esse respeito, Fran Martins, “Tal avaliação deverá, aliás, **preceder** o aumento de capital, pois este depende, no seu montante, do valor encontrado para as ações, já que, ao ser feito o aumento, as ações a serem subscritas pelos acionistas da sociedade que vai ser incorporada não podem, no seu conjunto, representar uma importância **superior ao quantum** em que o capital será aumentado, caso em que a sociedade incorporadora teria que devolver aos acionistas da incorporada a diferença, para mais, do valor de suas ações”. (grifado no original). MARTINS, Fran. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*. Rio de Janeiro: Forense, 2010, p. 1041.

nas ações da incorporadora; (iv) a conversão da sociedade cujas ações serão incorporadas em subsidiária integral da incorporadora; e (v) a unificação das bases acionárias de ambas as sociedades na incorporadora, os quais serão analisados adiante.

#### **2.4.1. Aumento de Capital**

Como resultado da incorporação das ações de determinada sociedade no patrimônio da incorporadora, esta sofrerá um aumento de capital a ser autorizado pela assembleia geral de seus acionistas, no montante determinado no protocolo de incorporação de ações.

Diferentemente da incorporação de sociedades, na qual o aumento de capital é proporcional ao valor do patrimônio líquido da incorporada; na incorporação de ações, o aumento de capital deverá ser proporcional às ações a serem incorporadas ao patrimônio da incorporadora.

Em decorrência do aumento de capital, serão emitidas novas ações da sociedade incorporadora que serão entregues aos acionistas da sociedade cujas ações houverem de ser incorporadas, em substituição às ações anteriormente detidas por na sociedade ora convertida em subsidiária integral da incorporadora.

As ações incorporadas, portanto, não são extintas como ocorre no caso da incorporação de sociedades, mas transferidas, integralmente, à titularidade da incorporadora.

O aumento de capital, no caso de incorporação de ações, é ato necessário à consumação da incorporação de ações e decorre de sua aprovação pelas assembleias gerais.

A esse respeito, é esclarecedora a lição do Professor Nelson Eizirik que afirma:

“O aumento de capital da companhia incorporadora, assim, **decorre** da incorporação de ações, isto é, constitui um ato **complementar e necessário** à consumação da incorporação de ações, objetivando criar novas ações que serão subscritas pela diretoria da companhia incorporada, nos termos do §2º do artigo

252 da Lei Societária, para serem entregues aos acionistas da companhia cujas ações foram incorporadas.”<sup>37</sup> (grifado no original).

Com relação ao laudo de avaliação que irá orientar o aumento de capital da incorporadora, a Lei das S.A. não determina a adoção de um critério específico para avaliar as ações a serem incorporadas. A Lei determina apenas, que o protocolo da operação deverá prever qual o critério adotado para avaliação e, a justificação, deverá apresentar os motivos pelos quais as administrações das companhias entendem que o critério escolhido é o melhor para avaliá-las.

A finalidade do laudo de avaliação, na incorporação de ações, assim como ocorre na incorporação de sociedades, é garantir a observância ao princípio da integridade do capital social e, portanto, orientar o montante do aumento de capital e a relação de substituição entre as ações, fixados pelas partes.

Note-se que não há direito de preferência dos acionistas da incorporadora, para subscreverem o aumento de capital decorrente da incorporação de ações.

Ora, se a incorporação de ações tem como objetivo e principal característica a conversão da sociedade cujas ações houverem de ser incorporadas, em subsidiária integral da incorporadora, o exercício do direito de preferência por apenas um acionista, inviabilizaria a operação.

Conforme preceitua Fran Martins:

“Feita a avaliação das ações da sociedade a ser incorporada, fixado o aumento do capital da incorporadora, os acionistas desta, **por disposição legal, não terão o direito de preferência na subscrição das ações decorrentes do aumento, pois se tal ocorresse não seria realizada a operação que tem por finalidade tornar a primeira sociedade subsidiária integral da outra**”<sup>38</sup> (grifou-se).

---

<sup>37</sup> EIZIRIK, Nelson. Incorporação de Ações: Aspectos Polêmicos. In: Warde Jr., Walfrido Jorge. *Fusão, Cisão, Incorporação e Temas Correlatos*. São Paulo: Quartier Latin do Brasil, 2009, p. 80.

<sup>38</sup> MARTINS, Fran. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*. 4ª ed.. Rio de Janeiro: Forense, 2010, p.1041.

Dessa forma, resta esclarecido no parágrafo 1º do artigo 252 da Lei das S.A. que os acionistas da sociedade incorporadora não terão o direito de preferência a que normalmente fariam jus para subscrever o aumento de capital no caso de se tratar de uma subscrição em bens, por exemplo.

#### **2.4.2. Substituição de Ações e Sub-Rogação Real**

Em consequência do aumento de capital da incorporadora, serão emitidas novas ações de emissão da incorporadora a serem atribuídas aos acionistas da sociedade cujas ações forem incorporadas, em substituição às ações por eles detidas nessa sociedade.

Em outras palavras, as ações incorporadas passarão à titularidade da incorporadora e os acionistas que detinham, até então, participação acionária na sociedade convertida em subsidiária integral passarão a ser acionistas da incorporadora, por substituição de ações.

A relação de substituição tem caráter essencialmente negocial, podendo ser acordada de forma livre pelas partes, de acordo com o interesse das mesmas no negócio a ser celebrado<sup>39</sup>.

Dessa forma, a quantidade de ações a ser recebida pelo acionista da sociedade cujas ações serão incorporadas será extraída da relação de substituição estabelecida no protocolo da operação pelas companhias envolvidas na operação.

As novas ações emitidas pela incorporadora serão recebidas pelos acionistas da sociedade cujas ações houverem de ser incorporadas por meio de uma sub-rogação real e decorrente da lei.

Nas palavras de Alberto Xavier:

---

<sup>39</sup> Nesse sentido, Luiz Leonardo Cantidiano afirma: “A matéria é livremente negociada e ajustada pelas duas sociedades, na medida em que constitui aspecto do negócio que só interesse às sociedades e aos seus sócios, porque somente eles têm implicações patrimoniais. Prevalece, na negociação e estipulação dessa condição, o princípio da liberdade contratual”. CANTIDIANO, Luiz Leonardo. Incorporação de Sociedades e Incorporação de Ações. In: Castro, Rodrigo R. Monteiro de e Azevedo, Luis André N. de Moura. *Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2010, p.143.

“O titular das ações a serem objeto de incorporação nada faz, nada transmite, nada permuta: limita-se ‘passivamente’ a *receber* da sociedade incorporadora ações substitutivas das originariamente detidas e que ocupam, no seu patrimônio, lugar equivalente ao das *ações substituídas* por um fenômeno de *sub-rogação real*”<sup>40</sup>.  
(grifado no original)

Não há, por conseguinte, que se cogitar de sucessão universal. A companhia incorporadora não passará a ser titular dos direitos e obrigações da sociedade convertida em subsidiária integral, como ocorre na incorporação de ações. A sociedade a ser convertida em subsidiária integral subsiste à operação, assim como seu patrimônio e permanece titular de todos os seus direitos e obrigações.

Ocorre, na incorporação de ações, uma mera sub-rogação real dos antigos acionistas da sociedade convertida em subsidiária integral, nas ações da incorporadora emitidas por ocasião da incorporação de ações.

#### **2.4.3. Conversão em Subsidiária Integral**

Como já observado no subitem 2.1. acima, a incorporação de ações é uma hipótese de constituição superveniente de subsidiária integral, prevista no artigo 252 da Lei das S.A.

Com a incorporação de ações, as ações a serem incorporadas, são transferidas compulsória e integralmente da titularidade dos acionistas originários da sociedade convertida em subsidiária integral à incorporadora, passando a sociedade cujas ações foram incorporadas a constituir sua subsidiária integral, nos termos do artigo 252 da Lei das S.A.

#### **2.4.4. Direito de Recesso**

Diferentemente da incorporação de sociedades, na qual, apenas os acionistas dissidentes da incorporada possuem direito de recesso, na incorporação de ações, tanto os acionistas da incorporadora quanto os acionistas da sociedade a ser convertida em subsidiária integral que não concordarem com a operação poderão retirar-se das respectivas

---

<sup>40</sup> XAVIER, Alberto. Incorporação de Ações: Natureza Jurídica e Regime Tributário. In: *Sociedade Anônima: 30 Anos da Lei 6.404/76*. São Paulo: Quartier Latin do Brasil, 2007, p.133.



companhias, mediante o recebimento do valor de reembolso, nos termos dos artigos 45 e 230 da Lei das S.A.<sup>41</sup>.

Também na incorporação de ações os acionistas das companhias envolvidas na incorporação somente poderão exercer o direito de retirada na hipótese de suas ações não possuírem liquidez ou dispersão, conforme definidos pelo artigo 137, II da Lei das S.A.

À exceção do ról dos legitimados para exercerem o direito de recesso – ampliado pelo legislador no caso de incorporação de ações – os demais aspectos do direito de recesso na incorporação de ações recebem o mesmo tratamento conferido pela Lei das S.A. à incorporação de sociedades, sendo, em ambos os casos regulados pelos artigos 137 e 230 da Lei Societária<sup>42</sup>, de modo que remetemos à leitura do subitem 1.5. acima.

## **2.5. Distinção entre a Incorporação de Ações e Outros Institutos Jurídicos**

Em que pese a semelhança de denominação entre a operação de incorporação de ações (regulada pelo artigo 252 da Lei das S.A.) e a operação de incorporação de sociedade (regulada pelo artigo 227 da Lei das S.A.), trata-se de operações absolutamente distintas à luz da Lei Brasileira, como se pode observar pelo exame das características de cada uma delas.

As operações de incorporação de ações e incorporação de sociedades encontram-se, inclusive, previstas em seções e capítulos distintos da Lei das S.A. Não há, por exemplo, qualquer relação de gênero e espécie entre as operações ou ainda outro tipo de vinculação, como pode parecer a partir de uma leitura desatenta.

---

<sup>41</sup> Para Nelson Eizirik, “*O Direito de recesso constitui, também, uma das principais distinções da incorporação de ações em relação à incorporação de sociedades, tendo em vista que nesta última apenas os acionistas da companhia incorporada podem exercê-lo, conforme dispõem os artigos 137 e 230 da Lei Societária*”. EIZIRIK, Nelson. Incorporação de Ações: Aspectos Polêmicos. In: Warde Jr., Walfrido Jorge. *Fusão, Cisão, Incorporação e Temas Correlatos*. São Paulo: Quartier Latin do Brasil, 2009, p. 84.

<sup>42</sup> A esse respeito, ver subitem 1.5. acima.

A semelhança entre a denominação das operações mencionadas já foi objeto de inúmeras críticas por parte da doutrina pátria, conforme os fragmentos abaixo transcritos.

Nesse sentido, Fran Martins critica:

“Julgamos, entretanto, que o legislador empregou mal a palavra *incorporação*, conhecida (e a própria lei afirma isso, no art. 227, §3º) como uma operação em que a sociedade incorporada se *extingue*, sendo sucedida pela incorporadora, o que não acontece com a incorporação de ações de uma sociedade anônima ao patrimônio de uma outra para considerá-la subsidiária integral. Tendo as palavras, em direito, um sentido próprio, é de boa técnica o seu emprego no significado adequado; a utilização neste artigo da palavra incorporação torna o dispositivo de difícil compreensão para os menos avisados, o que seria evitado, com a vantagem de tornar clara a intenção do legislador, se um outro termo fosse empregado”<sup>43</sup>.

Para Luiz Gastão Paes de Barros Leães:

“À aquisição por sociedade brasileira da *totalidade* das ações de determinada companhia, para convertê-la em subsidiária integral, deu o legislador a denominação de certo modo imprópria, de *incorporação de ações* (art. 252), na medida em que estendeu à mesma o procedimento adotado para a *incorporação de sociedades* (art. 227), se bem se trate de institutos diversos, que se distinguem seja pelas suas características, seja pelos seus efeitos”<sup>44</sup>.

Na lição de Egberto Lacerda Teixeira e José Alexandre Tavares Guerreiro:

“Apesar da semelhança da operação em tela [incorporação de ações] com o instituto regulado no art. 227, parece-nos que a expressão escolhida pelo legislador – *incorporação de ações* – é, de certo modo imprópria, por suscitar confusões com aquele instituto”<sup>45</sup>. (grifado no original)

De fato, a semelhança entre as denominações não passa de uma escolha infeliz do legislador e não traduz uma eventual natureza comum entre as operações, como pode parecer.

<sup>43</sup> MARTINS, Fran. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*. 4ª ed.. Rio de Janeiro: Forense, 2010, p. 1040.

<sup>44</sup> LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Incorporação de Ações de Companhia Aberta Controlada*. In: LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Pareceres*. São Paulo: Singular, 2004, vol. 2, p. 1412.

<sup>45</sup> Teixeira, Egberto Lacerda e Guerreiro, José Alexandre Tavares Guerreiro. *Das Sociedades Anônimas no Direito Brasileiro*. São Paulo: Bushatsky, 1979, p. 727.

A semelhança entre as operações de incorporação de sociedades e incorporação de ações limita-se a regras procedimentais, sedimentadas nos artigos 224 e 225 da Lei das S.A., e a algumas hipóteses expressamente previstas pela Lei das S.A.

Nesse sentido, ao analisarem as diferenças entre as operações de incorporação de sociedades e de incorporação de ações, Egberto Lacerda Teixeira e José Alexandre Tavares Guerreiro afirmam com propriedade:

“Em nosso entender, a similitude da incorporação de ações (art. 252) é mais de *processo* que de *substância*, dado que, na incorporação de ações não se verifica extinção de sociedades, o que é da essência da incorporação a que se refere o art. 227”<sup>46</sup>. (grifado no original)

A semelhança de procedimento a que se referem os ilustres autores é evidenciada pela opção do legislador de estender às incorporações de ações o procedimento estabelecido para as incorporações de sociedades, notadamente, o protocolo e justificação, previstos nos artigos 224 e 225 da Lei das S.A. Outro exemplo é o parágrafo 4º do artigo 264 da lei das S.A. que estabelece expressamente sua aplicação à incorporação de ações.

Com efeito, ambas as operações resultam em um aumento de capital da companhia incorporadora, integralizado mediante a versão do patrimônio líquido da incorporada (no caso de incorporação de sociedades) ou da totalidade das ações de determinada companhia (no caso de incorporação de ações)<sup>47</sup>.

Outra semelhança reside na circunstância das duas operações em referência serem efetivadas não por meio de pagamento em dinheiro, mas por meio da substituição das ações dos acionistas da sociedade incorporada ou de cujas ações houverem de ser incorporadas, por ações da incorporadora, de forma a unificar os conjuntos de sócios das companhias envolvidas na operação.

---

<sup>46</sup> Ibidem. p. 728.

<sup>47</sup> Mas note-se que já aqui se encontra uma diferença importante entre as operações, pois que, enquanto o aumento de capital na incorporação de sociedades é realizado por meio da versão do patrimônio líquido, na incorporação de ações é realizado pela transferência compulsória das ações da companhia que será convertida em subsidiária integral à incorporadora.

Não obstante as semelhanças existentes, essas não são suficientes para permitir uma analogia entre os dois institutos, seja pela distinção entre suas características essenciais, seja pela absoluta diversidade de seus efeitos<sup>48</sup>.

Fundamentalmente, enquanto a *incorporação de sociedades* tem como característica principal a extinção da incorporada com a absorção de seu patrimônio líquido pela incorporadora; a *incorporação de ações* é caracterizada pela conversão da sociedade cujas ações houverem de ser incorporadas, em subsidiária integral da incorporadora. Dessa distinção basilar entre as duas operações societárias, marcada pelas características essenciais a cada uma delas, decorre uma série de outras diferenças.

Em um primeiro plano, a sociedade convertida em subsidiária integral da incorporadora não é extinta como é o caso da incorporada, na incorporação de sociedades. Ao contrário, subsiste à operação de incorporação de ações e as ações de sua emissão – que, naturalmente também não são extintas – passam a ser detidas integralmente pela incorporadora.

Não há, portanto, sucessão universal da sociedade convertida em subsidiária integral, pela incorporadora. Ambas as companhias mantêm suas personalidades jurídicas sem qualquer modificação em seus respectivos patrimônios, de forma que cada companhia continuará, mesmo após a operação, respondendo individualmente por seus direitos e obrigações.

---

<sup>48</sup> A esse respeito, Alberto Xavier observa: “*Note-se, porém, que a existência desse aspecto comum às duas operações – o aumento de capital – não é suficiente para permitir sequer uma analogia entre essas figuras jurídicas, pois enquanto o aumento de capital é da essência da figura da incorporação de ações, sem o qual esta não pode efetivar-se, o aumento de capital não é da essência da incorporação de sociedades, uma vez que esta pode ocorrer sem que tal aumento exista, o que sucederá se a companhia incorporadora for titular da totalidade das ações ou quotas do capital da sociedade a ser incorporada, caso em que a incorporação ocorre não por aumento de capital, mas por extinção de ações ou por substituição por ações em tesouraria da sociedade incorporadora (art. 226, §1º)*”. XAVIER, Alberto. Incorporação de Ações: Natureza Jurídica e Regime Tributário. In: *Sociedade Anônima: 30 Anos da Lei 6.404/76*. São Paulo: Quartier Latin do Brasil, 2007, p.123.

A modificação no caso da incorporação de ações ocorre exclusivamente no plano dos acionistas que, ao deixarem de ser titulares das ações incorporadas, passarão a deter ações da incorporadora e a responder apenas pelos direitos e obrigações relativos a tais ações.

Dessa forma, na incorporação de ações opera-se tão somente a sub-rogação<sup>49</sup> dos acionistas cujas ações houverem de ser incorporadas nas ações da incorporadora. Trata-se de verdadeira vantagem desse tipo de operação societária, uma vez que, em não havendo sucessão universal diminui-se consideravelmente o risco tomado pela incorporadora com a operação.

É interessante notar que a própria CVM, ao discutir o Processo CVM nº RJ 2007/3453, já se manifestou sobre esse aspecto da incorporação de ações e sobre os motivos que podem orientar as companhias a optarem por essa operação em detrimento da incorporação de sociedades, no âmbito de uma reorganização societária. O então Diretor da CVM, Pedro Marcilio, dispôs em seu voto:

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

25. Jutifica-se esse caminho, e não a incorporação de sociedades por vários motivos. Existem casos em que a sociedade incorporada tem regime fiscal especial que não pode ser transferido por meio de sucessão e, precisa, para mantê-lo continuar com a personalidade jurídica própria. Se a sociedade incorporada tiver prejuízos fiscais acumulados, ela os perderá, caso se adote a incorporação de sociedades, o que não ocorre caso se adote a incorporação de ações. Em outros casos, autorizações *intuito personae* essenciais ao exercício das atividades são difíceis de serem ‘transferidas’ (normalmente novas autorizações são necessárias), aumentando o custo e o tempo necessário para a ‘assunção da integralidade da atividade empresarial’, a não ser que se mantenha a personalidade jurídica distinta. Há situações, ainda, em que se pretende manter as atividades separadas, seja em razão de certos passivos da sociedade incorporada, que poderiam contaminar a solvabilidade da sociedade incorporadora, seja porque se pretende manter a segregação contábil e gerencial total, para melhor compreensão, pelos investidores, dos diferentes negócios ou, ainda, porque a atividade exercida é uma concessão pública ou atividade sujeita a autorização governamental que não pode ser exercida

---

<sup>49</sup> XAVIER, Alberto. Incorporação de Ações: Natureza Jurídica e Regime Tributário. In: *Sociedade Anônima: 30 Anos da Lei 6.404/76*. São Paulo: Quartier Latin do Brasil, 2007, p.133.

em conjunto com outras. Em resumo, existem diversos motivos empresariais possíveis e legítimos para a manutenção de personalidades jurídicas distintas”.

Ressalte-se, ainda, que por força do artigo 251 da Lei das S.A. a incorporadora na incorporação de ações deve ser necessariamente sociedade anônima brasileira, ao passo que não existe essa exigência na incorporação de sociedade.

A sociedade cujas ações serão incorporadas, por sua vez, também deverá revestir a forma de sociedade anônima, por força do mesmo artigo 251. Já a incorporada na incorporação de sociedades pode revestir-se de qualquer forma empresária, sendo certo que a incorporação será regulada pelos artigos 1.116 a 1.118 do Código Civil quando não for sociedade anônima.

Por fim, também o direito de recesso apresenta diferença marcante entre as duas operações. Na incorporação de ações tanto os acionistas da incorporadora quanto da sociedade cujas ações houverem de ser incorporadas podem exercer o direito de recesso, caso não concordarem com a operação. Contudo, na incorporação de sociedades apenas os acionistas da companhia incorporada possuem esse direito, conforme previsto no artigo 137, II combinado com o artigo 136 da Lei das S.A.

Diante do exposto, resta evidente a absoluta distinção entre os dois institutos, de modo que não se deve aplicar, extensivamente, as normas relativas a uma espécie de operação societária a outra. Cada instituto deve ser regulado pelas normas que lhe são peculiares, salvo quando a própria lei dispuser em sentido contrário, a exemplo dos artigos 224 e 225, bem como do artigo 264 que será objeto de análise do capítulo subsequente<sup>50</sup>.

---

<sup>50</sup> CANTIDIANO, Luiz Leonardo. Incorporação de Sociedades e Incorporação de Ações. In: Castro, Rodrigo R. Monteiro de e AZEVEDO, Luis André N. de Moura. *Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2010, pp.141 e 142 e LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. Incorporação de Ações de Companhia Aberta Controlada. In: LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Pareceres*. São Paulo: Singular, 2004, vol. 2, p. 1403.

Também não se confunde a operação de incorporação de ações com a subscrição de aumento de capital em bens.

Essencialmente, enquanto a subscrição de aumento de capital em bens – prevista nos artigos 7º a 10 da Lei das S.A. – exprime-se por meio de um contrato entre a sociedade e o acionista; a incorporação de ações, como já tivemos a oportunidade de salientar, é negócio contratual formalizado por meio do protocolo da operação, por sua vez, celebrado entre os órgãos de administração das companhias envolvidas ou mesmo entre seus acionistas.

A esse respeito Alberto Xavier afirma que:

“A configuração da operação de incorporação de ações como um contrato entre *duas sociedades*, e não como um contrato entre *sócio e sociedade* (como é a conferência de bens), resulta da necessidade de permitir que ela seja aprovada pela *maioria* e não pela *unanimidade* de sócios, sendo que a maioria na sociedade cujas ações houverem de ser incorporadas é uma *maioria qualificada*, exigindo o voto de metade, no mínimo, das ações com direito a voto (art. 252, §2º).”<sup>51</sup> (grifado no original).

Na subscrição de aumento de capital em bens, portanto, o acionista manifesta sua vontade em subscrever o aumento de capital, ao passo que na incorporação de ações, o aumento de capital independe da manifestação favorável dos acionistas minoritários da companhia, bastando que a operação seja aprovada por maioria qualificada nas assembleias gerais competentes.

---

<sup>51</sup> XAVIER, Alberto. Incorporação de Ações: Natureza Jurídica e Regime Tributário. In: *Sociedade Anônima: 30 Anos da Lei 6.404/76*. São Paulo: Quartier Latin do Brasil, 2007, p.133.

### Capítulo 3. Da Incorporação de Ações de Controlada e o Art. 264 da Lei das S.A.

Concluída essa análise inicial sobre a operação de incorporação de sociedades e incorporação de ações, passamos, finalmente, ao exame da incorporação de ações de companhia controlada.

A incorporação de ações de controlada é modalidade de incorporação de ações caracterizada pelo fato da sociedade cujas ações houverem de ser incorporadas ser controlada pela incorporadora<sup>52</sup>.

A essa operação foi conferida atenção especial pelo legislador e também por parte da CVM em razão de não haver, nesse caso, duas maiorias acionárias distintas e independentes atuando para defender os interesses de cada uma das sociedades envolvidas<sup>53</sup>.

Assim como na operação convencional de incorporação de ações, os termos e condições da operação de incorporação de ações de controlada, tais como a relação de substituição entre as<sup>54</sup> ações e o montante do aumento de capital a ser realizado na incorporadora, serão objeto de negociações entre as companhias envolvidas, formalizadas por meio do protocolo da incorporação de ações que será submetido à aprovação das assembleias gerais de ambas as companhias.

Contudo, na incorporação de ações convencional (*i.e.*: cujas partes são companhias submetidas a controladores diversos), a operação é

---

<sup>52</sup> A Lei das S.A. define o conceito de companhia controlada em seu artigo 243, nos seguintes termos: “Art. 243. (...)”

§ 2º *Considera-se controlada a sociedade na qual a controladora, diretamente ou através de outras controladas, é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, preponderância nas deliberações sociais e o poder de eleger a maioria dos administradores”.*

<sup>53</sup> A própria Exposição de Motivos à Lei das S.A. afirmava que “A incorporação de companhia controlada requer normas especiais para a proteção de acionistas minoritários, por isso que não existem, na hipótese, duas maiorias acionárias distintas, que deliberem separadamente sobre a operação, defendendo os interesses de cada companhia”. Disponível em [http://www.cvm.gov.br/port/atos/leis/6404\\_Exposicao.asp](http://www.cvm.gov.br/port/atos/leis/6404_Exposicao.asp) Acesso em 09 Out. 2010.

<sup>54</sup> LAMY FILHO, Alfredo e PEDREIRA, José Luiz Bulhões. A Relação de Substituição de Ações na Incorporação de Subsidiária. In: LAMY FILHO, Alfredo e PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A Lei das S.A.*. Rio de Janeiro: Renovar, 1992, p.679.



realizada como resultado de uma negociação livremente ajustada pelas companhias e da aprovação pelas maiorias distintas dos acionistas das companhias envolvidas na operação.

Ocorre que, na incorporação de ações de controlada, o mesmo acionista controlador – da incorporadora, diretamente e da sociedade cujas ações houverem de ser incorporadas, indiretamente – aprova as condições da operação na assembleia geral da incorporadora e na assembleia geral da sociedade que será convertida em sua subsidiária integral o que poderia propiciar a fixação de uma relação de substituição mais favorável à incorporadora, em prejuízo dos acionistas minoritários da subsidiária integral.

Trata-se do que a doutrina americana denomina de “*self dealing transaction*”<sup>55</sup> que pode ser traduzida livremente como uma autocontratação, justamente pelo fato de só haver uma vontade atuando na operação, qual seja, a do acionista controlador da sociedade incorporadora.

Por um lado, se o controlador fosse impedido de exercer o direito de voto na assembleia geral da controlada (cujas ações houverem de ser incorporadas), sob o fundamento de uma presunção de conflito de interesses, poderia entender-se que, em certos casos, não haveria quórum suficiente para a aprovação da deliberação, impedindo a realização da operação<sup>56</sup>.

Por outro lado, não poderia o legislador deixar de reconhecer a inexistência de uma maioria independente na assembleia geral da sociedade controlada, permitindo ao acionista controlador determinar, sem limitação,

---

<sup>55</sup> CLARK, Robert C, 1986, p. 472. Apud LAMY FILHO, Alfredo e PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A Lei das S.A.* Rio de Janeiro: Renovar, 1992, p. 680.

<sup>56</sup> Nesse sentido, RIBEIRO, Renato Ventura. Incorporação de Companhia Controlada. In: Warde Júnior, Walfrido Jorge (coord.). *Fusão, cisão, incorporação e temas correlatos*. São Paulo: Quartier Latin do Brasil, 2009, p.114. O próprio Parecer de Orientação CVM nº 35 de 1º de setembro de 2008 admite expressamente o voto do controlador ao afirmar: “*É pacífico na CVM o entendimento de que o art. 264 da Lei nº 6.404, de 1976, criou um regime especial para as operações de fusão, incorporação e incorporação de ações envolvendo a sociedade controladora e suas controladas ou sociedades sob controle comum, deixando claro que o controlador pode, via de regra, exercer seu direito de voto nessas operações*” (grifou-se).

o teor da deliberação da sociedade controlada e, eventualmente, forçando a adoção de uma relação de troca indevidamente lesiva ao acionista minoritário da sociedade controlada.

É nesse contexto que foi introduzida na legislação societária brasileira a sistemática e os procedimentos especiais previstos no artigo 264 da Lei das S.A., que têm por objetivo disciplinar as reorganizações societárias onde o equilíbrio natural obtido pela contraposição de interesses opostos pode ser comprometido pela circunstância de não haver, de fato, duas maiorias distintas negociando a operação.

Iremos tratar adiante, portanto, a partir desse prisma, os fundamentos, a sistemática e o funcionamento do artigo 264 da Lei das S.A. expondo, sempre que possível, o entendimento da CVM sobre o assunto.

### **3.1. O Artigo 264**

A redação original do artigo 264 e também aquela que lhe foi dada pela Lei nº 9.457 de 05 de maio de 1997 (“Lei nº 9.457/97”) previam a aplicação desse dispositivo apenas aos casos de operações de fusão de companhia controladora e controlada e incorporação de sociedade controlada, não estendendo sua aplicabilidade às operações de incorporação de ações e outras operações societárias envolvendo sociedades vinculadas.

Foi somente com a edição da Lei nº 10.303 de 31 de outubro de 2001 (“Lei nº 10.303/01”) – que alterou novamente a Lei nº 6.404/76 – que a abrangência do artigo 264 foi ampliada, passando-se a aplicá-lo não só às fusões e incorporações de controlada como também às operações de incorporação de ações de companhia controlada ou controladora, bem como às operações de incorporação de controladora por sua controlada (incorporação reversa), e incorporação, fusão e incorporação de ações de sociedades sob controle comum.

A redação atual do artigo 264 da Lei das S.A. dispõe o seguinte:

“Art. 264. Na incorporação, pela controladora, de companhia controlada, a justificção, apresentada à assembléia-geral da controlada, deverá conter, além das

informações previstas nos arts. 224 e 225, o cálculo das relações de substituição das ações dos acionistas não controladores da controlada com base no valor do patrimônio líquido das ações da controladora e da controlada, avaliados os dois patrimônios segundo os mesmos critérios e na mesma data, a preços de mercado, ou com base em outro critério aceito pela Comissão de Valores Mobiliários, no caso de companhias abertas.

§ 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 assembléia-geral da controlada que aprovar a operação, observado o disposto nos arts. 137, II, e 230, poderão optar entre o valor de reembolso fixado nos termos do art. 45 e o valor do patrimônio líquido a preços de mercado.

§ 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”.

Com efeito, o fundamento do artigo 264 da Lei das S.A., acima transcrito, é a proteção do acionista minoritário em situações em que haja risco de prejuízo a tais acionistas, em razão de não haver duas maiorias independentes atuando na negociação, ou seja, em casos que seria propiciada uma eventual atuação do acionista controlador em prejuízo aos minoritários. Não faria qualquer sentido, pois, que tal proteção fosse aplicável somente às incorporações de sociedades, visto que o risco de prejuízo aos minoritários existe igualmente em todas as operações listadas pela atual redação do artigo 264 da Lei das S.A.

Convém ressaltar que, tendo em vista que não só o procedimento especial prescrito pela Lei Societária para a incorporação de sociedades e incorporação de ações é o mesmo, mas também os fundamentos de tal proteção encontram identidade, de modo que se pode aplicar

analogicamente à incorporação de ações de controlada as lições da doutrina e o entendimento da CVM sobre incorporação de sociedade controlada.

Isto posto, apresentamos a seguir uma análise detalhada do procedimento consubstanciado no artigo 264 da Lei das S.A. e seus aspectos mais importantes.

### **3.2. Do Laudo de Avaliação dos Patrimônios Líquidos a Preços de Mercado**

O artigo 264 da Lei das S.A. estabelece que nas operações de incorporação de ações de controlada, a justificação apresentada à assembleia geral da controlada deverá conter, além das informações previstas nos artigos 224 e 225 da Lei das S.A., também 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 segundo os mesmos critérios e na mesma data, em regra, a preços de mercado.

Dessa forma, na incorporação de ações de controlada, faz-se necessário a elaboração de dois laudos: (i) o primeiro para dar suporte ao valor do aumento de capital da incorporadora, que avaliará as ações a serem incorporadas ao patrimônio da incorporadora, com base nos critérios estabelecidos no protocolo da operação; e (ii) o outro, com vistas ao cumprimento do artigo 264 da Lei das S.A., que avaliará os patrimônios líquidos das sociedades envolvidas na operação, na mesma data e segundo os mesmos critérios, com base nos preços de mercado ou em outro critério aceito pela CVM.

Sobre a avaliação a preços de mercado, é bastante esclarecedora a lição de Paulo Cezar Aragão e Monique M. Mavignier de Lima abaixo transcrita:

“Entende-se por avaliação a preços de mercado aquela pela qual cada item que compõe o patrimônio das sociedades é mensurado, individualmente, por seu possível valor de venda ou reposição, a exemplo do que ocorria na hipótese de liquidação das sociedades. São os chamados ‘balanços de liquidação’, que

permitiriam a determinação do que um acionista poderia efetivamente receber por suas ações, partindo-se da premissa de que um bem ou direito só teria valor se pudesse ser negociado individualmente.”<sup>57</sup>

Note-se que no caso de operações envolvendo companhia aberta, a avaliação deve ser realizada necessariamente por empresa especializada, bastando, quando envolvidas apenas companhias fechadas, que o laudo seja elaborado por três peritos, sem a necessidade, portanto, de empresa especializada.

Por outro lado, o *caput* do artigo 264, conforme alterado pela Lei nº 10.303/01, autoriza, no caso de companhias abertas, que o laudo de avaliação seja elaborado com base em outro critério, que não o do valor de mercado, desde que esse critério seja aceito pela CVM.

Justificando essa flexibilização em relação à exigência de elaboração de avaliação a preços de mercado, a Emenda Aditiva 22 ao Projeto de Lei da Lei nº 10.303/01 afirmava que:

“A alteração do artigo 264 se justifica como medida de atualização da lei das S/A. Com efeito, a avaliação de uma companhia a preço de mercado, para efeito de comparação prevista nesse artigo é, em muitos casos, impossível de ser realizada, deve-se prever a possibilidade de adição de critério aceito pela CVM”<sup>58</sup>.

De fato, a possibilidade criada pelo legislador para que a CVM possa aprovar a adoção de critério diferenciado constitui alteração oportuna no diploma legal do artigo 264 uma vez que, dependendo das particularidades das sociedades envolvidas na operação, pode ser impossível determinar o valor de mercado de seus ativos<sup>59</sup>.

Nesse sentido, bem observam Paulo Cezar Aragão e Monique M. Mavignier de Lima:

---

<sup>57</sup> ARAGÃO, Paulo Cezar e DE LIMA, Monique M. Mavignier. Incorporação de Controlada: A Disciplina do Art. 264 da Lei 6.404/76. In: Perin Junior, Ecio; Kalansky, Daniel e Peyser, Luiz. *Direito Empresarial: Aspectos atuais de Direito Empresarial brasileiro e comparado*. São Paulo: Método, 2005, p.352.

<sup>58</sup> Diário da Câmara dos Deputados. Brasília: mar. 2001, p. 8475. Apud ARAGÃO, Paulo Cezar e LIMA, Monique M. Mavignier de. Incorporação de Controlada: A Disciplina do Art. 264 da Lei 6.404/76. In: Perin Junior, Ecio; Kalansky, Daniel e Peyser, Luiz. *Direito Empresarial: Aspectos atuais de Direito Empresarial brasileiro e comparado*. São Paulo: Método, 2005, p.353.

<sup>59</sup> CANTIDIANO, Luiz Leonardo. *Reforma na Lei das S.A. Comentada*. Rio de Janeiro: Renovar, 2002, p. 358.

“Este ponto merece uma reflexão específica: cada vez mais, no processo de desenvolvimento da economia nacional (e mundial), os ativos tangíveis clássicos, por assim dizer, perdem relevância: máquinas e equipamentos são, muitas vezes, apenas uma base física sobre a qual se cria e desenvolve a *empresa*, considerada organização de fatores de produção. Modernamente, assumem cada vez maior valor no processo empresarial os ativos *intangíveis* acima referidos, que não têm valor de mercado, pelo simples e óbvio fato de que não podem ser transferidos aproximando-se daquela categoria que os economistas denominam de *non-tradables*”<sup>60</sup>.

Ademais, o laudo de avaliação é extremamente oneroso às companhias, de forma que em determinadas hipóteses como, por exemplo, nos casos em que o capital social da sociedade cujas ações houverem de ser incorporadas for detido de forma integral pela incorporadora, tal custo não se justificaria.

A esse respeito, há doutrinadores que defendem que o exercício da competência conferida pela parte final do *caput* do artigo 264 à CVM deveria ser realizado por meio da edição de regras gerais que delimitassem, previamente, quais os critérios alternativos admitidos por essa Autarquia e em quais situações a adoção do procedimento diferenciado seria aceita<sup>61</sup>.

Não obstante, até o presente momento, não foi expedida pela CVM norma abstrata dessa natureza. Ao contrário, observa-se que a CVM tem se manifestado, nos casos concretos, a partir de consultas formuladas pelas próprias sociedades envolvidas nas operações<sup>62</sup>. Iremos analisar no item 3.5., adiante, o entendimento da CVM sobre a adoção de procedimento diferenciado àquele previsto no artigo 264, manifestado em casos dessa natureza.

---

<sup>60</sup> ARAGÃO, Paulo Cezar e LIMA, Monique M. Mavignier de. Incorporação de Controlada: A Disciplina do Art. 264 da Lei 6.404/76. In: Perin Junior, Ecio; Kalansky, Daniel e Peyser, Luiz. *Direito Empresarial: Aspectos atuais de Direito Empresarial brasileiro e comparado*. São Paulo: Método, 2005, p.354.

<sup>61</sup> Nesse sentido, CANTIDIANO. *Reforma da Lei das S.A. Comentada*. Rio de Janeiro: Renovar, 2002, p. 259 e CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. vol. 4, 2ª ed., tomo II., São Paulo: Saraiva, pp. 278 e 279.

<sup>62</sup> São exemplos de casos em que as partes da operação requereram à CVM a adoção de procedimento diferenciado, com base no *caput* do artigo 264 da Lei das S.A.: Processo CVM nº RJ 2006/3160, Processo CVM nº RJ 2004/2040, Processo CVM nº RJ 2005/2597, Processo CVM nº RJ 2005/7750, Processo CVM nº RJ 2007/13459, Processo CVM nº RJ 2008/7192 e Processo CVM nº RJ 2009/6414.

O laudo de avaliação do artigo 264 tem como função principal servir ao acionista minoritário como um padrão ideal de relação de substituição para que ele possa aferir a equitatividade da relação de troca proposta pelas companhias no protocolo.

A comparação dos patrimônios da controladora e da controlada irá resultar em uma relação de substituição teórica, pois que baseada unicamente em critérios técnicos, sem a influência de qualquer fator negocial. Diz-se relação de substituição teórica, porque a finalidade do laudo de avaliação ao concluir por uma relação de substituição, não é de fato fixá-la como a relação que irá prevalecer na operação.

O parágrafo 3º do artigo 264 estabelece que, caso a relação de substituição prevista no protocolo for menos vantajosa que a relação de substituição resultante da comparação dos patrimônios das companhias, os acionistas dissidentes da deliberação da assembleia geral da controlada que aprovar a operação poderão optar entre o valor de reembolso fixado nos termos do artigo 45 e o valor do patrimônio líquido a preços de mercado.

Diante do exposto, pode-se afirmar que o laudo de avaliação previsto no artigo 264 da Lei das S.A. possui dupla-finalidade: a primeira, de possibilitar a elaboração de um parâmetro que servirá de base para evidenciar a equitatividade das relações de troca; e a segunda, de servir como critério alternativo para o cálculo do valor de reembolso devido aos acionistas dissidentes, quando a relação de troca estabelecida no protocolo for menos vantajosa do que aquela decorrente da comparação dos patrimônios líquidos a preços de mercado<sup>63</sup>.

Cumprе ressaltar que a não elaboração do laudo de avaliação dos patrimônios líquidos a preços de mercado, salvo quando expressamente dispensado pela CVM, será considerado exercício abusivo do poder de controle, nos termos do artigo 15, V da Instrução CVM nº 319/99.

---

<sup>63</sup> EIZIRIK, Nelson. Incorporação de Ações: Aspectos Polêmicos. In: Warde Jr., Walfrido Jorge (coord.). *Fusão, Cisão, Incorporação e Temas Correlatos*. São Paulo: Quartier Latin do Brasil, 2009, pp. 91 e 92.

### 3.3. Substituição de ações

Como já afirmado outras vezes ao longo do presente trabalho, a relação de substituição na incorporação de ações é matéria reservada à liberdade negocial, podendo as companhias envolvidas convencionarem livremente no protocolo da operação a relação de troca que melhor lhes convier para a posterior deliberação das assembleias gerais.

É importante ressaltar que esse aspecto da incorporação de ações não sofre qualquer restrição da Lei Societária quando a sociedade cujas ações houverem de ser incorporadas for controlada pela incorporadora.

Nesse sentido, vale frisar o entendimento amplamente aceito pela doutrina de que o laudo de avaliação **não tem** como finalidade estabelecer a relação de troca a ser utilizada na operação, mas sim proteger o minoritário da companhia controlada mediante (i) a exposição de elementos adicionais que permitam ao minoritário avaliar a equitatividade da relação de substituição proposta (caráter informacional); e (ii) o poder conferido ao minoritário para requerer um reembolso majorado, esse sim baseado na relação de troca resultante da comparação dos patrimônios das companhias envolvidas na operação.

Sobre tal matéria, manifestaram-se os ilustres Professores Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira, autores do Anteprojeto de Lei que resultou na Lei das S.A.:

**“A lei não exige que a relação de troca seja a que resulte da comparação dos patrimônios líquidos a preços de mercado, e isso porque muitos outros critérios podem influir e, efetivamente influem, nessa fixação.** O que ocorre na incorporação é um aumento de capital social da incorporadora, e, como prescreve o art. 170, §1º, da Lei, a fixação do preço de emissão de subscrição para subscrição de novas ações supõe a ponderação de vários fatores.”<sup>64</sup> (grifou-se).

Da mesma forma, Luiz Gastão Paes de Barros Leães argumenta:

“Isso não quer dizer que a troca das ações dos acionistas não-controladores deverá ser efetuada obrigatoriamente por esse valor. O cálculo da relação de substituição

---

<sup>64</sup> LAMY FILHO, Alfredo e PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A Lei das S.A.* Rio de Janeiro: Renovar, 1992, pp. 544 e 545.



com base no valor do patrimônio líquido a preços de mercado servirá apenas como *elemento de comparação* com o critério indicado no protocolo, o qual poderá sempre prevalecer (art. 264, §2º). Pois, mesmo na incorporação de controlada, a deliberação sobre a conveniência da operação continua a ser da competência discricionária da maioria acionária.”<sup>65</sup>(grifado no original)

A CVM também já teve a oportunidade de se manifestar nesse sentido, no âmbito do Processo CVM nº RJ 2004/5914, no qual o então diretor Luiz Antonio de Sampaio Campos em voto acompanhado pelo Colegiado da CVM afirmou que:

“O art. [264] exige, pois, que se dê demonstrações adicionais de relação de substituição, sem, contudo, ficar, por óbvio, a elas vinculadas, tudo no sentido de que os acionistas tenham um padrão de referência adicional para examinar a relação de substituição prevista no protocolo”. (grifado no original)

Também no âmbito do Parecer de Orientação nº 35, de 1º de setembro de 2008, a CVM esclareceu:

“É pacífico na CVM o entendimento de que o art. 264 da Lei nº 6.404, de 1976, criou um regime especial para as operações de fusão, incorporação e incorporação de ações envolvendo a sociedade controladora e suas controladas ou sociedades sob controle comum, deixando claro que o controlador pode, via de regra, exercer seu direito de voto nessas operações. **Também é pacífico nesta autarquia o entendimento de que a relação de troca das ações pode ser livremente negociada pelos administradores, segundo os critérios que lhes pareçam mais adequados**”.(grifou-se)

Nesse contexto, a lei estabelece uma sistemática excepcional, sem afetar a liberdade de as partes contratantes estabelecerem livremente a relação de substituição de ações da sociedade cujas ações houverem de ser incorporadas pelas ações da sociedade incorporadora.

Tampouco possuem os acionistas minoritários da controlada o direito de desejarem permanecer na companhia exigindo que se aplique para a substituição de suas ações a relação de troca que resultar do laudo de avaliação elaborado para fins do artigo 264 da Lei das S.A. Essa faculdade é conferida ao acionista minoritário, apenas e tão somente na hipótese de exercício do direito de retirada.

---

<sup>65</sup> LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. Incorporação de Ações de Companhia Aberta Controlada. In: LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Pareceres*. São Paulo: Singular, 2004, vol. 2, p. 1415.

### 3.4. Direito de Recesso

Em sendo o direito de recesso direito e garantia individual dos acionistas, pode-se afirmar que o acionista, na incorporação de ações de controlada, possui uma garantia adicional conferida pelo artigo 264, ao facultar aos acionistas optarem entre o valor de reembolso calculado nos termos do artigo 45 da Lei das S.A. e àquele resultante da comparação dos patrimônios líquidos das companhias envolvidas na operação.

Certamente, ao conferir ao acionista um direito de recesso majorado, o legislador buscou inibir eventuais abusos do controlador esperando que esse não submeta à deliberação das assembleias gerais uma relação de troca desigual, pois que, o exercício em massa do direito de recesso pelos minoritários da controlada poderá tornar a operação demasiadamente onerosa ou mesmo inviabilizá-la.

Trata-se de hipótese única em que os acionistas dissidentes podem optar por receber o valor de reembolso calculado com base em critério distinto daquele determinado pelo artigo 45 da Lei das S.A.<sup>66</sup>, lembrando que o artigo 264 é também aplicável à incorporação de sociedades e as demais operações listadas no parágrafo 4º do mesmo dispositivo.

Naturalmente, são igualmente aplicáveis às operações envolvendo sociedades coligadas a regra geral do direito de recesso prevista pelos artigos 230 e 137 da Lei das S.A., notadamente seu parágrafo 3º que estabelece, dentre outras matérias, o prazo para o exercício do recesso pelos acionistas e a faculdade da companhia reconsiderar a operação, caso a administração entenda que o pagamento do preço de reembolso irá colocar em risco a estabilidade financeira da companhia.

Vale notar, ainda, que também são aplicáveis as disposições do artigo 137, II de modo que os acionistas não terão direito de retirada – frise-se nem pelo valor do artigo 45 nem pelo do artigo 264 – nas hipóteses em

---

<sup>66</sup> CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. vol. 4, 2ª ed., tomo II. São Paulo: Saraiva, p. 276.

que o acionista dissidente for titular de ação de espécie ou classe que tenha liquidez e dispersão.

Por fim, observe-se que nos termos do parágrafo 5º do artigo 264 da Lei das S.A., não se aplicam as disposições do artigo 264 (*i.e.*: exigência de laudo de avaliação dos patrimônios líquidos a preços de mercado e valor do reembolso pelo artigo 264) no caso das 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 da Lei das S.A.

O artigo 264, portanto, regula a garantia adicional do acionista minoritário da sociedade controlada de ver o valor de reembolso de suas ações pelo exercício do direito de recesso majorado, sendo os demais aspectos do direito de recesso regulados pelas normas gerais dos artigos 137 e 230 da Lei das S.A.

### **3.5. Entendimento da CVM sobre a Adoção de Procedimento Diferenciado**

Antes de expormos o entendimento da CVM no âmbito do *caput* do artigo 264, vale ressaltar, mais uma vez, que a atuação da CVM – tanto para permitir a adoção de procedimento diferenciado, quanto para a fiscalização das operações – limita-se aos casos de operações societárias em que há ao menos uma companhia aberta envolvida, seja ela a controladora ou a controlada.

Cabe ressaltar também, que os precedentes que versam sobre a dispensa de requisitos do artigo 264 em incorporações de sociedades, são igualmente aplicáveis às incorporações de ações, razão pela qual aqueles também serão citados no presente estudo<sup>67</sup>.

Isto posto, passemos a analisar os precedentes em que a CVM deferiu a adoção de procedimento diferenciado àquele previsto pelo *caput* do artigo 264 da Lei das S.A.

---

<sup>67</sup> A esse respeito, ver subitem 3.1. do presente estudo.

Tendo em vista que o artigo 264 da Lei das S.A. visa à proteção dos acionistas minoritários, a autorização para utilização de procedimento diferenciado deve ser concedida apenas em caráter excepcional, quando o critério de avaliação de preços a mercado não for ideal para a avaliação das companhias ou quando as circunstâncias da própria operação e das companhias nela envolvidas tornarem inócua a aplicação do artigo 264.

Com efeito, apesar do disposto no artigo 264 da Lei das S.A., há casos em que a contratação de laudo dos patrimônios líquidos a preços de mercado representaria apenas um ônus adicional à operação, sem uma contrapartida que o justificasse.

Nos casos já analisados pela CVM, a excepcionalidade, normalmente, relaciona-se com (i) uma participação ínfima dos acionistas não controladores no capital social da controlada; (ii) o envolvimento de companhias fechadas na operação; e (iii) o elevado custo da realização da avaliação dos patrimônios líquidos a preços de mercado, relativamente ao valor da operação.

Examinando as decisões da CVM sobre a matéria, é possível dividir os casos nos quais a CVM deferiu o pedido de procedimento diferenciado, a partir dos argumentos utilizados por essa Autarquia, em cada caso, conforme se segue:

- (i) Processos nos quais as sociedades incorporadas ou cujas ações seriam incorporadas eram companhias abertas (subsidiária integral), fechadas, sociedades limitadas ou mesmo sociedades de propósito específico (SPEs), com a totalidade de seu capital social detido pela incorporadora, a exemplo dos Processos CVM números RJ 2005/9849; e 2005/3735;
- (ii) Processos nos quais as sociedades incorporadas ou cujas ações seriam incorporadas não eram companhias abertas, sendo quase a totalidade de seu capital social detido pela incorporadora. Incluem-se

nesse grupo os Processos CVM números RJ 2004/2040; 2005/7838; 2005/7750; 2005/2597; 2007/3465; 2008/7190 e 2009/6414; e,

(iii) Processos nos quais as sociedades incorporadas são companhias fechadas, com apenas parte de seu capital social detido pela controladora, nos quais houve a anuência de tais minoritário. Pode-se citar como exemplo o Processo CVM nº 2007/0687.

Nessas hipóteses, portanto, a CVM entendeu que não se justificaria sua atuação por não haver interesse de acionista minoritário e do mercado a ser tutelado ou mesmo quando, em havendo acionistas minoritários, sua participação fosse irrisória, tornando a exigência desproporcional aos benefícios dela decorrentes.

O Colegiado da CVM se manifestou a respeito do alto custo do laudo de avaliação dos patrimônios líquidos a preços de mercado, no âmbito da incorporação da Companhia Brasileira de Bebidas – CBB pela Companhia de Bebidas das Américas – (Processo CVM nº RJ 2005/2597), nas seguintes palavras:

“O desequilíbrio entre as estimativas dos custos de elaboração do laudo de avaliação a preços de mercado (cerca de R\$ 500.000,00, segundo a Companhia) e o potencial valor de reembolso por conta do direito de retirada (R\$ 4.161,28, segundo a Companhia) aliado ao fato de praticamente inexistirem minoritários em CBB a serem protegidos, justificariam a autorização para confrontar os patrimônios das sociedades incorporadora e incorporada com base dos respectivos valores patrimoniais contábeis”<sup>68</sup>

Já em relação à hipótese do item (iii) descrita acima, é interessante notar que a CVM entendeu, no caso da incorporação da Lupatech-MNA Investimentos e Participações Ltda. por sua controladora Lupatech S.A. (Processo CVM nº RJ 2007/10687) que, mesmo havendo acionista minoritário relevante, a avaliação do artigo 264 da Lei das S.A. não seria exigível pelo fato do minoritário ter se manifestado favoravelmente à operação.

---

<sup>68</sup>Disponível em <http://www.cvm.gov.br/>. Acesso em 16 Out. 2010.

Dessa forma, conclui-se que a análise da CVM aos pedidos de dispensa do artigo 264 ou de procedimento diferenciado, tem se balizado primordialmente, na existência, no caso concreto, de acionistas da controlada que possam vir a exercer o direito de recesso, como forma de tutelar o minoritário.

Paulo Cezar Aragão e Monique M. Mavignier afirmam que:

“Como dissemos, a informação adicional proporcionada pelos laudos especiais previstos no art. 264 ora examinado destina-se a permitir as acionistas em geral um melhor juízo sobre o confronto ente (x) a relação de troca adotada concretamente e (y) aquela *teórica* decorrente do confronto dos valores econômicos de incorporada e incorporadora, mas sem qualquer consequência patrimonial quando não há direito de recesso.

Por conseguinte, **não caberia, em tese, invocar uma regra inserida na lei para proteger acionistas minoritários da sociedade incorporada, quando eles não existem**, nem tampouco exigir que as companhias incorram em custos com avaliações que sequer teriam utilidade nas operações de incorporação em que não há relação de troca a ser fixada.”<sup>69</sup> (grifou-se).

Por outro lado, é importante ressaltar que há decisões menos recentes nas quais o Colegiado da CVM indeferiu o pleito de dispensa dos procedimentos prescritos no artigo 264, mesmo não havendo minoritários a serem tutelados, por entender que o laudo de avaliação dos patrimônios a preços de mercado teria função essencialmente informacional<sup>70</sup>.

Atualmente, contudo, esse entendimento não parece prevalecer.

Finalmente, não se pode esquecer que a CVM, reconhecendo (1) que o Colegiado da CVM firmou entendimento de que não se justifica qualquer atuação da CVM no sentido de exigir o cumprimento de determinados requisitos do artigo 264 da Lei das S.A., bem como dos artigos. 2º e 12 da Instrução CVM nº 319, de 03 de dezembro de 1999 (“Instrução CVM nº 319/99”); e, reconhecendo também, (2) a necessidade de acelerar o trâmite das consultas formuladas pelas companhias abertas quanto à

<sup>69</sup> ARAGÃO, Paulo Cezar e LIMA, Monique M. Mavignier de. Incorporação de Controlada: A Disciplina do Art. 264 da Lei 6.404/76. In: Perin Junior, Ecio; Kalansky, Daniel e Peyser, Luiz. *Direito Empresarial: Aspectos atuais de Direito Empresarial brasileiro e comparado*. São Paulo: Método, 2005, p.357.

<sup>70</sup> Processos CVM números RJ 2001/9986 e 2004/5914.

possibilidade de não observância de tais requisitos, editou, em 18 de novembro de 2008 a Deliberação CVM nº 559 (“Deliberação CVM nº 559”).

Através da Deliberação CVM nº 559, a CVM delegou competência à Superintendência de Relações com Empresas – SEP para manifestar a opinião dessa Autarquia no sentido de reconhecer situações em que não se justifica sua atuação para exigir o cumprimento dos seguintes requisitos do artigo 264 da Lei das S.A. e da Instrução CVM nº 319/99: (i) elaboração de laudo de avaliação 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, nos termos do artigo 264 da Lei das S.A.; (ii) publicação, na imprensa, do Fato Relevante de que trata o artigo 2º da Instrução CVM nº 319/99; e (iii) elaboração de demonstrações financeiras auditadas por auditor independente registrado na CVM, nos termos do artigo 12 da Instrução CVM nº 319/99.

Ademais, devem ser obedecidas as seguintes circunstâncias, nos termos do inciso I, *a* e *b* da própria Deliberação CVM nº 559:

“a) as companhia(s) aberta(s) envolvida(s) não possua(m) dispersão acionária ou acionistas minoritários que necessitem de proteção, nem tampouco qualquer título ou valor mobiliário de sua emissão em circulação; ou

b) a companhia aberta seja 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”.

Nessas hipóteses, pois, a análise da dispensa ora examinada poderá ser realizada direta e unicamente pela SEP, sem a necessidade de deliberação pelo Colegiado da CVM, de forma a acelerar os pronunciamentos dessa Autarquia sobre essa matéria.

## **Capítulo 4. Normas Específicas à Incorporação de Ações de Controlada Envolvendo Companhia Aberta**

### **4.1. A Instrução CVM nº 319**

A CVM, no exercício de seu poder regulamentar editou, em 03 de dezembro de 1999, a Instrução CVM nº 319/99 com o objetivo de regular as operações de incorporação, fusão e cisão envolvendo companhia aberta.

A partir da edição da Instrução CVM nº 319/99, portanto, as sociedades que forem parte de operações de incorporação, fusão e cisão envolvendo companhia aberta passaram a ter que observar, além das normas genéricas previstas na Lei das S.A., adicionalmente, as normas específicas editadas pela CVM sobre a matéria.

Passaram a ser regulados também pela Instrução CVM nº 319/99, os seguintes aspectos de tais operações<sup>71</sup>:

- (i) divulgação de informações;
- (ii) aproveitamento econômico e o tratamento contábil do ágio e do deságio;
- (iii) relação de substituição das ações dos acionistas não controladores;
- (iv) obrigatoriedade de auditoria independente das demonstrações financeiras;
- (v) conteúdo do relatório da administração;
- (vi) hipóteses de exercício abusivo do poder de controle; e
- (vii) fluxo de dividendos dos acionistas não controladores.

É, contudo, duvidosa a aplicabilidade integral da Instrução CVM nº 319/99 às operações de incorporações de ações, ainda que envolvam companhia aberta.

---

<sup>71</sup> Tais aspectos encontram-se expressamente listados no artigo 1º da Instrução CVM nº 319/99.



Isto porque o preâmbulo da referida Instrução afirma que a mesma “*dispõe sobre as operações de incorporação, fusão e cisão envolvendo companhia aberta*”, nada falando sobre incorporações de ações.

É certo que a incorporação de ações somente foi introduzida pela Lei das S.A., na disciplina específica das operações envolvendo controlada, com a Lei nº 10.303/01, em momento posterior, portanto, à edição da Instrução CVM nº 319/99.

No entanto, como já tivemos a oportunidade de salientar, as operações de incorporação de sociedades e incorporação de ações são absolutamente distintas à luz do diploma jurídico societário vigente, não cabendo, a interpretação extensiva das normas peculiares de uma operação à outra, sem que haja expressa determinação legal nesse sentido.

Outro argumento central pela inaplicabilidade da Instrução CVM nº 319/99 à incorporação de ações é o fato do parágrafo único do artigo 12 dessa mesma Instrução, ao tratar da obrigatoriedade de certas demonstrações financeiras serem auditadas por auditor independente registrado na CVM, estabelecer, em caráter de exceção que:

“Art. 12. As demonstrações financeiras que servirem de base para operações de incorporação, fusão e cisão envolvendo companhia aberta deverão ser auditadas por auditor independente registrado na CVM.

Parágrafo único. O disposto neste artigo aplica-se, ainda, aos casos de incorporação de ações previstos no art. 252 da Lei nº 6.404/76” (grifou-se).

Com efeito, por uma interpretação lógica da Instrução em referência, entende-se que apenas o disposto no artigo 12 seria aplicável à incorporação de ações, excepcionalmente.

Nesse sentido, Luiz Leonardo Cantidiano, em recente artigo sobre as incorporações de ações, critica:

**“Feita a leitura atenta de toda a Instrução CVM nº 319/99 verifica-se que, salvo quanto ao disposto no parágrafo único de seu art. 12, as regras nela estabelecidas não são dirigidas às operações de incorporação de ações (reguladas pelo art. 252 da lei societária), e sim, às operações de reorganização da**

empresa – fusão, cisão e incorporação de sociedades -, reguladas pelos artigos 223 e 234 da Lei nº 6.404/76.

Face à diferença que existe entre a operação de incorporação de uma sociedade por outra – que está expressamente regulada pela Instrução CVM nº 319/99 – e a operação de incorporação de ações – que nela não está regulada, salvo quanto à necessidade de apresentação de demonstrações financeiras auditadas -, é forçoso reconhecer que a operação de incorporação de ações não está submetida às restrições estabelecidas no aludido ato regulamentar.”<sup>72</sup> (grifou-se).

Por outro lado, observa-se, na prática, diversos casos em que as sociedades envolvidas em incorporação de ações de controlada envolvendo companhia aberta atuaram de acordo com as exigências prescritas pela Instrução CVM nº 319/99, especialmente aquelas relativas à divulgação de informações.

A esse respeito, podemos citar as seguintes operações: (i) Incorporação de Ações do Banco Itaú S.A. pelo Banco Itaú Holding Financeira S.A.; (ii) Incorporação de Ações da Rio Polímeros S.A. pela Braskem S.A.; (iii) Incorporação de Ações da Sadia S.A. pela BRF – Brasil Foods S.A.; e, (iv) Incorporação de Ações Aracruz Celulose S.A. por Votorantim Celulose e Papel S.A.

A CVM já se manifestou brevemente sobre o assunto, no âmbito do Processo CVM nº RJ 2003/12770, no qual o Procurador-Chefe da Procuradoria Federal Especializada da CVM concluiu que:

“embora o artigo 264 da Lei nº 6.404, de 1976, tenha sido alterado pela Lei nº 10.303, de 2001, de modo a abarcar também as operações de incorporações de ações de companhia controlada, tema antes sujeito a controvérsias, é fato que a Instrução CVM nº 319, de 1999, não sofreu a correspondente adaptação, de forma a também abranger tal modalidade de operação”.

Contudo, não temos conhecimento de processos em que o Colegiado da CVM tenha enfrentado mais diretamente a questão da aplicabilidade da Instrução CVM nº 319/99 às incorporações de ações, o que impede que se

---

<sup>72</sup> CANTIDIANO, Luiz Leonardo. Incorporação de Sociedades e Incorporação de Ações. In: DE CASTRO, Rodrigo R. Monteiro e AZEVEDO, Luís André N. de Moura (coord.). *Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin do Brasil, 2010, p.146.

faça uma afirmação categórica a respeito do entendimento da CVM sobre o assunto.

Ao que parece, muitas companhias tem preferido divulgar as informações relativas às incorporações de ações, nos moldes da Instrução CVM nº 319/99, buscando evitar questionamentos adicionais que retardem a operação pretendida.

Por fim, vale ressaltar que, ainda que se entenda que as operações de incorporação de ações não se sujeitam às disposições da Instrução CVM nº 319/99, as sociedades partes de incorporações de ações envolvendo companhia aberta devem sempre obedecer (i) ao artigo 12 da Instrução CVM nº 319, expressamente aplicável à incorporação de ações; e (ii) às previsões da Instrução CVM nº 358 de 03 de janeiro de 2002, no que tange à divulgação de informações e fatos relevantes.

#### **4.2. O Parecer de Orientação 35**

Cabe finalmente destacar que as operações de incorporação de ações entre controladora e controladas estão sujeitas, ainda, a determinadas recomendações formuladas pela CVM, especialmente ao disposto no Parecer de Orientação nº 35, de 1º de setembro de 2008 (“Parecer de Orientação nº 35”).

Segundo a CVM, a razão que deu origem à criação do Parecer de Orientação nº 35 foi o fato de que, nas operações entre sociedades coligadas é maior o risco de que a relação de troca de ações proposta pelas administrações das companhias não seja comutativa, uma vez que não existem duas maiorias acionárias distintas, defendendo os interesses de cada companhia.

Adicionalmente, o Parecer de Orientação nº 35 entende que o tratamento especial previsto no artigo 264 da Lei das S.A., não seria suficiente para dar a proteção adequada aos acionistas minoritários, conforme se verifica das razões que foram elencadas no memorando que

apresentou a minuta do Parecer de Orientação nº 35 submetido à audiência pública<sup>73</sup>, listadas abaixo:

1. *Primeiro fator*: as incorporações de controladas podem causar prejuízos significativos para os minoritários. Como essas operações normalmente envolvem todo o patrimônio da empresa, qualquer desequilíbrio na relação de troca das ações pode trazer perdas consideráveis para os acionistas.
2. *Segundo fator*: as incorporações de controladas são coercitivas para os minoritários. Segundo o artigo 137 da Lei nº 6.404/76, essas operações podem ser aprovadas pela maioria dos acionistas. E, conforme indicam os precedentes da CVM, o controlador pode votar nessas operações, ainda que figure como contraparte na operação.
3. *Terceiro fator*: o direito de recesso não é necessariamente suficiente para tutelar os interesses dos acionistas minoritários em caso de abuso de poder de controle, pelas seguintes razões:
  - (i) segundo o artigo 264, §1º, combinado com o artigo 137, II, da Lei nº 6.404/76, o recesso não é sequer cabível quando as ações da companhia controlada têm alguma liquidez;
  - (ii) o artigo 45 da Lei nº 6.404/76 permite que o estatuto fixe o valor do reembolso pelo valor patrimonial, que raramente reflete o valor justo das ações de uma companhia operacional saudável;
  - (iii) o cálculo do reembolso pelo valor do patrimônio a preços de mercado, conforme previsto no artigo 264, *caput*, da Lei das S.A., também não reflete, via de regra, o valor justo das ações de uma companhia operacional saudável;
  - (iv) mesmo quando o valor de reembolso é calculado pelo valor econômico, que é o critério de avaliação mais adequado, a estimativa desse valor é feita por avaliadores escolhidos pela própria assembléia geral, na qual o controlador tem maioria, conforme dispõe o artigo 45, §4º da Lei das S.A..

---

<sup>73</sup> Disponível em <http://www.cvm.gov.br/port/infos/pare035relatorio.pdf>. Acesso em 10 Out. 2010.

4. *Quarto fator:* isoladamente, o mercado não consegue reprimir eventuais abusos de poder de controle nessas operações. Como os ganhos a serem obtidos são grandes, eles podem compensar o prejuízo reputacional sofrido pelos controladores.

5. *Quinto fator:* a CVM e o Judiciário vêm enfrentando dificuldades para avaliar a equitatividade das relações de troca propostas, devido ao caráter parcialmente subjetivo das avaliações de empresas.

Diante do risco de conflito de interesses na determinação da relação de substituição quando a reorganização societária envolve a controladora e suas controladas, a CVM recomendou adoção de procedimentos mais específicos que buscam dar concretude aos deveres fiduciários dos administradores previstos na lei societária.

Tais procedimentos incluem, por exemplo, (i) a contratação de relatórios ou laudos de avaliação de assessores externos, que podem tratar de alternativas a serem consideradas, (ii) a divulgação do início das negociações (e não somente no momento em que a relação de substituição já tiver sido definida, por exemplo) ao mercado imediatamente por meio de fato relevante, exceto se o interesse social exigir a manutenção de sigilo, e finalmente (iii) a constituição, pela companhia controlada, de um **comitê especial independente** para negociar a operação e submeter suas recomendações ao Conselho de Administração ou a aprovação da operação pela maioria dos seus acionistas não-controladores, incluídos aí os titulares de ações sem direito a voto ou com voto restrito.

Em relação à recomendação de constituição de um comitê especial independente, a CVM sugere, ainda, a adoção de uma das seguintes alternativas para sua composição:

- (i) comitê composto exclusivamente por administradores da companhia, em sua maioria independentes;

- (ii) comitê composto por não-administradores da companhia, todos independentes e com notória capacidade técnica, desde que o comitê esteja previsto no estatuto da companhia; ou
- (iii) comitê composto por um administrador escolhido pela maioria do Conselho de Administração, um conselheiro eleito pelos acionistas não controladores, e um terceiro, que poderá ser ou não administrador da companhia, escolhido em conjunto pelos outros dois membros.

Vale dizer que os procedimentos descritos no Parecer de Orientação nº 35, tal qual a formação do comitê independente, representam meios que a CVM entendeu adequados para atingir os fins aos quais se destina o Parecer de Orientação nº 35, quais sejam, assegurar que a operação entre controladora e controlada seja realizada em bases equitativas e, sobretudo, uma relação comutativa para balizar a troca de ações da controladora por ações da controlada.

Contudo, deve-se apontar que o próprio Parecer reconhece expressamente que os procedimentos ali descritos não são exclusivos nem exaustivos, podendo ser admitidos outros modos de cumprimento dos deveres fiduciários dos administradores das companhias abertas<sup>74</sup>.

Por isso que, naturalmente, nada impede que os administradores encontrem outros meios para cumprir com os seus deveres fiduciários e assegurar a comutatividade das relações de troca e da operação como um todo, como exige a Lei das S.A.

Especificamente com respeito à função do comitê especial independente, a Manifestação de Entendimento sobre a aplicação do

---

<sup>74</sup> “**4. Aplicação e Efeitos deste Parecer**

A CVM entende que os procedimentos acima descritos são formas adequadas de dar cumprimento aos deveres fiduciários dos administradores previstos nos arts. 153, 154, 155 e 245 da Lei nº 6.404, de 1976. Todavia, os procedimentos descritos neste parecer não são exclusivos nem exaustivos. No exercício de sua competência fiscalizadora e punitiva, a CVM poderá admitir a utilização de outros modos de cumprimento dos deveres legais.” (grifado no original)

Parecer de Orientação nº 35 emitida pelo colegiado da CVM por ocasião da operação de incorporação de ações da Sadia pela Perdigão<sup>75</sup> indica que:

“O Parecer de Orientação nº 35/08 deixa claro que o comitê especial em questão deve ser constituído para ‘negociar a operação’. Como esta não é a primeira ocasião em que se faz referência à função do comitê de maneira restritiva, a CVM decidiu manifestar ao mercado seu entendimento de que a constituição de comitê especial para mera confirmação de relação de troca previamente estabelecida desvirtua as finalidades de tal órgão.” (grifou-se)

Observe-se ainda que a recomendação da CVM com respeito à formação do comitê especial independente estende-se apenas às companhias controladas abertas envolvidas.

Note-se que tanto a instalação de um comitê especial independente como todas as demais disposições contidas no Parecer de Orientação nº 35 tem caráter de recomendação, não constituindo obrigação legal imperativa, de sorte que o seu não seguimento não traz, em regra, qualquer responsabilidade para os administradores das companhias envolvidas. Entretanto, a constituição de um comitê especial independente, de acordo com o referido parecer, faz com que a CVM presuma que os administradores envolvidos agiram de maneira independente, cumprindo assim com seus deveres legais de diligência e lealdade.

Nesse sentido, cabe mencionar novamente a Manifestação de Entendimento sobre a aplicação do Parecer de Orientação nº 35 emitida pela CVM por ocasião da operação de incorporação de ações da Sadia pela Perdigão<sup>76</sup>:

“Como o Parecer de Orientação nº 35/08 deixa claro, a constituição de um comitê especial para negociar a relação de troca das ações não é obrigatória para as companhias envolvidas na operação. Trata-se de uma recomendação da autarquia, à luz dos rigorosos deveres fiduciários impostos aos administradores pela Lei nº 6.404/76.” (grifou-se).

Por outro lado, o Parecer de Orientação nº 35 dispõe que a CVM presumirá a independência de pessoas que atendam à definição de

---

<sup>75</sup>Disponível em <http://www.cvm.gov.br/port/infos/BRF%20-%20Final1.asp>. Acesso em 10 Out. 2010.

<sup>76</sup>Idem.

“conselheiro independente” dada pelo Regulamento do Novo Mercado da BM&FBOVESPA<sup>77</sup>.

Em que pese os esforços da CVM para assegurar a proteção ao acionista minoritário e a efetivação de operações justas, do ponto de vista societário, a doutrina já ensaia diversas críticas ao exercício da competência regulatória da CVM, pela via de pareceres de orientação.

De acordo com a Deliberação CVM nº 01 de 23 de fevereiro de 1978, os pareceres de orientação podem ser definidos da seguinte forma:

“Pareceres de Orientação são os atos através dos quais a CVM, nos termos do disposto no artigo 13 da Lei 6.385/1976, dará orientação aos agentes do mercado e aos investidores sobre matéria que cabe à CVM regular”. (grifou-se)

Nesse sentido, Luiz Leonardo Cantidiano critica:

“Não consigo encontrar, nas Leis nºs 6.385/76 e 6.404/76, dispositivo algum que delegue à CVM competência para regular as operações de reestruturação societária, pelo que concluo, a esse respeito, ser inaplicável pretender orientar – *não apenas os investidores, mas também os administradores das companhias abertas* –, sobre procedimentos e regras a serem observados em tais operações”<sup>78</sup>.

E a seguir, continua:

“Em outras palavras, não aprovo a idéia, que vem sendo defendida e executada pela CVM, de editar parecer de orientação – *que deve ser ato de caráter genérico* –

---

<sup>77</sup> De acordo com o art. 2.1 do Regulamento do Novo Mercado da BM&FBOVESPA, “Conselheiro Independente” caracteriza-se por:

- (i) Não ter qualquer vínculo com a Companhia, exceto participação de capital;
- (ii) Não ser Acionista Controlador, cônjuge ou parente até segundo grau daquele, ou não ser ou não ter sido, nos últimos 3 anos, vinculado a sociedade ou entidade relacionada ao Acionista Controlador (pessoas vinculadas a instituições públicas de ensino e/ou pesquisa estão excluídas desta restrição);
- (iii) Não ter sido, nos últimos 3 anos, empregado ou diretor da Companhia, do Acionista Controlador ou de sociedade controlada pela Companhia;
- (iv) Não ser fornecedor ou comprador, direto ou indireto, de serviços e/ou produtos da Companhia, em magnitude que implique perda de independência;
- (v) Não ser funcionário ou administrador de sociedade ou entidade que esteja oferecendo ou demandando serviços e/ou produtos à Companhia;
- (vi) Não ser cônjuge ou parente até segundo grau de algum administrador da Companhia; e
- (vii) Não receber outra remuneração da Companhia além da de conselheiro (proventos em dinheiro oriundos de participação no capital estão excluídos desta restrição).

<sup>78</sup> CANTIDIANO, Luiz Leonardo. Incorporação de Sociedades e Incorporação de Ações. In: DE CASTRO, Rodrigo R. Monteiro e AZEVEDO, Luís André N. de Moura (coord.). *Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin do Brasil, 2010, p.153.



como resposta à análise que a autarquia faz de casos concretos, cada um deles com particularidades que o diferenciam de outros casos, ainda que similares, mas com características e contornos próprios”<sup>79</sup>.

Como se pode observar, além da crítica relativa a uma eventual incompetência da CVM para regulamentar a matéria por via de pareceres de orientação, segue ainda uma crítica subjetiva no sentido de que a defesa dos minoritários e do mercado nas situações de operações com partes vinculadas deva ser efetuada no caso concreto e não abstratamente.

Apesar das críticas, o Parecer de Orientação nº 35 vem sendo objeto de inúmeras discussões no âmbito das companhias envolvidas em reorganizações societárias dessa natureza, sobre a necessidade ou não de submeter às operações pretendidas aos procedimentos recomendados pela CVM.

Ressalte-se, por fim, que, tendo em vista que o Parecer de Orientação nº 35 é datado do final do ano de 2008, ainda não há uma quantidade expressiva de casos, que já tenham sido submetidos à análise do Colegiado da CVM, o que impede que se defina o posicionamento dessa Autarquia sobre a aplicabilidade do Parecer de Orientação nº 35 em casos concretos.

---

<sup>79</sup> Ibidem.

## **Conclusão**

A incorporação de ações constitui importante instrumento de reorganização e concentração societária no cenário econômico atual, apresentando diversas vantagens quando comparadas a outras espécies de operações societárias.

Como pudemos observar, a transferência compulsória da totalidade das ações de uma sociedade à incorporadora, independentemente da aprovação da unanimidade dos acionistas e a desnecessidade de dispêndio de recursos em dinheiro, adicionados à minimização dos riscos com a operação, promovida pela ausência de sucessão universal entre as companhias, tornam a incorporação de ações uma operação extremamente atrativa às companhias brasileiras.

No que se refere às companhias controladas, o instituto da incorporação de ações vem sendo largamente utilizado por grupos societários em busca de sinergias, ganhos operacionais, redução de custos com a listagem separada, simplificação de estruturas societárias e, até mesmo, ampliação da competitividade e eficiência do grupo frente à concorrência de empresas internacionais.

O objetivo do presente trabalho foi apresentar os diversos aspectos relacionados à operação de incorporação de ações e, mais especificamente à incorporação de ações de companhia controlada envolvendo companhia aberta, notadamente as preocupações do legislador e da CVM com esse tipo de operação societária.

Como se pôde demonstrar, a incorporação de ações de controlada é objeto de grande preocupação do legislador que busca proteger os acionistas minoritários através da criação de procedimentos especiais que visam assegurar que as operações se efetivem em bases equitativas para a controladora e para a controlada.

Especialmente em relação à incorporação de ações de sociedade controlada envolvendo companhia aberta, tivemos a oportunidade de observar que a CVM tem ocupado posição de destaque na busca por mecanismos de defesa ao acionista minoritário.

Destacamos também que, em que pese a real necessidade de regular as incorporações de ações de sociedades controladas, notadamente, aquelas envolvendo companhias abertas, algumas normas da CVM têm sua aplicabilidade ou mesmo sua legalidade questionada pela doutrina.

Buscamos, por fim, descrever os fundamentos e os procedimentos recomendados pela CVM a essa espécie peculiar de operação societária, a partir da edição do Parecer de Orientação nº 35, expressão do excesso de zelo dessa Autarquia com operações dessa natureza que, de fato, são mais bem reguladas e fiscalizadas a partir de uma análise casuística.

Não obstante alguns entraves da legislação e da regulamentação vigentes, a incorporação de ações, ainda que envolva sociedades controladas e companhia aberta, permanece como uma excelente alternativa jurídica à reorganização societária.

## Referências Bibliográficas

ARAGÃO, Paulo Cezar e DE LIMA, Monique M. Mavignier. Incorporação de Controlada: a disciplina do art. 264 da Lei 6.404/76. In: Perin Junior, Ecio; Kalansky, Daniel e Peyser, Luiz (coord.). *Direito Empresarial: aspectos atuais de Direito Empresarial brasileiro e comparado*. São Paulo: Método, 2005.

BULGARELLI, Waldirio. Fusões, Incorporações e Cisões de Sociedades, 5ª Ed.. São Paulo: Atlas, 2000.

COMPARATO, Fábio Konder. O novo Direito de Retirada do Acionista nos Casos de Fusão e Incorporação. In. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, nº116. São Paulo: Malheiros, 1999.

CANTIDIANO, Luiz Leonardo. Incorporação de Sociedades e Incorporação de Ações. In: DE CASTRO, Rodrigo R. Monteiro e AZEVEDO, Luís André N. de Moura (coord.). *Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin do Brasil, 2010.

CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. 2ª Ed., 4º vol., tomo II, São Paulo: Saraiva, 2003.

CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. 5ª Ed. 2º vol. São Paulo: Saraiva, 2009.

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

EIZIRIK, Nelson. Incorporação de Ações: Aspectos Polêmicos. In WARDE JR., Walfrido Jorge (coord.). *Fusão, Cisão, Incorporação e Temas Correlatos*. São Paulo: Quartier Latin do Brasil, 2009.

LAMY FILHO, Alfredo e BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *Direito das Companhias*. 1ª ed., 1º vol. Rio de Janeiro: Forense, 2009.

LAMY FILHO, Alfredo e BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *Direito das Companhias*. 1ª ed., 2º vol. Rio de Janeiro: Forense, 2009.

LAMY FILHO, Alfredo, *Temas de S.A.*. Rio de Janeiro: Renovar, 2007.

LAMY FILHO, Alfredo e BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A Lei das S.A.* 2ª ed. 2º vol. São Paulo: Renovar, 1996.

LACERDA TEIXEIRA, Egberto e TAVARES GUERREIRO, José Alexandre. *Das Sociedades Anônimas no Direito Brasileiro*. São Paulo: Bushatsky, 1979.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Pareceres*. Vol. 2, Ed. São Paulo, Singular, 2004.

MARTINS, Fran. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*. Rio de Janeiro: Forense, 2010.

MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. Reflexões sobre o direito de recesso na lei das sociedades por ações. In: Lobo, Jorge (coord.). *Reforma da lei das sociedades anônimas: inovações e questões controvertidas da Lei n. 10.303, de 31.10.2001*. Rio de Janeiro: Forense, 2002.

TOMAZELLA, Mosna Carna e MARIZ, Livia. A Proteção de Acionsistas nas Operações de Fusão, Incorporação e Cisão no Brasil e no Direito Comparado. In FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes (coord.). *Direito Societário Contemporâneo I*. São Paulo: Quartier Latin do Brasil, 2009.

XAVIER, Alberto. Incorporação de Ações: Natureza Jurídica e Regime Tributário. In CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de Castro e DE

ARAGÃO, Leandro Santos (coord.). *Sociedade Anônima 30 Anos da Lei 6.404/76*. São Paulo: Quartier Latin, 2007.