Insper Instituto de Ensino e Pesquisa
LL.M. em Direito Societário

Henrique Fratta Lobo

DEVERES DOS ADMINISTRADORES NAS REORGANIZAÇÕES SOCIETÁRIAS

São Paulo
2013

Henrique Fratta Lobo

Deveres dos administradores nas reorganizações societárias

Monografia apresentada ao Programa de LL.M. em Direito Societário do Insper Instituto de Ensino e Pesquisa, como parte dos requisitos para a obtenção do título de pós graduação *lato sensu* em Direito.

Área de concentração: Direito Societário
Orientador: Prof. Dr. André Antunes Soares de Camargo – Insper Instituto de Ensino e Pesquisa

São Paulo
2013

Lobo, Henrique Fratta
Deveres dos administradores nas reorganizações societárias/ Henrique Fratta Lobo; orientador: André Antunes Soares de Camargo – São Paulo: Insper, 2013.
127 f.

Monografia (Pós-graduação *Lato Sensu* em direito societário – LLM). Área de concentração: Direito Societário. Insper Instituto de Ensino e Pesquisa.

1. Operações societárias 2. Deveres dos administradores 3. Comissão de Valores Mobiliários 4. Parecer de Orientação nº 35/2008

FOLHA DE APROVAÇÃO

Henrique Fratta Lobo
Deveres dos administradores nas reorganizações societárias

Monografia apresentada ao Programa de LL.M. em Direito Societário do Insper Instituto de Ensino e Pesquisa, como requisito parcial para obtenção do título de pós graduação *lato sensu* em Direito.

Área de concentração: Societário

Aprovado em: Outubro/2013

Banca Examinadora

Prof. Dr. André Antunes Soares de Camargo
Orientador

Instituição: Insper Instituto de Ensino e Pesquisa

Assinatura: _____

Prof.

Instituição:

Assinatura: _____

Prof.

Instituição:

Assinatura: _____

DEDICATÓRIA

Dedico aos meus pais, Luis Antonio Lobo e Márcia Ferrer Fratta Lobo, razão de todas as minhas conquistas e fontes inesgotáveis de confiança, dedicação, inspiração e perseverança.

AGRADECIMENTOS

Dedico estes ensaios aos meus pais, Luis Antonio Lobo e Márcia Ferrer Fratta Lobo, por não medirem esforços na minha criação e educação.

Ao meu avô, José Fratta, pelos ensinamentos de uma vida.

Às minhas avós, Ivete Ferrer Fratta e Wanda Carvalho Pinto Lobo, sempre por mim zelosas, e pelas orações.

Aos meus amigos do Colégio, por estarem comigo sempre, nos piores e melhores momentos.

Aos amigos do Barbosa, Müssnich & Aragão Advogados, pelos ensinamentos, tanto de Direito quanto de Vida.

À toda minha família, pela seriedade de uns e palhaçada de outros.

À Marina Crispi Cabral, meu grande amor, por sempre me incentivar e nunca deixar eu desistir

Ao meu orientador, Professor Doutor André Antunes Soares de Camargo, pelas diretrizes que auxiliaram na elaboração deste trabalho.

RESUMO

LOBO, Henrique Fratta. **Deveres dos administradores em operações societárias entre controladoras e suas controladas ou sociedades sob controle comum** 2013. 127 f. Monografia (Pós-graduação *lato sensu* em direito societário – LL.M.) - Insper Instituto de Ensino e Pesquisa, São Paulo, 2013.

O presente trabalho visa demonstrar quais são os deveres dos administradores das sociedades anônimas e, principalmente, de companhias abertas, quando há operações societárias de incorporação, incorporação de ações ou fusão entre controladoras e suas controladas e sociedades sob controle comum, ou seja, em situações de reorganizações societárias, através das normas da Lei nº 6.404/76 e das normas da Comissão de Valores Mobiliários.

Esse tema possui sua relevância, em razão do crescente número de operações societárias no Brasil, o que faz crescer também essas operações entre partes ligadas, além das inovações trazidas pela autorregulação da CVM, que visam colocar o administrador das sociedades como peça fundamental para a ocorrência de operações comutativas.

Esta inserção do administrador no núcleo dessas operações é porque desempenham um papel fundamental, que é a negociação da operação, principalmente na relação de troca de ações entre as sociedades, pois o que faz a legislação societária se preocupar com as reorganizações societárias é a existência de um potencial conflito de interesses do acionista controlador, que pode decidir a operação de ambos os lados, podendo facilmente se beneficar, prejudicando, os acionistas minoritários.

Para analisar esta problemática o trabalho foi dividido em três capítulos: o primeiro irá tratar da análise do artigo 264 da lei nº 6.404/76, o qual traz as regras sobre as operações societárias de reorganização e outros conceitos que permeiam este artigo; o segundo apresentará a problemática do conflito de interesses; e o terceiro capítulo será sobre os deveres dos administradores e a regulação da CVM que colocou eles como foco para evitar possíveis abusos dos controladores.

Palavras-chave: Operações societárias; sociedade controladora e sua controlada; deveres dos administradores; Parecer de Orientação CVM nº 35/2008.

SUMÁRIO

Lista de siglas e abreviaturas.....9
1. **Introdução**.....10
2. **Análise do artigo 264**.....17
2.1 A operação de incorporação.....17
2.1.1. Protocolo e Justificação.....19
2.1.2. Procedimento.....22
2.1.3. Efeitos.....24
2.2. Outras operações societárias, §4º do artigo 264 da LSA.....31
2.2.1. A operação de incorporação de ações.....31
2.2.1.1. Subsidiária integral.....33
2.2.1.2. Procedimento.....36
2.2.1.3. Efeitos da incorporação de ações.....37
2.2.1.4. Diferenças entre a incorporação e a incorporação de ações.....38
2.2.2. Fusão.....41
2.3. Instrução CVM nº 319/99.....43
2.4. Controle.....47
2.5. Relação de substituição de ações.....53
2.6. Outro critério de avaliação aceito pela CVM.....58
2.7. Direito de retirada.....63
3. **O potencial conflito de interesses nas operações reguladas pelo artigo 264 da LSA**....68
3.1. Breve análise do conflito de interesses.....68
3.2. Caso concreto do artigo 264 da LSA.....72
3.3. Parecer de Orientação CVM nº 34/2006.....74
3.3.1. Benefício particular – não aplicação do Parecer de Orientação nº 34/2006 ao artigo 264 da LSA.....76
4. **O Parecer de Orientação CVM nº 35/2008 e os deveres dos administradores**.....79
4.1. Introdução ao Parecer de Orientação CVM nº 35/2008.....79
4.2. Deveres dos administradores.....81
4.2.1. Dever de diligência.....85
4.2.1.1. Infração ao dever de diligência e o *business judgement rule*.....89
4.2.2. Dever de cumprir o interesse social.....94
4.2.3. Dever de lealdade.....100
4.2.4. Dever de não ter conflitos com a companhia.....105
4.2.5. Dever de informar.....107
4.3. Responsabilidade dos administradores.....111
4.4. O Parecer de Orientação CVM nº 35/2008.....112
4.5. Legalidade do Parecer de Orientação CVM nº 35/2008.....120
5. **Conclusão**.....123
Referências.....127

Lista de Siglas e Abreviaturas

Art. – Artigo
Bacen – Banco Central do Brasil
BM&Fbovespa – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo
CC – Código Civil Brasileiro (Lei nº 10.406, de 10.01.2002)
CF – Constituição Federal Brasileira de 1988
CMN – Conselho Monetário Nacional
CPC – Código de Processo Civil (Lei nº 5.869, de 11.01.1973)
CVM – Comissão de Valores Mobiliários
LSA – Lei das Sociedades por Ações (Lei nº 6.404, de 15.12.1976)
PAS – Processo Administrativo Sancionador, da CVM
SEC – Securities and Exchange Commission

1. INTRODUÇÃO

De acordo com o levantamento feito pela KPMG, referente ao ano de 2012 foram realizadas 816 operações de fusões ou aquisições no Brasil, se aproximando do recorde estabelecido em 2011, ano que foram realizadas 817 operações de fusões e aquisições que direta ou indiretamente envolveram empresas brasileiras[1]. Porém, os analistas da KPMG acreditam que estes números relevantes apresentados em 2011 e 2012 não irão se repetir em 2013, uma vez que as transações vem diminuindo o ritmo na comparação entres os trimestres de 2012, bem como a crise global que acaba trazendo incertezas para o mercado[2].

Como se sabe, a situação econômica dos Estados Unidos, Japão e dos países que compõem a União Europeia é frágil, a recuperação deles é lenta e afetam a economia global como um todo, assim como o crescimento econômico chinês que já não é o mesmo.

O Brasil, por outro lado, apesar de ter superado a crise de 2008, com uma política de expansão de crédito e investimentos estatais, ainda passa por grandes dificuldades para retomar e atingir um ritmo de crescimento sustentável tanto desejado, já que possui diversas questões que retardam e atrapalham este crescimento.

De acordo com publicação da BBC Brasil[3], os cinco principais entraves para o crescimento brasileiro são: (i) infraestrutura precária, (ii) déficit de mão de obra especializada, (iii) sistema tributário complexo, (iv) baixa capacidade de investimentos público e privado, e (v) burocracia excessiva. Além desses pontos, não podemos deixar de citar a alta inflação[4], a taxa de câmbio não competitiva e juros altos.

---

[1] De acordo com notícia publicada no Valor Econômico, no ano de 2012 "foram feitas 816 fusões e aquisições que envolveram direta ou indiretamente empresas brasileiras no ano passado, uma a menos que o recorde histórico atingido em 2011. Site: http://www.valor.com.br/empresas/2969290/fusoes-e-aquisicoes-no-brasil-ficaram-estaveis-em-2012. Acesso em 20.01.2013.

[2] Relatório de Pesquisa de Fusões & Aquisições 2012 – 4º trimestre – elaborado pela KPMG Corporate Finance Ltda. e publicado em seu site em http://www.kpmg.com/BR/PT/Estudos_Analises/artigosepublicacoes/Documents/Fusoes%20e%20Aquisicoes/2012/FA-4otrim-2012.pdf. Acesso em: 13.01.2013.

[3] Site: http://www.bbc.co.uk/portuguese/noticias/2012/08/120821_viloes_crescimento_brasil_lgb.shtml. Acesso em 20.01.2013.

[4] O IPCA, índice oficial que mede a inflação no Brasil, teve variação de 5,84% no ano de 2012, em comparação a 2011, sendo que a meta estabelecida pelo Conselho Monetário Nacional era de 4,5%. Site: http://www.valor.com.br/brasil/2964708/ipca-fecha-2012-acima-do-centro-da-meta-com-alta-de-584. Acesso em: 20.01.2013.

Mesmo com as dificuldades econômicas globais[5] e locais, já citadas acima, podemos perceber que o volume brasileiro de operações societárias é alto para nossos padrões, e dentro desse universo encontramos operações relevantes de fusão, incorporação e incorporação de ações envolvendo sociedades controladoras e suas controladas ou sociedades sob controle comum, que podemos genericamente chamar de operações de reorganização societária, conforme terminologia empregada na prática profissional.

Estas reorganização societárias ocorrem no âmbito dos chamados grupo de fato, que é aquele grupo de sociedades que se relaciona em razão da participação societária, havendo normalmente 1 (um) controlador em comum em todas essas sociedades ou uma sociedade holding que controla todas as demais. Essa ligação também pode ocorrer de forma contratual ou até pessoal.

Essa característica traz uma consequência jurídica importante, qual seja, não há uma regra específica na Lei nº 6.404/76 que defina esta situação, então, portanto, os acionistas e administradores deverão seguir as regras gerais de deveres, obrigações e responsabilidades[6].

Para trazer o tema para a realidade e atualidade, pode-se citar como exemplos de operações desse tipo os seguintes casos: (i) a reestruturação do grupo EBX, na qual MMX Mineração e Metálicos S.A. incorporou sua controlada PORTX Operações Portuárias S.A. (processo administrativo CVM nº RJ2012/5581, de 25.05.2012), (ii) a incorporação da Aços Villares S.A. pela sua controladora Gerdau S.A. (processo administrativo CVM nº RJ2010/17608, de 28.12.2010), e (iii) a incorporação de ações da Vivo Participações S.A. pela Telecomunicações de São Paulo S/A – Telesp, após o grupo Telefonica adquirir o controle da primeira, sendo que já era controladora da segunda (processo administrativo CVM nº RJ2011/4394, de 26.04.2011)[7].

Nas operações acima citadas, há uma característica comum entre elas, qual seja, a não existência de "duas maiorias acionárias distintas, que deliberem separadamente sobre a

---

[5] A crise da dívida pública de países da zona do euro (Grécia, Espanha e Portugal), a exposição de bancos internacionais a dívidas soberanas de países com desequilíbrios fiscais, o baixo crescimento das economias maduras (Estados Unidos, Reino Unido, União Europeia, Japão, etc.) e o abismo fiscal norte-americano.

[6] Importante citar este ponto, pois existe uma figura jurídica na LSA que é o grupo de direito, que está disciplinado nos artigos 265 e seguintes da LSA, o qual possui regras próprias.

[7] Essas operaçõs foram exemplificadamente retiradas de decisões da CVM que tratam do assunto.

operação, defendendo os interesses de cada companhia"[8], pois há somente um acionista ou grupo de acionistas que controlam as sociedades envolvidas nestas operações societárias.

Diante dessa característica, pode-se afirmar que há um risco considerável de que a relação de troca de ações na respectiva operação não seja comutativa[9], causando prejuízos aos acionistas minoritários, devido ao alto grau de conflito de interesses que se encontra o acionista controlador das companhias.

Este ponto é inclusive ressaltado pela doutrina, conforme citado, por exemplo, por Ian Muniz:

> As operações de fusão, incorporação ou cisão envolvendo a sociedade controladora e suas controladas ou sociedades sob controle comum sempre foram vistas com um certo grau de ceticismo, no que tange à independência e neutralidade do acionista controlador no processo deliberativo. Essa questão se torna ainda mais crucial quando se cuida de definir a relação de troca de ações, visto que nesta hipótese o interesse do acionista controlador é diametralmente oposto ao dos acionistas minoritários[10].

Tendo em vista tal problema, a LSA prevê em seu artigo 264, §3º[11] um direito de retirada aos acionistas minoritários dissidentes, para tentar mitigar possíveis prejuízos, quando aprovada a operação na assembleia geral da controlada.

Neste contexto, a Comissão de Valores Mobiliários ("CVM"), em complemento às regras já existentes na LSA, publicou um parecer de orientação, no qual traça possíveis padrões de comportamentos para os administradores das companhias envolvidas nas reorganizações

---

[8] Trecho extraído da Exposição de Motivos da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976.

[9] Ter uma operação comutativa significa que as partes envolvidas compreende os riscos inerentes a ela e há prestações entre as partes equivalentes, sabem o que podem ganhar e perder com a operação.

[10] MUNIZ, Ian. Fusões e Aquisições – aspectos fiscais e societários – 2ª edição. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 316.

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

societárias, para que o risco durante o processo de determinação da relação de troca de ações seja mitigado[12].

Essas diretrizes recaem sobre os administradores, pois segundo o disposto no Parecer de Orientação da CVM nº 35/2008:

> (...) os administradores da companhia controlada, ou de ambas as companhias sob controle comum, têm uma função relevante a cumprir. Na sistemática da Lei nº 6.404, de 1976, cabe a eles negociar o protocolo de incorporação ou fusão que será submetido à aprovação da assembléia geral.

É nesta atuação de negociação do protocolo que os administradores podem defender os interesses da companhia que administram e de seus acionistas, assegurando a fixação de uma relação de troca equitativa, cumprindo, assim, com os deveres fiduciários que a lei lhes atribuem.

Estes deveres atribuídos pela LSA estão dispostos nos artigos 153 a 157, quais sejam: dever de diligência, dever de cumprir as finalidades sociais, dever de lealdade, dever de evitar situações de conflitos de interesses e o dever de informar.

Tais deveres, como menciona Nelson Eizirik, são representações de padrões de conduta, *standards*, a serem seguidos pelos administradores, *in verbis:*

> Os *standards* expressam condutas sociais médias, de caráter enunciativo, que funcionam como diretivas genéricas e servem como medida ou elemento de comparação para o juízo de casos concretos.[13]

Em razão deste caráter genérico do padrão de comportamento que a LSA estabeleceu para os administradores das companhias, sua atuação e análise de sua conduta é bastante subjetiva, acarretando problemas nos enfrentamentos de questões como as operações entre a sociedade controladora e sua controlada, por exemplo.

---

[12] Art. 5º É instituída a Comissão de Valores Mobiliários, entidade autárquica em regime especial, vinculada ao Ministério da Fazenda, com personalidade jurídica e patrimônio próprios, dotada de autoridade administrativa independente, ausência de subordinação hierárquica, mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes, e autonomia financeira e orçamentária (Lei nº 6.385/76).

[13] EIZIRIK, Nelson et al. Mercado de Capitais – regime jurídico. 3ª ed. revista e ampliada. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 424.

Por este motivo, a CVM, através de seu Parecer de Orientação nº 35/2008, buscou enfrentar a situação, tentando trazer para o mercado um padrão de atuação mais objetivo, com parâmetros definidos, que segundo a Autarquia podem inibir o favorecimento de alguma das partes no momento de avaliação da relação de troca de ações entre as companhias.

Este é um enfrentamento feito pela CVM de uma questão que sempre incomodou o mercado como um todo, como citado no Relatório de Análise elaborado pela CVM, após a Audiência Pública feita pela Autarquia para a elaboração do referido parecer de orientação:

> Desde a edição da Lei n° 6.404, de 1976, os motivos para preocupação aumentaram. Nos 32 anos de vigência da lei, o mercado percebeu a insuficiência do mecanismo de tutela previsto no art. 264 da lei societária e entendeu que, no caso de incorporação de controladas, o direito de recesso não é um remédio adequado contra abusos por parte do controlador.[14]

Além de atender uma reivindicação do mercado, o Parecer de Orientação nº 35/2008 também objetivou demonstrar os padrões pelos quais a CVM passaria analisar as reestruturações societárias envolvendo sociedades controladas e suas controladoras ou sociedades sob controle comum.

Esse parecer e a interpretação da CVM sobre as operações de reorganização societária são importantes para o mercado, porque sem o devido respeito aos acionistas minoritários, podem afastar os investidores em nosso mercado de capitais que cada vez mais está integrado mundialmente e necessita de novos investimentos para continuar evoluindo, pois, uma vez que se desrespeita um direito de um acionista minoritário, este pode nunca mais vir a participar do mercado de capitais, trazendo prejuízos para este como um todo.

Porém, a maneira como foram elaboradas essas diretrizes também foi alvo de críticas, as quais afirmam que a CVM extrapolou seus poderes estabelecidos na Lei nº 6.385/76 e passou a exigir condutas que não estão estabelecidas em lei, ou seja, neste ato a CVM agiu como legislador.

---

[14] Relatório de análise SDM da Comissão de Valores Mobiliários. Audiência Pública nº 02/2008 com a minuta do parecer de orientação sobre deveres fiduciários dos administradores em operações de fusão, incorporação e incorporação de ações envolvendo controladas ou sociedades sob controle comum.

Por estes motivos, torna-se importante e necessário um estudo aprofundado sobre o tema para trazer, em primeiro lugar, uma análise do artigo 264 da LSA e os conceitos que permeiam este artigo, tais como o controle e o direito de retirada, pois é neste ponto da legislação societária que estão as regras que devem ser seguidas nas reorganizações societárias por todas as companhias sejam elas abertas ou fechadas[15].

Posteriormente, será estudada a questão da existência do conflito de interesses nesse tipo de operação societária, ponto extremamente relevante para se entender toda a lógica que o legislador quis imprimir ao artigo 264 da LSA, bem como para compreender a preocupação existente no mercado quando há uma reorganização societária. Neste momento se fará necessária a análise do Parecer de Orientação CVM nº 34/2006, o qual possui foco no acionista controlador, tratando do impedimento de voto em casos de benefício particular em operações de incorporação e incorporação de ações em que sejam atribuídos diferentes valores para as ações de emissão de companhia envolvida na operação, conforme sua espécie, classe ou titularidade.

Por fim, irá se adentrar na novidade autorregulatória da CVM, o Parecer de Orientação CVM nº 35/2008, que traz os padrões de comportamente dos administradores das companhias abertas.. Em razão deste tratamendo dado pelo Parecer de Orientação nº 35/2008, torna-se importante aprofundar os estudos na dinâmica dos *standards* de comportamento que a LSA criou para se verificar as responsabilidades que os administradores das companhias brasileiras possuem no âmbito das reorganizações societárias e como poderá ser analisada sua conduta e as sanções que poderão sofrer em caso de não cumprirem com seus deveres e prejudicarem os acionistas minoritários.

Assim, o objetivo deste trabalho é de compreender como a legislação e a autorregulação enxergam e tratam as proteções aos acionistas minoritários, no contexto das reorganizações societárias, tendo em vista o potencial lesivo que podem sofrer, além de demonstrar como a CVM está trazendo os administradores das companhias como ponto principal para defesa dos direitos dos acionistas minoritários.

---

[15] Art. 4º Para os efeitos desta Lei, a companhia é aberta ou fechada conforme os valores mobiliários de sua emissão estejam ou não admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários.

Para tanto, será realizado um estudo doutrinário e análise apenas da jurisprudência da CVM, para demonstrar estes pontos relevantes e atuais sobre o tema, do qual se espera concluir que há uma evolução importante sobre o assunto, que está sendo demonstrada para o mercado, que pugna por uma uniformização da interpretação do tema, de uma maneira que lhe mostre claramente quais as regras e direitos que possuem e podem ser cobrados em caso de abusos, principalmente dos acionistas controladores e agora dos administradores.

2. ANÁLISE DO ARTIGO 264

2.1. A operação de incorporação

O *caput* do artigo 264 da LSA, que teve sua redação original alterada duas vezes, primeiramente pela Lei nº 9.457 de 1997 e, posteriormente, pela Lei nº 10.303 de 2001, trata da hipótese de incorporação de companhia controlada, por sua controladora e a maneira como esta incorporação deve ocorrer, estabelecendo os parâmetros para o cálculo da relação de troca das ações e a forma de se avaliar o patrimônio das companhias envolvidas.

Como o artigo 264 traz diversos conceitos que estão espalhados pela LSA, é de suma importância trazer estes conceitos antes de se fazer a análise propriamente dita da responsabilidade dos administradores dessas companhias quando envolvidos em uma operação societária entre a sociedade controladora e sua controlada.

A primeira análise a ser feita é sobre a incorporação, que está prevista no artigo 227da LSA:

> 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 sociedade 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[16].

---

[16] PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Fusão e Cisão. In: LAMY Filho, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord.). Direito das Companhias. 2º vol., 1ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 1798.

Assim, depreende-se que a incorporação possui a natureza jurídica de um negócio contratual, formalizado pelas partes (sociedade incorporada e sociedade incorporadora) através do protocolo de incorporação, que irá estabelecer os termos e condições dessa operação, os quais deverão ser submetidos para as respectivas assembleias gerais.

Uma vez aprovado o protocolo de incorporação pela assembleia geral da sociedade incorporadora, essa mesma assembleia irá autorizar o aumento de capital de sua companhia, o qual será subscrito e integralizado mediante a versão do patrimônio líquido da incorporada ao patrimônio da incorporadora.

Sendo que este patrimônio líquido deverá ser avaliado por peritos nomeados pelos acionistas da companhia incorporadora, na própria assembleia geral que decidir sobre o protocolo.

Na mesma linha, os acionistas da sociedade incorporada devem se reunir em assembleia geral, para decidirem sobre a incorporação e aprovarem o protocolo da operação. Uma vez aprovado, os acionistas devem autorizar seus administradores a praticarem todos os atos necessários para que ocorra a incorporação da sociedade, inclusive devem autorizar a subscrição do aumento de capital na sociedade incorporadora.

Realizado o aumento de capital, após as devidas aprovações pelas respectivas assembleias, com a subscrição e integralização desse aumento pela sociedade incorporada[17], os acionistas desta sociedade irão receber as ações de emissão da incorporadora, em substituição àquelas ações que detinham anteriormente na sociedade incorporada, na devida proporção convencionada pelas companhias no protocolo de incorporação.

Por fim, a sociedade incorporada é extinta e suas obrigações e direitos passam a ser da incorporadora, que irá lhe suceder.

Segundo definição de Waldirio Bulgarelli, a incorporação consistiria:

---

[17] "Bulhões Pedreira e Alfredo Lamy, ao comentarem as incorporações (...), afirmar que os subscritores do aumento de capital não são os sócios ou acionistas da sociedade cujo patrimônio líquido está sendo vertido para a sociedade sucessora, mas sim a própria sociedade (...).". MUNIZ, Ian. Fusões e Aquisições – aspectos fiscais e societários. 2ª edição. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 98.

> 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 incorporada que, por força de lei, lhe sucede em todos os direitos e obrigações.[18]

Bulhões Pedreira, por sua vez, resume a incorporação da seguinte maneira:

> A incorporação consiste, portanto, na absorção de uma sociedade por outra, com os seguintes efeitos: (a) a unificação dos corpos sociais das duas sociedades: os sócios da incorporada passam a ser sócios da incorporadora; (b) a unificação de patrimônios: o patrimônio da incorporada é consolidado no da incorporadora, que a sucede universalmente; e (c) a extinção da incorporada, sem liquidação: apenas a pessoa jurídica incorporadora continua a existir após a operação.[19]

Dado o conceito do que seria a operação de incorporação, cabe realizar uma breve análise sobre seus procedimentos e efeitos, os quais são citados neste item.

2.1.1. Protocolo e Justificação

O primeiro procedimento que deve ser realizado pelas partes, após definirem as questões negociais e decidirem pela operação de incorporação, é a elaboração de dois documentos, o protocolo e a justificação, que estão previstos nos artigos 224 e 225 da LSA, respectivamente.

A praxe, na realidade, é de se fazer apenas um documento para cumprir as exigências legais destes dois artigos, já que a forma do documento não é taxada pela lei, apenas seu conteúdo, e torna-se mais prático e econômico redigir apenas um documento para estas duas exigências legais.

O protocolo é o documento necessário, que será firmado entre os órgãos da administração das sociedades envolvidas na operação ou entre os acionistas interessados, no qual será fixado as bases da operação.

---

[18] BULGARELLI, Waldirio. Fusões, Incorporações e Cisões de Sociedades. 5ª ed. São Paulo: Atlas, 2000. p. 216.
[19] PEDREIRA, José Luiz Bulhões. A Lei das S.A. Rio de Janeiro: Renovar, 1992. p. 666.

No protocolo será obrigatório a inclusão dos seguintes pontos, os quais estão previstos nos incisos do artigo 224 da LSA:

> 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;
> 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;
> VII - todas as demais condições a que estiver sujeita a operação.

Importante ressaltar, que o rol do artigo 224 não é exaustivo, devendo ser incluída qualquer outra condição que a operação estiver sujeita, mas os itens expostos nos incisos do artigo 224 são de obrigatória presença no documento.

Outro destaque necessário a se fazer é que, assim como na justificação, o protocolo não deve ser apenas elaborado nas operações de incorporação, mas ele é obrigatório também nas operações de fusão, cisão e incorporação de ações, sejam estas operações reguladas pelo artigo 264 ou pelo Capítulo XVIII (trata das regras gerais e conceitos das operações societáras), ambos da LSA

Elaborado o protocolo, este deve ser submetido às assembleias gerais das respectivas sociedades, para que seja aprovado, conforme disposto no §1º do artigo 227 da LSA. Portanto, trata-se de um documento não vinculativo, a princípio, que não produz seus efeitos imediatamente, dependendo sempre da aprovação dos acionistas, não bastando os administradores decidirem sobre ele.

Sobre essa peculiaridade do protocolo, Waldirio Bulgarelli traz o seguinte ensinamento:

> 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 Espanha, ou de um simples projeto, como querem na França Hupin e Bosvieux, e na Itália Giuseppe Ferri, ou mesmo um contrato 'conditio juris', como o qualifica Jesus Rúbio, na Espanha.[20]

Portanto, tendo esse caráter de pré-contrato, mister se faz a aprovação pela a assembleia geral, para que ganhe contornos de vinculante para as partes.

Essa característica de pré-contrato, também foi abordada por Egberto Lacerda Teixeira e José Alexandre Tavares Guerreiro, que confirmam este posicionamento mais moderno da doutrina:

> 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.[21]

Com relação a justificação, a é matéria prevista no artigo 225 da LSA, o qual prevê que "as operações de incorporação, fusão e cisão serão submetidas à deliberação da assembléia-geral das companhias interessadas mediante justificação"[22].

Desta forma, por imposição legal, essas operações societárias devem ser justificadas aos acionistas, nas assembleias gerais que tratarem do assunto, sendo que a justificação deverá conter os seguintes pontos, expostos nos incisos do artigo 225 da LSA:

> 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;

---

[20] BULGARELLI, Waldirio. Fusões, Incorporações e Cisões de Sociedades. 5ª ed. São Paulo: Atlas, 2000. P. 212.

[21] TEIXEIRA, Egberto Lacertda e GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Das Sociedades Anônimas no Direito Brasileiro. São Paulo: Bushatsky, 1979. pp. 657 e 658.

[22] Quando o artigo 225 da LSA traz a necessidade de apresentar as operações societárias para a assembleia geral, isto demonstra o caráter pré-contratual do protocolo, o qual será suportado pela justificação, que dará as razões para a realização da operação.

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

Por fim, cabe salientar que o objetivo do legislador, conforme disposto na Exposição de Motivos à LSA, para exigir esses dois requisitos que antecedem a decisão final dos acionistas é o de assegurar que tenham "o conhecimento de todas as condições da operação, das repercussões que terá sobre os direitos, e do valor de reembolso que lhes caberá, caso prefiram usar do direito de retirada".

O protocolo e a justificação fazem parte de todo um contexto exigido legalmente para que as operações societárias sejam apreciadas corretamente, por isso se faz necessário analisar todo o procedimento que a LSA traça para a tomada de decisão pelos acionistas das companhias.

2.1.2. Procedimento

Para a concretização da incorporação, a LSA exige que as sociedades envolvidas na operação passem por etapas bem determinadas para que o negócio seja válido.

Segundo 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"[23].

As etapas, como definidas em lei, seriam:

(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, segundo o artigo 224 da LSA;

(ii) Elaboração da justificação da operação, nos termos do artigo 225 da LSA;

(iii) Aprovação do protocolo e da justificação de incorporação e nomeação dos peritos que avaliarão o patrimônio líquido da sociedade incorporada, pela assembleia geral da companhia incorporadora. O procedimento para avaliação deve seguir os parâmetros do artigo 8º da LSA;

---

[23] PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Incorporação, Fusão e Cisão. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord.). Direito das Companhias. 2º vol. 1ª ed. Rio de Janeiro: Forense. 2009. p. 1799.

(iv) Aprovação do protocolo de incorporação e da justificação pela assembleia geral da sociedade incorporada, além da autorização para que seus administradores pratiquem todos os atos necessários à incorporação, inclusive a subscrição do aumento de capital da incorporadora, em nome da sociedade incorporada; e

(v) Aprovação do laudo de avaliação e declaração da efetivação da incorporação pela assembleia geral da incorporadora. O quórum para esta deliberação é o previsto no artigo 129 da LSA, ou seja, maioria absoluta de votos, podendo o estatuto de a companhia estabelecer quórum mais elevado.

Aprofundando alguns pontos deste procedimento, primeiramente é importante salientar, que tendo em vista o caráter de pré-contrato do protocolo, como acima explanado, caso a assembleia geral delibere por rejeitar a incorporação, os administradores da companhia não responderão pelos prejuízos eventualmente causados, uma vez que agiram dentro de suas funções. Os administradores somente serão responsáveis em caso de dolo ou culpa na celebração do protocolo, sendo subjetiva sua responsabilidade.

Nessa mesma linha, Modesto Carvalhosa defende que caso haja algum descumprimento de alguma cláusula do protocolo, isto não ensejaria uma execução específica, mas sim uma obrigação de reparação de danos. Contudo, ressalta ainda, que caso a operação não seja aprovada pela assembleia geral, isto não constituiria ato ilícito e, por consequência, não geraria uma obrigação de reparação de danos[24].

Outro ponto importante, é que essas etapas normalmente não são seguidas a risca, sendo suprimida uma das fases, compreendida entre a realização da assembleia geral que aprova o protocolo e a assembleia geral que aprova o laudo de avalição, para se evitar prejuízos.

Desta forma, as companhias acabam realizando apenas uma assembleia, na qual é feita a aprovação do protocolo, da justificação, do laudo de avaliação e a ratificação da nomeação dos peritos.

[24] CARVALHOSA, Modesto. Comentários à Lei de Sociedades Anônimas. Vol IV. Tomo I. 3ª ed. Saraiva: 2003. p. 659.

Assim, é suprimida a fase na qual a assembleia geral nomeia os peritos para elaborarem o laudo de avaliação e estes são escolhidos pela própria administração da companhia ou pelos acionistas que discutiram o protocolo.

Bulhões Pedreira disserta sobre as vantagens da realização de uma única assembleia geral da incorporadora para aprovar a operação, da seguinte maneira:

> 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.[25]

Como não há nada de ilegal na realização apenas de uma assembleia e na realização deste rito mais simples, todos os acionistas acabam sendo beneficiados, pois se torna mais prático, célere, reduz custos e evita prejuízos.

Por fim, aprovados o protocolo, a justificação e o laudo de avaliação da incorporação e autorizada a subscrição do aumento de capital, a operação será efetivada, ocorrendo a incorporação e a extinção da sociedade incorporada.

Contudo, esse aumento de capital, com a consequente incorporação de uma sociedade em outra e a extinção da sociedade incorporada, geram efeitos nas companhias e, inclusive, para terceiros, o que merece uma análise específica.

2.1.3. Efeitos

Os principais efeitos causados pela incorporação de sociedades são: (i) o aumento de capital da incorporadora, mediante a versão do patrimônio líquido da incorporada ao seu patrimônio; (ii) a substituição de ações de emissão da incorporada por ações de emissão da incorporadora; (iii) a sucessão universal dos direitos e obrigações da incorporada pela incorporadora; (iv) a

[25] PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Incorporação, Fusão e Cisão. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord.). Direito das Companhias. 2º vol. 1ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2009. p. 1800.

unificação das bases acionárias, dos patrimônios e das organizações sociais de ambas as sociedades na incorporadora; e (v) a extinção da incorporada.

Passa-se assim a analisar todos estes efeitos, iniciando-se pela questão do aumento de capital, qual é realizado para que o patrimônio líquido da sociedade incorporada seja vertido para a sociedade incorporadora.

Aumenta-se o capital social da incorporadora, pois a incorporada está lhe "entregando" todo o seu patrimônio líquido, gerando, por consequência, um incremento do patrimônio líquido da incorporada, que como forma de pagamento por este aumento de seu patrimônio líquido, a incorporadora emite ações que serão entregues aos acionistas da incorporada.

Essa versão do patrimônio líquido, com o consequente aumento de capital somente ocorrerá quando este valor for positivo, nas hipóteses em que o patrimônio líquido da sociedade a ser incorporada for igual a zero, for negativo ou se esta for uma subsidiária integral da incorporadora, não haverá a realização de um aumento de capital.

Nas duas primeiras hipóteses, como não haverá acréscimo no patrimônio líquido da incorporadora, esta não terá seu capital social modificado.

Com relação a hipótese de incorporação de subsidiária integral, o capital social desta já é detido em sua totalidade pela sociedade incorporadora, conforme explica Ian Muniz:

> Com efeito, na medida em que a totalidade das ações da sociedade a ser incorporada é de propriedade da sociedade incorporadora, existirá uma correspondência entre o investimento da incorporadora na incorporada, o qual deverá ser extinto, e o patrimônio da sociedade incorporada, não sendo afetada, por conseguinte, a conta capital da sociedade incorporadora. Ou seja, a sociedade incorporadora registrará contabilmente todos os ativos e passivos da sociedade incorporada, creditando o valor do patrimônio líquido recebido não como um aumento de capital, mas sim contra a conta de investimento do ativo permanente, e apurando, em decorrência, eventualmente, um ganho ou perda de capital.[26]

[26] MUNIZ, Ian. Fusões e Aquisições – Aspectos Fiscais e Societários. 2ª ed. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 101.

Havendo, portanto, o aumento de capital, o que não é uma condição essencial do negócio, este será subscrito e integralizado pela sociedade incorporada, no valor estabelecido pelas partes no protocolo de incorporação.

Isso quer dizer que o resultado da avaliação do patrimônio líquido da incorporada não precisa ser levado totalmente em consideração pelas partes para definirem o valor do aumento de capital, para acomodar o patrimônio líquido da incorporada na incorporadora. Na verdade, as partes possuem liberdade para estabelecer este valor, o qual, no entanto, não poderá ser inferior ao valor do capital social a realizar, conforme estipulado no artigo 226 da LSA[27]. Preservando, assim, o princípio da realidade do capital social.

Em decorrência do aumento de capital, são emitidas novas ações da sociedade incorporadora, que serão conferidas aos antigos acionistas da sociedade incorporada, cujas ações foram extintas como consequência da extinção da sociedade incorporada.

A quantidade de ações a ser conferida aos novos acionistas será estabelecida no protocolo, tendo as partes liberdade para negociar a relação de troca, não havendo a necessidade de se basearem no laudo de avaliação.

Essa posição já foi inclusive destacada pelo Colegiado da CVM, no voto o Diretor Luiz Antonio de Sampaio Campos, no julgamento do PAS nº RJ10/00, julgado em 08.07.2004:

> Nessas operações [incorporação, fusão e cisão], como já visto, prevalece a liberdade das partes de ajustarem a relação de substituição, conforme juízo de conveniência e oportunidade. Com efeito, a Lei n. 6.404/76 estabeleceu para as matérias previstas no protocolo o princípio da ampla liberdade de contratar (cf. Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira, a Lei das S.A., v. II, pág. 562, editora Renovar, 2ª edição), ressalvadas apenas as disposições relativas ao interesse social das sociedades envolvidas, e a proteção de credores e acionistas minoritários, conforme se vê inclusive da necessidade de justificação prevista no artigo 225 da Lei de sociedade por ações. Tanto isso é verdade que a lei não exige nem no protocolo nem na justificação a elaboração de laudo de avaliação para efeito do aferimento da relação de substituição (...).

[27] 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.

Ocorrendo a versão do patrimônio líquido da incorporada ao patrimônio da incorporadora, após as devidas aprovações assembleares e a subscrição do aumento de capital, a consequência será a efetivação da incorporação, operando-se a extinção da sociedade incorporada (artigo 219, inc. II da LSA[28]). Para tanto, competirá à incorporadora promover o arquivamento e a publicação dos atos da incorporação, conforme dispõe o §3º do artigo 227 da LSA[29].

Um dos efeitos mais importantes da incorporação é a ocorrência da sucessão universal de todos os direitos e obrigações da incorporada pela incorporadora, passando a incorporadora a ser o sujeito ativo e passivo e 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.

Porém, para se defender de possíveis surpresas ou contingências muito altas, as partes normalmente negociam a possibilidade de ações de regresso ou garantias, o que traz um maior conforto para os acionistas minoritários aprovarem este tipo de operação, uma vez que não verá seu patrimônio ser diminuído, em razão de contingências geradas por um mau negócio aprovado pelos acionistas controladores.

Por fim, o último efeito a ser mencionado, é o direito de recesso, que está previsto no artigo 137 da LSA[30], combinado com o artigo 136, inc. IV da LSA[31].

---

[28] Art. 219. Extingue-se a companhia:
I - pelo encerramento da liquidação;
II - pela incorporação ou fusão, e pela cisão com versão de todo o patrimônio em outras sociedades.

[29] 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.
(...)
§ 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.

[30] 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:
I - nos casos dos incisos I e II do art. 136, somente terá direito de retirada o titular de ações de espécie ou classe prejudicadas;
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;
III - no caso do inciso IX do art. 136, somente haverá direito de retirada se a cisão implicar:

O direito de recesso, é um dos direitos essenciais dos acionistas (artigo 109, inc. V da LSA[32]), não podendo ser suprimido ou mitigado pelo estatuto social ou acordo de acionistas da companhia. Este direito essencial do acionista tem por base o princípio constitucional no qual "ninguém poderá ser compelido a associar-se ou a permanecer associado" (artigo 5º, inciso XX, da Constituição Federal).

Esse direito consiste na possibilidade do acionistas de se retirar da sociedade, mediante o recebimento do reembolso do valor de suas ações, quando houver aprovações na companhia que alterem matérias essenciais da sociedades, as quais estão elencadas no artigo 137, que faz referência ao artigo 136, ambos da LSA.

No caso da incorporação, os acionistas da sociedade incorporada que não concordarem com a incorporação, terão a faculdade de se retirarem da sociedade, desde que não votem favoravelmente na respectiva deliberação sobre o assunto.

---

a) mudança do objeto social, salvo quando o patrimônio cindido for vertido para sociedade cuja atividade preponderante coincida com a decorrente do objeto social da sociedade cindida;
b) redução do dividendo obrigatório; ou
c) participação em grupo de sociedades;
IV - o reembolso da ação deve ser reclamado à companhia no prazo de 30 (trinta) dias contado da publicação da ata da assembléia-geral;
V - o prazo para o dissidente de deliberação de assembléia especial (art. 136, § 1º) será contado da publicação da respectiva ata;
VI - o pagamento do reembolso somente poderá ser exigido após a observância do disposto no § 3º e, se for o caso, da ratificação da deliberação pela assembléia-geral.
§ 1º O acionista dissidente de deliberação da assembléia, inclusive o titular de ações preferenciais sem direito de voto, poderá exercer o direito de reembolso das ações de que, comprovadamente, era titular na data da primeira publicação do edital de convocação da assembléia, ou na data da comunicação do fato relevante objeto da deliberação, se anterior.
§ 2º O direito de reembolso poderá ser exercido no prazo previsto nos incisos IV ou V do *caput* deste artigo, conforme o caso, ainda que o titular das ações tenha se abstido de votar contra a deliberação ou não tenha comparecido à assembléia.
§ 3º Nos 10 (dez) dias subseqüentes ao término do prazo de que tratam os incisos IV e V do *caput* deste artigo, conforme o caso, contado da publicação da ata da assembléia-geral ou da assembléia especial que ratificar a deliberação, é facultado aos órgãos da administração convocar a assembléia-geral para ratificar ou reconsiderar a deliberação, se entenderem que o pagamento do preço do reembolso das ações aos acionistas dissidentes que exerceram o direito de retirada porá em risco a estabilidade financeira da empresa.
§ 4º Decairá do direito de retirada o acionista que não o exercer no prazo fixado.

[31] Art. 136. É necessária a aprovação de acionistas que representem metade, no mínimo, das ações com direito a voto, se maior *quorum* não for exigido pelo estatuto da companhia cujas ações não estejam admitidas à negociação em bolsa ou no mercado de balcão, para deliberação sobre: (...)
IV - fusão da companhia, ou sua incorporação em outra;

[32] Art. 109. Nem o estatuto social nem a assembléia-geral poderão privar o acionista dos direitos de: (...)
V - retirar-se da sociedade nos casos previstos nesta Lei.

Alfredo Sérgio Lazzareschi Neto, citando jurisprudência do Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, traz a justificação para a existência do direito de retirada na operação de incorporação:

> O direito de retirada é plenamente justificado, pois, com a incorporação, há modificações profundas nas sociedades participantes das operações, algumas delas chegando até a desaparecer, como acontece com a sociedade incorporada, com a extinção da pessoa jurídica. Apesar de vigorar nas sociedades anônimas o princípio majoritário, nem sempre a minoria é obrigada a se conformar com as deliberações tomadas pela maioria, principalmente quando tais decisões afetam os interesses patrimoniais dos que não concordam com a maioria. Assim fosse, de modo absoluto, a minoria ficaria inteiramente sujeita aos interesses da maioria, transformando-se a sociedade anônima em um instrumento de pressão dos que detêm o comando da companhia contra acionistas que, embora concorrendo também com parcelas do capital social, não gozam de vantagens semelhantes às dos demais sócios.[33]

Ressalta-se que o direito de retirada vale apenas para o acionista dissidente da sociedade incorporada. O legislador não incluiu esse direito ao acionista da sociedade incorporadora.

Na sociedade incorporada também há exceções para o exercício pleno do direito de recesso por seus acionistas. Conforme dispõe o inciso II do artigo 137 da LSA, quem for titular de ação que tenha liquidez e dispersão no mercado, não fará jus ao direito de retirada. Isso ocorre, pois o acionista dissidente poderá vender suas ações em bolsa, não precisando fazer todo o processo do reembolso e onerando desnecessariamente a companhia.

Os requisitos de liquidez e dispersão são definidos na própria LSA, nos seguintes termos:

> 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

[33] LAZZARESCHI NETO, Alfredo Sérgio. Lei das Sociedades por Ações anotada. 4ª ed. rev. atual. e ampl. São Paulo: Saraiva, 2012. p. 378.

Estando o acionista da sociedade incorporada dentro das hipóteses em que pode exercer o direito de recesso e votando contrariamente a deliberação de aprovação da incorporação da companhia em que é acionista, ele poderá exercer a retirada, enviando notificação à companhia no prazo de 30 (trinta) dias, contados da data da publicação da ata da assembleia geral que aprovar a incorporação, conforme previsto no inciso IV do artigo 137 da LSA.

Contudo, antes do prazo de 30 (trinta) dias se esgotar, a sociedade incorporada, através de sua administração, poderá convocar, conforme faculta o §3º do artigo 137 da LSA, assembleia geral para ratificar ou reconsiderar a deliberação sobre a incorporação, se entender que o pagamento do reembolso das ações aos acionistas dissidentes que exerceram o direito de retirada irá por em risco a estabilidade financeira da companhia.

Este parágrafo visa tentar impedir que a sociedade incorporada seja onerada excessivamente por seus acionistas e acabe inviabilizando a operação, em razão do alto valor que terá que desembolsar com o pagamento do preço do reembolso das ações dos acionistas dissidentes.

Há um outro ponto, exclusivo para as companhias abertas, que poderá ensejar o direito de recesso, quando houver incorporação de sociedades. sobre esse assunto, Francisco Müssnich traz a seguinte lição:

> 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 outro que resulta da não-abertura do capital das sociedade que se sucederam, 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.[34]

Nesse sentido, nos casos em que não se promover a abertura do capital da incorporadora, quando esta não for uma companhia aberta e incorporar uma, no prazo de 120 (cento e vinte) dias da assembleia geral que aprovar a incorporação, estará disponível a possibilidade dos acionistas exercerem o direito de recesso.

---

[34] 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.

Mas não é somente a incorporação que está regrada pelo artigo 264 da LSA. Este artigo traz outras operações societárias para o sua proteção e regramento.

2.2. Outras operações societárias, §4º do artigo 264 da LSA

Além da operação de incorporação pela controladora de companhia controlada, estabelecida no *caput* do artigo 264 da LSA, o §4º deste mesmo artigo traz outras operações societárias que também estão revestidas de suas exigências, quais sejam: a incorporação de controladora por sua controlada, a fusão de companhia controladora com a controlada, a incorporação de ações de companhia controlada ou controladora e a incorporação, fusão e incorporação de ações de sociedades sob controle comum.

As regras relativas a incorporação de controladora por sua controlada, são as mesmas já apresentadas acima, quando foi analisada a incorporação pela controladora de companhia controlada.

Com relação as demais operações, as regras são diferentes, portanto, merecem ser melhor detalhadas, principalmente a operação de incorporação de ações, que apesar de se assemelhar a incorporação, tem suas particularidades.

2.2.1. A operação de incorporação de ações

Prevista no artigo 252 da LSA[35], a incorporação de ações é a operação societária na qual a sociedade incorporada será convertida em subsidiária integral da incorporadora, ou seja,

---

[35] Art. 252. A incorporação de todas as ações do capital social ao patrimônio de outra companhia brasileira, para convertê-la em subsidiária integral, será submetida à deliberação da assembléia-geral das duas companhias mediante protocolo e justificação, nos termos dos artigos 224 e 225.
§1º A assembléia-geral da companhia incorporadora, se aprovar a operação, deverá autorizar o aumento do capital, a ser realizado com as ações a serem incorporadas e nomear os peritos que as avaliarão; os acionistas não terão direito de preferência para subscrever o aumento de capital, mas os dissidentes poderão retirar-se da companhia, observado o disposto no art. 137, II, mediante o reembolso do valor de suas ações, nos termos do art. 230.
§2º A assembléia-geral da companhia cujas ações houverem de ser incorporadas somente poderá aprovar a operação pelo voto de metade, no mínimo, das ações com direito a voto, e se a aprovar, autorizará a diretoria a subscrever o aumento do capital da incorporadora, por conta dos seus acionistas; os dissidentes da deliberação terão direito de retirar-se da companhia, observado o disposto no art. 137, II, mediante o reembolso do valor de suas ações, nos termos do art. 230.

diferentemente da incorporação, na qual a sociedade incorporada é extinta, na incorporação de ações, a sociedade incorporada permanece, mantendo sua personalidade jurídica, porém suas ações serão 100% (cem por cento) detidas por uma única sociedade, a incorporadora.

Assim, verifica-se que a principal característica da operação de incorporação de ações, é a transformação da sociedade incorporada em subsidiária integral da incorporadora, sendo mantida a personalidade jurídica e o patrimônio da sociedade incorporada, e seus acionistas, por este motivo, recebem ações da incorporadora, operando-se a união dos acionistas de ambas as sociedades.

Nelson Eizirik traça explicação semelhante a esta sobre a incorporação de ações, conforme se vê a seguir:

> 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.[36]

Assim como a incorporação, a incorporação de ações é um negócio jurídico contratual, sendo que as partes desse negócio são as próprias companhias envolvidas, como explica Bulhões Pedreira[37].

O negócio é formalizado através do protocolo de incorporação de ações, elaborado nos termos do artigo 224 da LSA, conforme citado pelo artigo 252 e melhor explicado acima. O resultado dos termos e condições negociadas no protocolo e justificação será a necessária conversão da incorporada em subsidiária integral da incorporadora, após as devidas aprovações em assembleia geral.

---

§3º Aprovado o laudo de avaliação pela assembléia-geral da incorporadora, efetivar-se-á a incorporação e os titulares das ações incorporadas receberão diretamente da incorporadora as ações que lhes couberem.
§4º A Comissão de Valores Mobiliários estabelecerá normas especiais de avaliação e contabilização aplicáveis às operações de incorporação de ações que envolvam companhia aberta.

[36] EIZIRIK, Nelson. Incorporação de ações: aspectos polêmicos. In: Warde Jr., Walfrido Jorge. Fusão, Cisão, Incorporação e Temas Correlatos. São Paulo: Quartier Ltin, 2009. p.83.

[37] 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.

Com a aprovação da operação pela assembleia geral das respectivas sociedades envolvidas, o efeito da incorporação de ações recairá sobre todos os acionistas das companhias, acarretando na substituição das ações dos acionistas da incorporada por ações de emissão da companhia incorporadora, sendo preservado, é claro, o direito de retirada daqueles que não concordarem com a operação.

Outro aspecto interessante desse tipo de operação societária é que o aumento de capital a ser realizado na incorporadora, em razão da incorporação das ações, será subscrito pela diretoria da sociedade incorporada, conforme dispõe o §2º do artigo 252 da LSA.

A doutrina trata esse aspecto como uma representação *ex lege*, como ensina Nelson Eizirk:

> 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.[38] (grifado no original)

Para fazer a diferença entre a incorporação e a incorporação de ações, é interessante passar pelas características desta última.

2.2.1.1. Subsidiária integral

Como mencionado no item acima, a sociedade que teve suas ações incorporadas, será uma subsidiária integral, que é uma espécie de sociedade anônima, cujas ações são totalmente detidas por uma sociedade organizada de acordo com as leis brasileira e com sede no Brasil.

A Exposição de Motivos à LSA traz as seguintes premissas sobre essa espécie de sociedade:

> 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 constrangidas as companhias, de usar "homens de palha" para subscreverem algumas ações, em cumprimento ao requisito formal de número mínimo de acionistas.

[38] EIZIRIK, Nelson. Incorporação de ações: aspectos polêmicos. In: Warde Jr., Walfrido Jorge. Fusão, Cisão, Incorporação e Temas Correlatos. São Paulo: Quartier Ltin, 2009, p.87.

> 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 acionista controlador, têm sempre os deveres e responsabilidades definidos nos artigos 116, 117 e 154 e seguintes.

Interessante notar que a subsidiária integral é uma exceção na legislação brasileira, que até a edição da Lei nº 12.441, de 11 de julho de 2011, que instituiu a empresa individual de responsabilidade limitada, não havia outra forma de sociedade unipessoal.

Tendo em vista essa impossibilidade legislativa, grande parte das sociedades brasileiras possuem um único sócio com quase a totalidade das ações e outro sócio apenas com 1 (uma) ação, apenas para dar cumprimento de uma formalidade legal, pois este sócio minoritário em nada interfere na atividade social.

Essa também é a visão da Diretora da CVM, Luciana Dias, em trecho de seu voto no julgamento do PAS nº RJRJ2010/9078, julgado em 25.10.2011:

> Assim, o capital social de boa parte das empresas brasileiras, sejam elas sociedades limitadas ou anônimas, tem um sócio quase totalitário e um outro, ou uns outros, ali colocados justamente para cumprir com o requisito legal de haver, no mínimo, dois sócios. Nas pequenas organizações empresariais, esse outro é, em geral, um membro da família ou um amigo próximo. Nas sociedades pertencentes a grupos econômicos, esse outro pode ser um ou mais membros do conselho de administração ou uma outra sociedade sob o mesmo controle. Essas pessoas são ali colocadas não para fraudar a lei, mas para cumprir com seus requisitos e viabilizar a existência da organização empresarial.

Para constituir uma subsidiária integral, a LSA prevê duas formas, a originária e a superveniente, que são explicadas da seguinte forma por Alberto Xavier[39]:

> 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.

---

[39] 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: Quatier Latin, 2007, p. 120.

> (...)
> 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).

A criação de uma subsidiária integral, em qualquer uma de suas formas, segundo a doutrina, deve ser precedida de um ato afirmativo, no qual o único acionista declara que pretende ser o único acionista da sociedade, a qual será uma subsidiária integral. Esse é o ensinamento trazido por Egberto Lacerda e Tavares Guerreiro, fazendo remissão ao artigo 206, inc. I, "d", da LSA, citado por Eli Loria, em seu voto no processo administrativo nº RJ2010/13425, julgado em 01.03.2011: que afirma que não basta a concentração de todas as ações nas mãos de um único acionista para a caracterização de subsidiária integral.

No entanto, a conclusão de Eli Loria, neste seu voto, não foi o mesmo que a da doutrina:

> (...) não estou convencido de que essa solução doutrinária seja a mais adequada para as três hipóteses já tratadas de constituição de subsidiária integral: (a) originária, (b) derivada por aquisição e (c) derivada por incorporação de ações. De fato, o §2º do art. 251 descreve, em termos objetivos, sem alusão específica a qualquer manifestação volitiva, o fenômeno de formação de subsidiária integral por meio da aquisição, por uma única sociedade, de todas as ações representativas do capital social ou da operação de incorporação de ações. Não vejo, portanto, como fundamentar a referida exigência de expressa manifestação de vontade para que a companhia unipessoal seja submetida à disciplina própria das subsidiárias integrais. Além disso, a aparente antinomia entre as disposições do art. 206, I 'd', e do art. 251 pode ser solucionada de outro modo, com base na teoria geral do direito, sem que seja necessário criar distinções ou exigências não previstas em lei. Isto porque o comando do art. 206, I, 'd' é mais genérico que o outro, abrangendo qualquer hipótese de companhia unipessoal. Dessa forma, à luz da regra geral de que a norma especial prevalece sobre a geral no seu âmbito específico de aplicação, entendo que o regime das subsidiárias integrais do art. 251 se aplica às companhias em que o único acionista seja sociedade brasileira, incidindo o disposto no art. 206, I, 'd', às demais hipóteses como, por exemplo, aos casos em que o acionista for pessoa física ou uma associação.

Cabe destacar que, este trabalho tratará, quando for o caso, da subsidiária integral quando realizada uma incorporação de ações, deixando de lado as outras hipóteses.

2.2.1.2. Procedimento

O procedimento para efetivação da incorporação de ações é semelhante ao de incorporação de sociedades, já visto acima. Desta forma, as companhias envolvidas deverão seguir os seguintes passos:

(i) Celebração do protocolo de incorporação, nos termos do artigo 224 da LSA e a elaboração da justificação da operação, nos termos do artigo 225 da LSA, podendo elaborar um único documento para estes dois instrumentos;

(ii) Aprovação pela assembleia geral da incorporadora do protocolo de incorporação, da autorização do aumento de capital a ser realizado com as ações da incorporada e da nomeação dos peritos que irão avaliar o valor das ações da incorporada;

(iii) Aprovação pela assembleia geral da incorporada do protocolo de incorporação, bem como a autorização para que sua diretoria subscreva as ações que serão emitidas pela incorporadora, em razão da operação; e

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

Vale ressaltar, tal como observado na incorporação de sociedades, é possível também na incorporação de ações, que se realize uma única assembleia geral da incorporadora, aprovando o laudo de avaliação, o protocolo e a justificação e ratificando a contratação dos peritos que avaliaram a sociedade incorporada, para que se evite eventuais prejuízos às companhias no período compreendido entre a realização da assembleia geral que delibera sobre o protocolo e a próxima assembleia que tratará apenas do laudo de avaliação, que será usado de base para o aumento de capital.

Outro ponto importante é a exigência trazida pelo §2º do artigo 252 da LSA[40], sobre a necessidade de quórum qualificado para aprovação da incorporação de ações na assembleia

[40] Art. 252 (...) § 2º A assembléia-geral da companhia cujas ações houverem de ser incorporadas somente poderá aprovar a operação pelo voto de metade, no mínimo, das ações com direito a voto, e se a aprovar, autorizará a diretoria a subscrever o aumento do capital da incorporadora, por conta dos seus acionistas; os dissidentes da deliberação terão direito de retirar-se da companhia, observado o disposto no art. 137, II, mediante o reembolso do valor de suas ações, nos termos do art. 230.

geral da incorporada. A incorporação de ações somente será aprovada, caso metade, no mínimo, das ações com direito a voto, se manifestem favoravelmente à operação.

Assim, aqueles que rejeitarem ou não se manifestarem na assembleia, tendo sido a matéria aprovada, terão compulsoriamente suas ações incorporadas por outra sociedade e receberam ações emitidas pela incorporadora, caso não optem por exercer o direito de recesso.

2.2.1.3. Efeitos da incorporação de ações

Os principais efeitos que a incorporação de ações causa são: (i) o aumento de capital da incorporadora, realizado com as ações da incorporada; (ii) a substituição das ações de emissão da sociedade incorporada pelas ações da sociedade incorporadora; (iii) a conversão da sociedade incorporada em subsidiária integral da incorporadora; e (iv) a unificação das bases acionárias de ambas as sociedades na incorporadora.

O aumento de capital realizado na incorporadora é resultado da necessidade de se incorporar as ações de outra sociedade no patrimônio desta, sendo que o valor do aumento será proporcional às ações que serão incorporadas.

Em decorrência deste aumento de capital, serão emitidas novas ações da sociedade incorporadora, que serão entregues aos acionistas da sociedade incorporada, em substituição às ações anteriormente detidas por eles.

As ações da incorporada passaram a fazer parte do patrimônio da sociedade incorporadora, não sendo extintas, como ocorre na incorporação de sociedade. A sua titularidade será integralmente da sociedade incorporadora.

A quantidade de ações a ser emitida dependerá do valor apurado no laudo de avaliação e da negociação realizada pelas partes no protocolo de incorporação. No entanto, ressalta-se que a LSA não determina a adoção de nenhum critério específico para avaliar as ações a serem incorporadas, apenas requer que seja demonstrado qual o critério adotado na avaliação, e que haja a justificação pelo uso deste critério, garantindo, assim, a publicidade da informação.

No aumento de capital não há direito de preferência para os acionistas da incorporadora para subscreverem este aumento de capital, uma vez que o objetivo é de trazer os acionistas da sociedade incorporada para dentro da sociedade incorporadora. Se houvesse o direito de preferência, este objetivo não seria cumprido e a sociedade incorporada não se tornaria uma subsidiária integral da incorporadora, inviabilizando, desta forma, a operação.

Esta situação pode ser confirmada na lição de 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.[41]

Portanto, é por este motivo que os acionistas da sociedade incorporadora não possuem o direito de preferência, que normalmente fariam jus no momento de subscrever um aumento de capital.

Porém, para compensar este fato, os acionistas, tanto da sociedade incorporadora quanto da incorporada possuem o direito de se retirar da sua respectiva sociedade, caso não concordem com a operação, mediante o recebimento do valor de reembolso, nos termos dos artigos 45 e 230 da LSA.

Os acionistas só poderão exercer o direito de retirada, na hipótese de suas ações não possuírem liquidez ou dispersão, como prevê o artigo 137, inciso II da LSA.

Um fato importante que acontece quando há incorporação de sociedade, mas não ocorre na incorporação de ações, é a sucessão universal, uma vez que a incorporada mantém sua personalidade jurídica e não é extinta, está se mantém como titular de todos os seus direitos e obrigações.

2.2.1.4. Diferenças entre a incorporação e a incorporação de ações

[41] MARTINS, Fran. Comentários à lei das sociedades anônimas. 4ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2010, p. 1041.

Apesar da semelhança na denominação, as duas operações societárias possuem tratamento e efeitos distintos, como se pode perceber acima. Sua semelhança se encontra somente no procedimento, com a utilização do protocolo e da justificação (artigos 224 e 225 da LSA).

A doutrina, a tempos, vem criticando a utilização destes nomes para essas operação, já que o uso de denominação parecida pode chegar a confundir. Essa é a crítica feita por Fran Martins, por exemplo:

> 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.[42]

O importante, para não haver confusão entre os dois institutos é bem apontar e delimitar suas diferenças e nesse sentido vale citar a lição de Egberto Lacerda e Tavares Guerreiro:

> 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.[43]

Como citado, a semelhança remanescente entre os dois tipos de incorporação se encontra nas regras procedimentais, com a utilização do protocolo e justificação, a necessidade de ocorrer um aumento de capital da companhia incorporadora, que será subscrito pelos acionistas da incorporada, já que não há direito de preferência neste aumento e a efetivação da operação se dá com a substituição das ações que unifica a base acionária das companhias apenas na sociedade incorporadora.

---

[42] MARTINS, Fran. Comentários à lei das sociedades anônimas. 4ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2010, p. 1040.
[43] TEIXEIRA, Egberto Lacerda e GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Das sociedades anônimas no direito brasileiro. São Paulo: Bushatsky, 1979, p. 727.

Já as diferenças se baseiam, principalmente, na extinção da sociedade incorporada, no caso de incorporação de sociedade, em razão da versão de seu patrimônio líquido para a incorporadora, enquanto na incorporação de ações, há a conversão da incorporada em subsidiária integral, subsistindo a personalidade jurídica desta.

A escolha entre os institutos para efetivar a operação societária depende da negociação entre as partes e "da vontade dos acionistas manter ou não a *integridade de patrimônio* de cada sociedade, e, em certos casos, da necessidade de *não disparar o direito de recesso* na sociedade incorporadora [com é o caso da incorporação]".[44]

A decisão por um dos dois tipos de incorporação também passa por questões tributárias, cíveis, segregação de risco e regulatório. Exemplos dessas motivações para escolha de determinada operação de incorporação podem ser encontrados no voto do Diretor da CVM, Pedro Marcílio, no julgamento do processo administrativo nº RJ2007/3453, julgado em 18.04.2007:

> Justifica-se esse caminho [a incorporação de ações], 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 ficais acumulados, ela os perderá, caso se adote a incorporação de sociedade, 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 em conjunto com outras. Em resumo, existem diversos motivos empresariais possíveis e legítimos para a manutenção de personalidade jurídica distintas.

[44] KALANSKY, Daniel. Incorporação de Ações – Estudo de casos e precedentes. São Paulo: Saraiva, 2012. p. 42.

Por fim, ressalta-se, ainda, que por força do artigo 251 da LSA[45], a incorporadora na incorporação de ações deve ser necessariamente sociedade anônima brasileira, ao passo que não existe essa exigência na incorporação de sociedade. Neste mesmo sentido, o artigo 251 da LSA exige que a subsidiária integral seja uma sociedade anônima, já a incorporada, numa operação de incorporação de sociedade, pode se revestir de qualquer forma empresária.

2.2.2. Fusão

A operação de fusão está regulada no artigo 228 da LSA, o qual prescreve:

> Art. 228. A fusão é a operação pela qual se unem duas ou mais sociedades para formar sociedade nova, que lhes sucederá em todos os direitos e obrigações.
> §1º A assembléia-geral de cada companhia, se aprovar o protocolo de fusão, deverá nomear os peritos que avaliarão os patrimônios líquidos das demais sociedades.
> §2º Apresentados os laudos, os administradores convocarão os sócios ou acionistas das sociedades para uma assembléia-geral, que deles tomará conhecimento e resolverá sobre a constituição definitiva da nova sociedade, vedado aos sócios ou acionistas votar o laudo de avaliação do patrimônio líquido da sociedade de que fazem parte.
> §3º Constituída a nova companhia, incumbirá aos primeiros administradores promover o arquivamento e a publicação dos atos da fusão.

Nas palavras de Alfredo Lazzareschi a fusão seria:

> a operação pela qual se unem duas ou mais sociedades, de tipos jurídicos iguais ou diferentes, constituindo nova sociedade que as sucederá em todos os direitos e obrigações, deliberada na forma prevista para a alteração dos respectivos estatutos ou contratos sociais.[46]

Para a efetivação da fusão, as companhias envolvidas na operação deverão obedecer os seguintes procedimentos: (i) a assembleia geral de cada sociedade deverá aprovar o protocolo,

---

[45] Art. 251. A companhia pode ser constituída, mediante escritura pública, tendo como único acionista sociedade brasileira.
§ lº A sociedade que subscrever em bens o capital de subsidiária integral deverá aprovar o laudo de avaliação de que trata o artigo 8º, respondendo nos termos do § 6º do artigo 8º e do artigo 10 e seu parágrafo único.
§ 2º A companhia pode ser convertida em subsidiária integral mediante aquisição, por sociedade brasileira, de todas as suas ações, ou nos termos do artigo 252.

[46] LAZZARESCHI NETO, Alfredo Sérgio. Lei das Sociedades por Ações anotada. 4ª ed. rev. atual. e ampl. São Paulo: Saraiva, 2012. p. 708.

a justificação e a nomeação de empresa especializada para avaliação do patrimônio líquido das demais sociedades envolvidas (os comentários feitos nas demais operações sobre esse processo também valem para a fusão); (ii) os acionistas ou sócios das sociedades a serem fundidas aprovam, em assembleia geral conjunta, o laudo de avaliação de seus patrimônios líquidos e a constituição de nova empresa, sendo-lhes vedado votar o laudo de sua própria sociedade; e (iii) constituída a nova sociedade, e extintas as sociedades fundidas, os primeiros administradores serão os responsáveis pelo arquivamentos dos atos da fusão e sua respectiva publicação.

A principal característica desta operação é o surgimento de uma nova e terceira sociedade, que será criada de acordo com as regras dos artigos 80 e seguintes da LSA, que irá combinar o patrimônio das sociedades fundidas, assumindo seus direitos e deveres, ocorrendo o fenômeno da sucessão universal.

As sociedades fundidas serão imediatamente extintas, conforme o disposto no artigo 219, inciso II da LSA[47].

Destaca-se que esse tipo de operação é pouco vista no Brasil, não havendo registro importantes de fusões puras entre sociedades, pois o processo de criação de uma nova sociedade é demorado e muito burocrático, o que acaba inviabilizando esse tipo de operação, fazendo as sociedades optarem pelos outros tipos de operação.

Notando a pouca utilização deste instituto no Brasil, Nelson Eizirk traz uma explicação para esse fenômeno:

> Na prática, a fusão é muito pouco utilizada, uma vez que, mediante a incorporação, obtém-se a unificação de 2 (duas) ou mais socieades, com o aproveitamento de vantagens fiscais e sem a necessidade de formar uma nova sociedade, como todos os ônus decorrentes de tal procedimento. De fato, não há qualquer argumento racional para se preferir a fusão à incorporação. Eventualmente, em sociedades de pessoas, nas quais não existam prejuízos fiscais a serem aproveitados, podem seus sócios escolher a fusão, ao invés da incorporação, por

[47] Art. 219. Extingue-se a companhia:
I - pelo encerramento da liquidação;
II - pela incorporação ou fusão, e pela cisão com versão de todo o patrimônio em outras sociedades.

> razões de ordem puramente psicológica, para que uns não se sintam "engolidos" pelos outros.[48]

As operações relevantes que poderiam se tornar fusões, mas que por estas questões acima comentadas seguiram o caminho da incorporação, apesar de serem anunciadas como associações, seriam as combinações de negócios entre, por exemplo, Itaú e Unibanco, que criaram o Itaú-Unibanco; Perdigão e Sadia, criando a BRFoods; e Americanas.com e Submarino, que deram origem há B2W.

Destaca-se ao final da apresentação de todas essas operações societárias, que existem outras regras, além das explicitadas pela LSA, quando se tratam de companhias abertas, as quais devem seguir a Instrução CVM nº 319/99.

2.3. Instrução CVM nº 319/99

Além da observância das regras da LSA específicas para cada operação, deverá também ser observado as regras da Instrução CVM nº 319/99, que trata das operações de incorporação, fusão e cisão envolvendo companhia aberta.

Em seu artigo 1º, a Instrução já traz o rol dos assuntos que ela vai tratar, quais sejam:

> Art. 1º São regulados pelas disposições da presente Instrução, relativamente às operações de incorporação, fusão e cisão envolvendo companhia aberta:
> I - a divulgação de informações;
> II - o aproveitamento econômico e o tratamento contábil do ágio e do deságio;
> III - a relação de substituição das ações dos acionistas não controladores;
> IV - a obrigatoriedade de auditoria independente das demonstrações financeiras;
> V - o conteúdo do relatório da administração;
> VI - hipóteses de exercício abusivo do poder de controle; e
> VII - o fluxo de dividendos dos acionistas não controladores.

Desses assuntos, alguns estão diretamente ligados com as operações tratadas no artigo 264 da LSA. Devendo, nesta hipótese, os acionistas e administradores das companhias envolvidas as

---

[48] EIZIRIK, Nelson. A lei das S/A comentada. v. III. São Paulo: Quartier Latin, 2011, pp. 252 e 253.

reorganizações societárias seguirem, além das regras estabelecidas no artigo 264, as demais regras desta Instrução, conforme comentado abaixo.

A divulgação dessas operações, deverão ser feitas por fato relevante, conforme Instrução CVM nº 358, no prazo de até 15 (quinze) dias antes da realização da assembleia geral que deliberar sobre o respectivo protocolo e justificação, sendo que esta divulgação deverá contemplar todas as exigências do §1º do artigo 2º da Instrução CVM nº 319/99[49].

---

[49] §1º A comunicação e a divulgação a que se refere o caput deste artigo deverão conter, no mínimo, as seguintes informações:
I - os motivos ou fins da operação, e o interesse da companhia na sua realização, destacando-se, notadamente:
a) os benefícios esperados, de natureza empresarial, patrimonial, legal, financeira e quaisquer outros efeitos positivos, bem como os eventuais fatores de risco envolvidos;
b) se for o caso, e nos termos da legislação tributária, o montante do ágio que poderá ser amortizado a título de benefício fiscal e as condições de seu aproveitamento pela companhia; e
c) a quantificação estimativa, razoavelmente discriminada em itens, dos custos de realização da operação.
II - a indicação dos atos societários e negociais que antecederam a operação;
III - o número, espécie e classe das ações que serão atribuídas em substituição dos direitos de sócio que se extingüirão, os critérios utilizados para determinar as relações de substituição e as razões pelas quais a operação é considerada eqüitativa para os acionistas da companhia;
IV - a comparação, em quadro demonstrativo, entre as vantagens políticas e patrimoniais das ações do controlador e dos demais acionistas antes e depois da operação, inclusive das alterações dos respectivos direitos;
V - as ações que os acionistas preferenciais receberão, as razões para a modificação dos seus direitos, se houver, bem como eventuais mecanismos compensatórios;
VI - se for o caso de incorporação de companhia aberta por sua controladora, ou desta por companhia aberta controlada, ou de fusão de controladora com controlada, 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, para efeito da comparação prevista no art. 264 da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976;
VII - os elementos ativos e passivos que formarão cada parcela do patrimônio, no caso de cisão;
VIII - os critérios de avaliação do patrimônio líquido, a data a que será referida a avaliação, e o tratamento das variações patrimoniais posteriores;
IX - a solução a ser adotada quanto às ações ou quotas do capital de uma das sociedades possuídas por outra;
X - o valor do capital das sociedades a serem criadas ou do aumento ou redução do capital das sociedades que forem parte na operação;
XI - 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;
XII - o valor de reembolso das ações a que terão direito os acionistas dissidentes, se for o caso;
XIII - o detalhamento da composição dos passivos e das contingências passivas não contabilizadas a serem assumidas pela companhia resultante da operação, na qualidade de sucessora legal;
XIV - a identificação dos peritos ou da empresa especializada, cuja nomeação será submetida à aprovação da assembléia geral, para avaliar o patrimônio líquido da companhia, com a declaração da existência ou não, em relação aos mesmos, de qualquer conflito ou comunhão de interesses, atual ou potencial, com o controlador da companhia, ou em face de acionista(s) minoritário(s) da mesma, ou relativamente à outra sociedade envolvida, seus respectivos sócios, ou no tocante à própria operação;
XV - se a operação foi ou será submetida à aprovação das autoridades reguladoras ou de defesa da concorrência brasileiras e estrangeiras;
XVI - todas as demais condições a que estiver sujeita a operação, bem como outras informações relevantes referentes a planos futuros na condução dos negócios sociais, notadamente no que se refere a eventos societários específicos que se pretenda promover na companhia; e
XVII - a indicação dos locais onde estarão disponíveis o projeto ou projetos de estatuto, ou de alterações estatutárias, que deverão ser aprovados para se efetivar a operação, e a discriminação dos demais documentos colocados à disposição dos acionistas da companhia para exame e cópia, a partir da data de publicação das informações a que se refere este artigo, observado o disposto no art. 3º desta Instrução, sendo obrigatório o envio

Na mesma data em que a companhia aberta divulgar o fato relevante, deverá disponibilizar para os acionistas, "os pareceres jurídicos, contábeis, financeiros, laudos, avaliações, demonstrações financeiras, estudos, (...) que tenham sido postos à disposição do controlador ou por ele utilizados no planejamento, avaliação, promoção e execução"[50] da operação.

Outro ponto importante desta Instrução é o tratamento contábil que deve ser dado ao ágio ou deságio "resultante da aquisição do controle da companhia aberta que vier a incorporar sua controladora".[51]

Com relação as relações de substituição de ações, o artigo 9º da Instrução CVM traz a seguinte regra:

> Art. 9º Nas operações de incorporação de companhia aberta por sua controladora, ou desta por companhia aberta controlada, o cálculo da relação de substituição das ações dos acionistas não controladores deverá excluir o saldo do ágio pago na aquisição da controlada.
> Parágrafo único. O disposto no caput deste artigo também se aplica às operações de fusão de controladora com controlada.

Por fim, a Instrução também determinou quais eventos são hipóteses de exercício abusivo do poder de controle, tais como o (i) o aproveitamento direto ou indireto, pelo controlador, do valor do ágio pago na aquisição do controle de companhia aberta no cálculo da relação de substituição das ações dos acionistas não controladores, quando de sua incorporação pela controladora, ou nas operações de incorporação de controladora por companhia aberta controlada, ou de fusão de controladora com controlada; e (ii) a não avaliação da totalidade dos dois patrimônios a preços de mercado, nas operações de incorporação de companhia aberta por sua controladora, ou desta por companhia aberta controlada, e nas operações de fusão entre controladora e controlada, para efeito da comparação prevista no art. 264 da Lei nº 6.404/76 e no inciso VI do art. 2º desta Instrução

Contudo, destaca-se a não aplicação da Instrução CVM nº 319/99 às operações de incorporação de ações de companhias abertas. Isto porque, a própria Instrução afirma apenas

---

de cópia dos documentos de que trata o presente inciso à CVM e às bolsas de valores ou entidades do mercado de balcão organizado nas quais os valores mobiliários de emissão da companhia estejam admitidos à negociação.

[50] Trecho do artigo 3º da Instrução CVM nº 319/99.

[51] Trecho do artigo 6º da Instrução CVM nº 319/99.

que “dispõe sobre as operações de incorporação, fusão e cisão”, se omitindo quanto a incorporação de ações.

É certo que a incorporação de ações somente foi introduzida em 2001 na LSA, no artigo 264, através da Lei nº 10.303/2001, ou seja, após a edição da Instrução CVM nº 319/99. Assim, verifica-se que não houve nenhuma alteração posterior na Instrução para contemplar esta operação nas regras estabelecidas pela Autarquia.

Com a exceção do parágrafo único do artigo 12 da Instrução CVM nº 319/99[52], que traz a obrigatoriedade das demonstrações financeiras que servirem de base para as operações, serem auditadas por auditor independente registrado na CVM.

Sobre este tema, Luiz Leonardo Cantidiano se posiciona da mesma forma, como se verifica a seguir:

> 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.[53]

Interessante, contudo, notar que na prática, as sociedades envolvidas em incorporação de ações de controlada que possuem como parte uma companhia aberta, tendem a seguir todas as

---

[52] 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.

[53] CANTIDIANO, Luiz Leonardo. Incorporação de Sociedades e Incorporação de Ações. In: DE CASTRO, Rodrigo R. Monteiro e AZEVEDO, Luis André N. De Moura (coord.). Poder de controle e outros temas de direito societário e mercado de capitais. São Paulo: Quartier Latin, 2010. p. 146.

regras da Instrução CVM nº 319/99, já que não há prejuízos e demonstra boa-fé por parte da companhia e uma ótima política de governança corporativa[54].

Sobre este específico tema, a CVM nunca se aprofundou, podendo encontrá-lo apenas num trecho da manifestação do Procurador-Chefe da CVM, no âmbito do Processo Administrativo nº RJ2003/12770, julgado em 11.12.2003:

> 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 à controvérsias, é fato que a Instrução CVM nº 319, de 1999, não sofreu a correspectiva adaptação, de forma a também abranger tal modalidade de operação.

Desta maneira, formalmente não seria necessário seguir as regras da Instrução CVM nº 319/99 para as operações de incorporação de ações, mas a boa técnica jurídica e a atual política de governança corporativa recomendam esta utilização, para demonstrar a boa-fé da companhia, possibilitando maior transparência e fornecimentos de informações para seus acionistas.

2.4. Controle

Após analisar o tipo de operação societária que trata o *caput* do artigo 264 da LSA, é necessário dar continuidade aos demais elementos e conceitos que permeiam este artigo.

O próximo conceito a ser melhor detalhado, é a questão do controle, pois o artigo 264 da LSA é específico sobre o universo que ele atinge, ou seja, ele apenas regula as operações de incorporação envolvendo a sociedade controladora que irá incorporar a sociedade controlada, ou seja, a figura do acionista controlador está surgindo nos dois lados da operação, tanto na incorporadora, como na incorporada.

Qualquer situação fora desse universo cairá nas regras gerais de operações societárias.

---

[54] Como exemplo, pode-se citar as 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 da Aracruz Celulose S.A. pela Votorantim Celulose e Papel S.A.

A LSA em seu artigo 116 traz a definição do que é de acionista controlador, que será aquele que exercerá o controle na companhia:

> Art. 116. Entende-se por acionista controlador a pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que:
> a) é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembléia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e
> b) usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.
> Parágrafo único. O acionista controlador deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, e tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender.

Assim, o controle de uma sociedade, de acordo com o *caput* deste artigo, pode ser exercido de três maneiras, nas palavras do ex-Presidente da CVM Marcelo Trindade:

> (i) o controle detido isoladamente por pessoa física ou jurídica, (ii) o detido por grupo de pessoas unidas por acordo de acionistas, e (iii) o exercido diretamente por um grupo de pessoas jurídicas, controladas por um controlador comum, que então controlará a sociedade indiretamente.[55]

Além disso, para caracterizar este controle são necessários dois aspectos, que se complementam, os quais estão dispostos nas alíneas "a" e "b" do artigo 116: (i) o uso efetivo pelo controlador do poder de controle para orientar os rumos da companhia e que seus direitos de sócio lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações assembleares e a eleição da maioria dos administradores da companhia.

Explanando melhor a situação, Luiz Antonio de Sampaio Campos, em trecho do seu voto no PAS CVM nº RJ2001/9686, julgado em 12.08.2004, traz a seguinte lição:

> Enfatiza-se que, nos termos da lei, para que se caracterize o acionista controlador, é necessário que o acionista reúna essas condições acima apontadas, cumulativamente, notadamente: (i) que seja titular de

[55] Trecho do voto proferido pelo Diretor Marcelo Trindade no julgamento do processo CVM nº RJ2011/10.329, julgado em 19.02.2002.

> direitos de sócio que lhe assegure, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembleia geral; (ii) detenha o poder de eleger a maioria dos administradores; mas isso a princípio não basta, a lei exige, ainda, que o acionista controlador use esses direitos para dirigir as atividades sociais.

Em outras palavras, Nelson Eizirk esclarece o tema:

> (...) a orientação adotada na Lei das S.A. é no sentido de identificar a figura do acionista controlador como aquele que, de fato, comanda os negócios sociais, fazendo prevalecer, de modo permanente, sua vontade nas deliberações assembleares, elegendo a maioria dos administradores da companhia e utilizando o seu poder para determinar, efetivamente, os rumos da sociedade.[56]

Portanto, o poder de controle, nas palavras de Wladimir Castelo Branco, no julgamento do PAS CVM nº RJ 2006/6209, realizado em 25.09.2006 é:

> [O] poder de decidir, em última instância, a atividade empresarial. Em direito societário, a noção de poder de controle está associada à ideia de dominação vertical, que se estabelece de cima para baixo. Quando se trata do poder de controle de uma sociedade sobre outra, a dominação vem de fora, de uma estrutura que impõe sua vontade na assembleia da sociedade dominada.

Essa definição também é trazida pelo artigo 3º, inciso IV, da Instrução CVM nº 361, de 05.03.2002, a qual trata de procedimento aplicável às ofertas públicas de aquisição de ações de companhia aberta, o registro das ofertas públicas de aquisição de ações para cancelamento de registro de companhia aberta, por aumento de participação de acionista controlador, por alienação de controle de companhia aberta, para aquisição de controle de companhia aberta quando envolver permuta por valores mobiliários, e de permuta por valores mobiliários:

> Art. 3º Para os efeitos desta Instrução, entende-se por: (...)
> IV – acionista controlador: a pessoa, natural ou jurídica, fundo ou universalidade de direitos ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, direto ou indireto, que:
> a) seja titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembléia geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e
> b) use efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.

[56] EIZIRIK, Nelson; et. al. Mercado de capitais – regime jurídico. Rio de Janeiro: Renovar, 2008. p. 364.

Doutrinariamente, o poder de controle possui uma divisão, com uma visão econômica do assunto, sobre a maneira que ele poderá ser exercido, se de forma interna ou externa. Para este trabalho, irá importar apenas a forma interna de poder, já que é esta que advém da lei.

O poder de controle externo é aquele que resulta do poder de influência sofrido pela companhia por pessoas, jurídicas ou físicas, que detém um domínio econômico sobre a companhia, tais como em relações de direito creditório ou relações mercadológicas, por exemplo. Esse poder funda-se na existência de um endividamente, uma exclusividade na venda ou no fornecimento de uma matéria-prima ou produto específico, bem como na ocorrência de *franchising*.

Já o poder de controle interno advém da própria estrutura interna da companhia, fundando-se no direito de voto atribuído pela titulatidade das ações por uma pessoa física ou jurídica, ou ainda um bloco dessas pessoas.

Dentro dessa visão de poder interno, há questões polêmicas que envolvem a definição do controle. Uma dessas polêmicas, é sobre a necessidade de o acionista controlador deter mais de 50% das ações como uma das características para defini-lo como controlador, pois somente detendo essa quantidade de ações, poderia estar caracterizado o "modo permanente" citado na alínea "a" do artigo 116 da LSA.

Modesto Carvalhosa se posiciona pela necessidade da detenção de um percentual de ações votantes, igual ou superior a 50% mais uma, para que se caracterize o requisito de permanência do artigo 116, "a".

> "(...) a recente dispersão da propriedade acionária no mercado de Bolsa projeta questionamentos sobre o tema do controle, na medida em que este se funda no requisito da permanência.
> Esta qualidade legal (permanência) advém, necessariamente, da detenção de um percentual de ações votantes, igual ou superior a 50% mais uma. É o que dispõe o art. 116 da Lei Societária, ao conceituar o controlador como aquele que é 'titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembleia geral e o poder de eleger a maioria dos administrador da companhia'. A expressão jurídica 'de modo permanente', no caso, quer significar que existe um acionista ou grupo deles que não poderá

> ser destituído do seu direito de eleger a maioria dos administradores por parte de qualquer outro grupo de acionistas e que, por isso mesmo, efetivamente exerce esse direito.[57]

No campo jurisprudencial, pode-se citar o voto do Diretor da CVM, Pedro Marcílio, no julgamento do PAS CVM nº RJ2005/4069, realizado em 11.04.2006, no qual se posiciona pela necessidade do acionista deter 50% mais uma ação para preencher o requisito de permanência no poder e, assim, preponderar nas decisões e eleições dos administradores.

Nesse mesmo sentido é a lição de Fran Martins:

> A lei, no nosso modo de entender, não considera o controle da sociedade por uma minoria ativa pois exige, para a caracterização do acionista controlador, a maioria de votos, em caráter permanente, nas deliberações sociais.[58]

Desse modo, haveria o afastamento da existência de poder de controle dos chamados acionistas minoritários ou o poder de controle fático, que varia de acordo com a situação da companhia e em cada assembleia.

De outro lado, temos Nelson Eizirik que defende que:

> (...) o legislador optou por não exigir a propriedade de percentual mínimo de ações votantes para caracterizar a figura do acionista controlador; assim, deve ser examinada cada situação em particular para que possa ser detectado quem é o titular do controle acionário.[59]

Outro doutrinador que defende este ponto de vista é Fábio Konder Comparato, que estudou afundo este tema do poder de controle. Neste estudo, identificou quatro formas de deter o controle de uma sociedade anônima, que seriam: (i) o totalitário, (ii) o majoritário, (iii) o minoritário, e (iv) o gerencial[60].

---

[57] CARVALHOSA, Modesto. A dispersão acionária e o desaparecimento da figura do controlador *in* Estudos de direito empresarial. São Paulo: Saraiva, 2010. pp. 11 e 12.
[58] MARTINS, Fran. Comentários à Lei das Sociedades Anônimas, p. 403.
[59] EIZIRIK, Nelson; *et. al*. Mercado de capitais – regime jurídico. Rio de Janeiro: Renovar, 2008. p. 364.
[60] Os autores norte-americanos Adolf A. Berle e Gardiner C. Means, em sua clássica obra "The modern corporation and private property", apontam mais uma forma de se deter o controle de uma companhia, que seria por meio de expedientes legais.

O controle totalitário seria aquele quando todos os acionistas ou um único acionista detém o controle. Já o majoritário seria o controle onde há uma divisão entre acionistas, que representam a maioria, detém o controle, e outros minoritários que não fazem parte desse grupo. O controle gerencial, seria aquele detido pelos administradores das companhias, pois esta sociedade não possui nenhum acionista relevante que possa conduzir sozinho ou em grupo os rumos da sociedade, tendo os administradores eleitos maior liberdade de tomar decisões sem influência direta do controlador. Por fim, o chamado controle minoritário, é definido quando há um acionista ou grupo que detém menos da metade das ações com direito a voto e mesmo assim consegue exercer o controle.

Nas palavras de Fabio Konder Comparato, ao analisar o artigo 116, ele menciona que "a fórmula legal abrange o chamado controle minoritário, dado que não se exige a detenção da maioria do capital votante"[61].

Comparato alerta, no entanto, que essa preponderância por controle minoritário pode ser questionada e deverá ser comprovada faticamente, mas é razoável a sua existência, uma vez que por um determinado tempo, este acionista tenha a possibilidade de reger as atividades da companhia e eleger a maioria dos administradores.

Interessante mencionar que o Conselho Monetário Nacional já enxergava, desde a edição da LSA, a possibilidade da existência de controle por uma minoria, pois em sua Resolução nº 401, de 22.12.1976, estabelecia que:

> IV – Na companhia cujo controle é exercido por pessoa, ou grupo de pessoas, que não é titular de ações que assegurem a maioria absoluta dos votos do capital social, considera-se acionista controlador, para os efeitos desta Resolução, a pessoa, ou o grupo de pessoas, vinculadas por acordo de acionistas, ou sob controle comum, que é titular de ações que lhe assegurem a maioria absoluta dos votos dos acionistas presentes nas três últimas Assembléias Gerais da companhia.

Nesse mesmo caminho é a atual definição de poder de controle trazida pelo Regulamento do Novo Mercado da BM&FBovespa, segmento de listagem com as maiores exigências de governança corporativa do nosso mercado acionário:

---

[61] COMPARATO, Fábio Konder. O poder de controle na sociedade anônima. Rio de Janeiro: Foresene, 1983. p. 64.

> "Poder de Controle" significa o poder efetivamente utilizado de dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da Companhia, de forma direta ou indireta, de fato ou de direito, independentemente da participação acionária detida. Há presunção relativa de titularidade do controle em relação à pessoa ou ao Grupo de Acionistas que seja titular de ações que lhe tenham assegurado a maioria absoluta dos votos dos acionistas presentes nas 3 (três) últimas assembleias gerais da Companhia, ainda que não seja titular das ações que lhe assegurem a maioria absoluta do capital votante.

Para Daniel Kalansky, que fez a análise dessa polêmica, o artigo 264 da LSA se aplica em casos de incorporação em que o acionista detenha tanto o controle majoritário, por óbvio, mas também será aplicável em casos de controle minoritário, mas isso dependerá de uma análise casuística, uma vez que será necessário identificar se realmente esse controle minoritário é exercido pelo acionista e qual a periodicidade de sua preponderância.[62]

2.5. Relação de substituição de ações

O próximo passo na análise do artigo 264 da LSA é a questão do cálculo das relações de substituição das ações, uma vez que na operação de incorporação, os acionistas da sociedade controlada irão receber ações de emissão da companhia controladora, em troca de suas antigas ações, em razão da incorporação do patrimônio da primeira na última, resultando em um aumento de capital.

Tornando-se, assim, necessário calcular-se qual será o valor das ações de cada companhia, para que o acionista minoritário da controlada receba ações da controladora, na mesma proporção das ações que possuía na controlada.

De acordo com o referido artigo, quando houver uma incorporação de uma companhia controlada, por sua controladora, a justificação – que já foi explicada acima –, deverá ser apresentada na assembleia geral da controlada com as informações de praxe (artigos 224 e 225 da LSA), e também deve trazer o cálculo das relações de substituição das ações dos acionistas não controladores da controlada com base no valor do patrimônio líquido das ações

[62] KALANSKY, Daniel. Incorporação de Ações – Estudo de casos e precedentes. São Paulo: Saraiva, 2012. pp. 82 e 83.

da controladora e da controlada, avaliados os dois patrimônios segundo os mesmos critérios e na mesma data, a preços de mercado.

Da maneira que a redação do artigo 264 está colocada, pode haver dúvidas se este cálculo do valor do patrimônio líquido das ações das companhias envolvidas na operação societária será o utilizado para fins do cálculo da relação de troca ou não.

Contudo, a doutrina e a jurisprudência são, em sua maioria, uníssonas em afirmar que apesar do artigo 264 da LSA trazer a exigência de se fazer o cálculo da relação de troca das ações com base no valor do patrimônio líquido das ações da controladora e de sua controlada, este critério não necessariamente será o utilizado pelas partes, pois no ordenamento jurídico da LSA, adota-se o princípio da liberdade convencional dos parâmetros para a determinação das relações de trocas[63].

Esse é o entendimento trazido por Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira, quando afirmam que:

> (...) a lei não exige que a relação de troca seja a que resulte da comparação dos patrimônios líquidos a preço de mercado, e isto poque muitos outros critérios podem influir, e efetivamente influem nessa fixação (...). No caso o que a lei impõe é a existência de uma informação adicional. [64]

Modesto Carvalhosa também segue nesse mesmo sentido, reforçando a tese de que a avaliação do patrimônio líquido "...não necessariamente deve-se levar em conta para a relação da substituição das ações (...). Esse valor é apenas referencial para a decisão dos minoritários de exercerem ou não o direito de recesso"[65].

Esse caráter informacional da necessidade de constar o valor do patrimônio líquido das ações das companhias controladora e controlada no momento em que houver uma operação societária regida pelo artigo 264 da LSA, também foi confirmada pelo Colegiado da CVM,

---

[63] KALANSKY, Daniel. Incorporação de Ações – Estudo de casos e precedentes. São Paulo: Saraiva, 2012. p. 84.
[64] LAMY FILHO, Alfredo e PEDREIRA, José Luiz Bulhões. A Lei das S.A., v. II, Pareceres, ed. 2. Renovar. P. 328.
[65] CARVALHOSA, Modesto. Comentários à Lei de Sociedades Anônimas. 3ª ed. 4º vol. t. II. Saraiva: 2003, São Paulo. p. 284.

em voto proferido pelo Diretor Marcelo Trindade, no julgamento do Processo Administrativo nº RJ2001/9986, julgado em 24.09.2001:

> (...) extrai-se claramente da norma que a sua preocupação é informacional, pois lê-se no caput que, 'além das informações previstas nos arts. 224 e 225', a justificação deverá conter o cálculo das relações de substituição com base no valor do patrimônio líquido das ações a preços de mercado.

Além desse entendimento do Colegiado da CVM, o seu Parecer de Orientação nº 35, de 1º de setembro de 2008, também traz essa posição:

> (...) 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.

Esta avaliação do patrimônio líquido a preços de mercado, consiste na avaliação de cada ativo individualmente das companhias, apurando-se o seu valor de mercado caso fosse realizada a sua venda.

A prática demonstra que esta avaliação é feita através de um ajuste no valor contábil de cada bem que integra o ativo das companhias, calculando o valor individual de cada um, como se houvesse uma situação de liquidação da companhia.

A definição de Modesto Carvalhosa traz muito bem o parâmetro sobre esse tipo de avaliação:

> No que respeita ao 'valor do patrimônio líquido' (art. 248) da ação ou da quota, deverá ser avaliado o patrimônio a preços de mercado (art. 183, §1º). Não se trata, pois, do valor do patrimônio líquido contábil, ou seja, aquele utilizado para o pagamento de reembolso no recesso. Nesse caso da letra b, o valor de patrimônio líquido a preços de mercado será o valor do ativo, subtraído o passivo, mas de cada bem constante do ativo e do passivo, avaliado individualmente, a preço de mercado. Esse critério atende à finalidade do preceito que, ao referir-se a 'preços de mercado', pressupõe que qualquer bem ou direito somente tem valor se puder ser negociado individualmente, ou seja, independentemente de outros bens ou direitos.[66]

---

[66] CARVALHOSA, Modesto. Comentários à Lei de Sociedades Anônimas, v. 4, t. 2, p. 210.

Além do caráter informacional, outra finalidade que demonstra esse tipo de avaliação é a de proteção aos acionistas minoritários, pois uma vez que possuam o conhecimento do valor desta avaliação, os acionistas minoritários da incorporada poderão analisar e comparar o valor desta avaliação com o constante no protocolo de incorporação, avaliando se o valor da relação de troca é vantajoso. Além de ter todos os elementos suficientes para decidir se irão permanecer como acionistas na incorporadora ou sair, bem como verificar se terão direito ao reembolso.

Essa finalidade da avaliação do patrimônio líquido a preços de mercado, também foi tratado pelo Colegiado da CVM, como por exemplo, no voto do Diretor Eli Loria, no julgamento do PAS nº 08/05, realizado em 12.12.2007:

> A finalidade do laudo de avalição é simular o valor que seria obtido pela companhia em uma liquidação ordenada, não devendo ser considerado o valor de liquidação em condições de venda forçada, e oferecer aos acionistas minoritários da incorporada, de um lado, um parâmetro de comparação em relação ao valor oferecido no Protocolo para a substituição de suas ações e, de outro, a oportunidade de se retirarem da sociedade optando pelo valor fixado nos termos do art. 45 e o apurado no caput do art. 264 da Lei nº 6.404/76, caso o valor proposto no Protocolo seja inferior ao valor do laudo.

Nesse mesmo voto, o Diretor Eli Loria ressalta que quando se realiza uma avaliação a preços de mercado do patrimônio líquido, esta somente abarcará aqueles ativos que possam ser mensurados no mercado, tais como os objetos tangíveis e os intangíveis como marcas, patentes e direitos que possam ser mensuráveis. O chamado *goodwill* ou ágio de aquisição, não entrará nesse tipo de avaliação, já que este retrata o valor da empresa de uma maneira que excederia o valor de mercado.

Para realizar as avaliações dos patrimônios líquidos da incorporado e da incorporada, o artigo 264 da LSA traz duas exigências para sua validade, que sejam realizados pelos mesmos critérios e na mesma data, sendo estas exigências a melhor maneira de trazer para os acionistas minoritários a possibilidade de comparação entre os valores.

Por fim, é importante destacar a desnecessidade da realização da avaliação do patrimônio líquido a preços de mercado quando a incorporação for de uma sociedade subsidiária da

incorporadora, pois não havendo acionistas minoritários na companhia incorporada, esta avaliação, que possui o caráter informacional, como visto anteriormente, perde o sentido.

Esse é o entendimento trazido, por exemplo, por Daniel Kalansky:

> (...) entendemos não ser necessária a avaliação dos patrimônios a preço de mercado, visto que, como não existe relação de troca [a operação de incorporação de subsidiária integral efetiva-se sem necessidade de emissão de novas ações por parte da incorporadora, pois não existem outros acionistas para receber ações por ela eventualmente emitidas.], simplesmente não há o que ser comparado com o resultado da avaliação de ambas as companhias. Além disso, não existem acionistas que possam exercer o direito de recesso em decorrência da operação, pois a única sócia da incorporada é a própria incorporadora[67].

Sendo essa tese reforçada por diversas decisões do Colegiado da CVM, tais como nos processos administrativos n^{os} RJ2005/8293, RJ2007/10687, RJ2007/15026, RJ2010/4016 e RJ2008/7192, valendo trazer trecho da decisão proferida no processo administrativo nº RJ2005/9849, *in verbis*:

> (...) diante da inexistência de acionistas minoritários que necessitassem de proteção tanto na incorporadora quanto na incorporada, o Colegiado da CVM entendeu que não se justificaria exigir a elaboração do laudo de avaliação a preços de mercado, sendo, contudo, exigível a publicação de fato relevante, nos termo da Instrução CVM n. 358/02, observado o disposto no art. 2º da Instrução CVM n. 319/99.

Conclui-se, portanto, que apesar da exigência legal de se fazer a avalição dos patrimônios das sociedades à preços de mercado, este preço não necessariamente será o utilizado para estabelecer a relação de troca, pois dependendo da reorganização que se está estabelecendo no grupo societário, bem como as sociedades envolvidas, será necessário e a avaliação se aproximará mais da realidade, se utilizado um critério diverso deste estabelecido no *caput* do artigo 264 da LSA.

Por isso que o legislador, verificando essa necessidade, alterou o artigo 264 da LSA para acrescentar a possibilidade de se realizar a avalição das sociedades por outro critério. Como o

---

[67] KALANSKY, Daniel. Incorporação de Ações – Estudo de casos e precedentes. São Paulo: Saraiva, 2012. p. 90.

legislador não é a figura mais técnica para definir qual o melhor critério, este deixou a questão em aberto, colocando a responsabilidade na CVM para definir estes outros critérios de avaliação.

2.6. Outro critério de avaliação aceito pela CVM

Destaca-se, por último, no *caput* do artigo 264 da LSA, a sua parte final: "...ou com base em outro critério aceito pela Comissão de Valores Mobiliários".

Essa expressão foi inserida no artigo 264, na reforma realizada na LSA em 2001, através da Lei nº 10.303. Esse acréscimo possibilitou que as companhias envolvidas em reorganizações societárias, sendo que uma delas obrigatoriamente deve ser companhia aberta, regidas pelo artigo 264, utilizassem outro critério, que em sua opinião, seria mais adequado para o caso concreto, comprovando essa situação para a CVM, a qual deveria dar o aval para tanto.

A existência de outros critérios que possam substituir a avaliação a preços de mercado, é explicado pela própria justificativa apresentada no projeto de lei que resultou na Lei nº 10.303/2001, na Emenda Aditiva 22, no seguinte sentido:

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

Com o decorrer do tempo, a CVM vem estabelecendo parâmetros para permitir que haja a possibilidade de se utilizar critério diferente da avaliação a preço de mercado dos patrimônios líquidos das companhias envolvidas na reorganização societária.

Esses critérios ficam claros, por exemplo, no julgamento do processo administrativo nº RJ2006/0856, no qual o Colegiado da CVM analisou, em 21.02.2006, a consulta formulada pela Cia. Vale do Rio Doce ("Vale"), que pretendia incorporar sua controlada, a Caemi Mineração e Metalurgia S.A.

Neste caso, a Vale pretendia, primeiramente, afastar a necessidade de elaboração do laudo de avaliação do patrimônio das companhias, pois o critério que adotaria na relação de troca seria o da cotação das ações de ambas as companhias, que eram listadas na Bovespa, e por este motivo, já refletiria com exatidão o valor justo das companhias envolvidas, uma vez que ambas integravam o Ibovespa (índice que indicaria a liquidez das ações). Assim, os acionistas dissidentes não fariam jus ao direito de retirada, pois as ações das companhias atendiam aos critérios de liquidez e dispersão, que fariam com que não disparasse o direito de reembolso desses acionistas minoritários dissidentes.

A Vale também questionou a CVM, caso esta julgasse necessário a elaboração do laudo, que este fosse realizado pelo método contábil e não pelo de mercado, face às dificuldades da elaboração de tal laudo ante a complexidade dos ativos das companhias.

A CVM em resposta a esta consulta estabeleceu que:

> i. não é possível deixar de exigir a elaboração do laudo de que trata o art. 264 da Lei 6.404/76 no caso, tendo em vista o porte das sociedades envolvidas na operação, os valores em questão, bem como sua condição de companhias abertas com parcela expressiva de seu capital em circulação [ou seja, seria necessário a apresentação do laudo, como forma de trazer informação comparativa sobre o valor estabelecido na relação de troca pelas companhias para os acionistas minoritários];
> ii. as circunstâncias acima citadas afastam a operação descrita na consulta daquelas presentes em outros precedentes analisados pelo Colegiado, em que se levou em conta, entre outros, a ausência de minoritários a serem protegidos em ambas as sociedades envolvidas, ou sua prévia concordância com as condições propostas para a operação; o desequilíbrio entre os custos de elaboração do laudo a preços de mercado e os valores envolvidos na operação; a condição de companhia aberta ou fechada das sociedades envolvidas, sendo que esses dois últimos fatores foram expressamente considerados no Processo RJ 2005/2597 [portanto, estes eram os principais parâmetros usados pela CVM, para que em outros casos fosse aceito o pedido de utilização de outro critério a ser estabelecido como comparativo ao valor da relação de troca negociado pelas companhias];
> iii. a inocorrência do recesso não é relevante para o caso, dado que, como já assentado em outros precedentes (cf. Processo nº RJ2001/9986, decidido em reunião de 24.09.01 e Processo nº 2004/5914, decidido em reunião de 31.01.04), a principal finalidade do art. 264 é informacional;
> iv. ao exigir a avaliação das companhias pelo valor de patrimônio líquido a preços de mercado a lei considerou que, em operações como

> as tratadas no art. 264 (em que inexiste pluralidade de vontades), o valor apurado conforme o critério que seria aplicável no caso de liquidação da companhia deveria ser informado ao acionista minoritário, visando a permitir-lhe uma tomada de decisão mais aprofundada quanto a permanecer ou não na companhia. O legislador sabia que as cotações de mercado e o valor de patrimônio líquido contábil da companhia estariam disponíveis aos acionistas, e ainda assim exigiu a divulgação da relação de troca apurada segundo o critério adicional. A existência de liquidez das ações não influi nessa decisão legislativa, mas apenas naquela de conceder o recesso. Isto é: o legislador determinou a prestação da informação adicional aos acionistas minoritários para que eles possam decidir se permanecem ou não na companhia, sendo certo que, se a decisão for de não permanecer na companhia, o meio de retirar-se é que variará, conforme as ações tenham liquidez (caso em que a retirada se dará pela venda no mercado) ou não tenham liquidez (caso em que a retirada se dará através do recesso).

Assim, a CVM entendeu que se justificaria sua atuação e, portanto, não permitir a adoção de um critério diferente, pois havia interesse de acionistas minoritários e do mercado como um todo a ser tutelado.

No entanto, quando não se verifica a presença de acionistas minoritários (subsidiária integral), ou quando a quase totalidade das ações da incorporada são de propriedade da incorporadora, ou ainda houve anuência prévia dos minoritários da incorporada com o valor estabelecido na relação de troca, a CVM vem dispensado a elaboração do referido laudo.

Concordando com a posição adotada pela CVM, Paulo Cezar Aragão e Monique Mavignier comentam o quanto segue:

> Como dissemos, a informação adicional proporcionada pelos laudos especiais previstos no art. 264 ora examinado destina-se a permitir aos acionistas em geral um melhor juízo sobre o confronto entre (x) a relação de troca adotada concretamente e (y) aquela teórica decorrente do confronto dos valores econômicos de incorporada e incorporadora, mas sem qualquer consqüência 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.[68] (grifou-se)

Também é importante destacar que a CVM, quando permite a adoção de critério diferente para avaliação, faz em caráter excepcional, dentro de critérios específicos que a permitem fazer isso, ressaltando, como exemplo, a manifestação do Diretor Pedro Marcílio, quando da análise do processo administrativo nº RJ2006/3160, de 30.05.2006:

> (...) a autorização para utilização de outro critério deve ser dada pela CVM apenas se (i) o critério for diferente do utilizado para definir a relação de substituição ou do direito de retirada; ou (ii) a operação seja levada para votação em uma estrutura que permita uma legitimação diferenciada da relação de substituição. Excepcionalmente, apenas, deve-se dar a autorização para a utilização de um outro critério, quando uma das duas condições acima não estiver presente. A excepcionalidade, normalmente, deve relacionar-se com (i) a diminuta participação dos acionistas não controladores no capital social e (ii) o elevado custo da realização da avaliação dos patrimônios segundo os critérios legais, em comparação com o valor da operação. Essas duas condições estão presentes no caso concreto.

Além de pedidos para a utilização de outro critério para avalição do patrimônio líquido, a CVM estava recebendo diversos pedidos de dispensa da elaboração desse laudo, bem como do cumprimento de requisitos da Instrução CVM nº 319/99, que se aplicariam quando houvesse uma operação societária entre a companhia controladora e sua controlada.

Após diversas decisões, a CVM firmou entendimento de que não se justifica qualquer atuação sua, no sentido de exigir o cumprimento de determinados requisitos do artigo 264 da LSA, bem como dos artigos 2º e 12 da Instrução CVM nº 319/99[69].

---

[68] ARAGÂO, 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.

[69] Art. 2º Sem prejuízo do disposto na Instrução CVM nº 31, de 8 de fevereiro de 1984, as condições de incorporação, fusão ou cisão envolvendo companhia aberta deverão ser comunicadas pela companhia, até quinze dias antes da data de realização da assembléia geral que irá deliberar sobre o respectivo protocolo e justificação, à CVM e às bolsas de valores ou entidades do mercado de balcão organizado nas quais os valores mobiliários de emissão da companhia estejam admitidos à negociação, assim como divulgadas na imprensa, mediante publicação nos jornais utilizados habitualmente pela companhia.

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.

Desta forma, após formar uma jurisprudência sobre o assunto, o Colegiado da CVM decidiu delegar este tipo decisão para a Superintendência de Relações com Empresas, editando a Deliberação nº 559/2008, com base no Decreto nº 83.937/1979.

Assim, sempre que houver uma consulta por uma companhia aberta sobre a possibilidade de não observância dos requisitos constantes dos dispositivos mencionados acima, a definição poderia ser dada pelo Superintendente da Superintendência de Relações com Empresas, que irá analisar o caso sempre em consonância com as decisões anteriores do Colegiado.

Para não se tornar uma decisão discricionária do Superintendente, a qual ele não teria competência, o Colegiado da CVM, através desta mesma Deliberação 559/2008, estabeleceu os parâmetros que permitiriam o Superintendente reconhecer a dispensa dos requisitos, quais sejam:

> a) a(s) 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.

Estando presentes esses parâmetros, o Superintendente pode dispensar: (a) a elaboração do laudo com base no valor do patrimônio líquido das ações da controladora e da controlada, avaliados os dois patrimônios de acordo com os mesmos critérios e na mesma data, a preços de mercado (artigo 264 da LSA); (b) a publicação, na imprensa, de fato relevante (artigo 2º da Instrução CVM nº 319/99); e (c) a elaboração de demonstrações financeiras auditadas por auditor independente registrado na CVM (artigo 12 da Instrução CVM nº 319/99).

Interessante destacar, que a CVM, na verdade, não dispensa a elaboração do laudo de avaliação do patrimônio líquido a preços de mercado, pois entende que é impossível dispensar um requisito legal, mas entende que nesses casos, não há como ela atuar, pois não haveria

acionistas minoritários e prejuízos aos mesmos, para serem protegidos pela Autarquia, na falta de elaboração deste laudo.

É esta a conclusão que a CVM chegou na decisão do processo administrativo nº RJ2005/7838, julgado em 27.12.2005:

> (…) apesar de não ser possível dispensar a aplicação de qualquer dispositivo legal, como no caso do art. 264 da Lei nº 6404/76, regulamentado pela Instrução 319/99, na medida em que não existiam acionistas minoritários nas sociedades a serem incorporadas, inexistindo aumento de capital na sociedade incorporadora e ainda relação de troca de ações entre as companhias, não se justificaria qualquer atuação da CVM no sentido de vir a exigir a elaboração dos laudos de avaliação previstos no mencionado artigo, sendo, contudo, exigível a publicação de fato relevante, nos termos da Instrução CVM nº 358/02, observando o disposto no artigo 2º da Instrução CVM nº 319/99.

Portanto, os casos que se encaixarem nas hipóteses da Deliberação CVM nº 559/2008, haverá uma análise muito mais célere da operação, o que beneficia as partes envolvidas e também diminui o trabalho da CVM.

2.7. Direito de Retirada

Como já explicado anteriormente no item 2.1.3 sobre os efeitos que a operação de incorporação traz, o direito de retirada do acionista é uma garantia individual que a lei lhe conferiu, conforme exposto no artigo 109, inciso V da LSA, direito este que não pode ser suprimido em acordo de acionistas, pelo estatuto social ou por decisão da assembleia.

O direito de retirada está regulamentado no artigo 137 da LSA[70], combinado com o artigo 136. O primeiro traz as bases e conceitos para identificar o direito de retirada e o segundo traz suas hipóteses. No entanto, as hipóteses de saída do acionista mediante pagamento de

[70] Historicamente, este é um artigo de grande importância, pois foi criado com o intuito de ser uma defesa ou uma alternativa para o acionista sair da sociedade quando houver mudanças substanciais no rumo da companhia, que o fazem perder interesse nela. No entanto, ao passar dos anos, este artigo foi utilizado pelo governo como forma de política econômica, para estimular e facilitar as privatizações no país, que resultaram na diminuição de direitos que a lei previa para os minoritários e, posteriormente, regressou-se com esses direitos para proteger as posições minoritárias que o governo passou a deter em diversas companhias, bem como estimular a vinda do investidor estangeiro para que ele entenda e saiba que possui direitos caso haja essas mudanças radicais no caminho da companhia.

reembolso pela sociedade não estão fixadas somente no artigo 136, pois o legislador acabou inserido em outros artigos espalhados pela LSA situações que se verificadas na prática geram para o acionista dissidente o direito de se retirar da sociedade.

Neste sentido, encontramos a hipótese de retirada quando ocorrer operações de reorgnização societária entre sociedades controladoras e controladas ou sob controle comum, mas somente no caso de incorporação da controlada pela controladora, sendo que apenas o acionista minoritário dissidente da controladora terá o direito de recesso.

O direito de retirada ou direito de recesso, como também é conhecido, pode ser conceituado da seguinte forma, conforme palavras de Modesto Carvalhosa, *in verbis*:

> O recesso é a faculdade legal do acionista de retirar-se da companhia, mediante a reposição do valor patrimonial das ações respectivas.
> Trata-se de um negócio jurídico, em virtude do qual a companhia é obrigada a pagar aos acionistas dissidentes o valor de suas ações.[71]

Esse direito estabelecido no artigo 264 da LSA, em seu §3º, sofreu alterações ao longo dos anos, em razão da estratégia política que recaí sobre o direito de recesso, como já comentad anteriormente, sua última modificação ocorrou com a Lei nº 10.301/2001, a qual permitiu que os acionistas minoritários da controlada pudessem exercer o direito de recesso, quando a relação de substituição das ações, prevista no protocolo, for menos vantajosa quando se comparado ao valor obtido na avaliação da troca feita pelo patrimônio líquido, como preconizado no *caput* do artigo.

Em alguns casos, os acionistas minoritários tentam argumentar que o direito de recesso seria extensivo para as operações citadas no §4º do artigo 264 da LSA, mas a CVM vem rejeitando essa interpretação, como se pode perceber do trecho do voto do Diretor Otavio Yazbek, no julgamento do processo administrativo nº RJ2011/11770, realizado em 16.02.2012:

> (...) não apenas inexiste precedente em que se declare haver direito de recesso em tal hipótese, como também que não há doutrina que sustente exatamente essa mesma opção. Com efeito, todos os autores referidos pelos Investidores dizem a mesma coisa, com algumas variações: que, ao se incluir o §4º no art. 264, se criou uma proteção

[71] CARVALHOSA, Modesto. Comentário à lei das sociedades anônimas. 3ª ed. v. II. São Paulo: Saraiva, 2003, p. 889.

aos acionistas minoritários também nas operações nele relacionadas. Ninguém tratou expressamente, porém, da nova hipótese de direito de recesso que ali estaria embutida – e destaco que isso não significa que tais autores neguem a existência dessa nova hipótese, mas apenas que não é correto falar em amplo suporte doutrinário para o pleito.

Além do requisito comparativo de valor, o acionista deve votar na assembleia geral que deliberar sobre a operação e os valores de substituição, contrariamente a estas matérias, abrindo, desta forma, a possibilidade de requerer o reembolso do valor das ações, no prazo previsto no artigo 230 da LSA[72], optando pelo valor de reembolso fixado nos termos do artigo 45 da LSA[73] ou pelo valor apurado na avaliação do patrimônio líquido, em conformidade com o *caput*.

---

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

[73] Art. 45. O reembolso é a operação pela qual, nos casos previstos em lei, a companhia paga aos acionistas dissidentes de deliberação da assembléia-geral o valor de suas ações.

§ 1º O estatuto pode estabelecer normas para a determinação do valor de reembolso, que, entretanto, somente poderá ser inferior ao valor de patrimônio líquido constante do último balanço aprovado pela assembléia-geral, observado o disposto no § 2º, se estipulado com base no valor econômico da companhia, a ser apurado em avaliação (§§ 3º e 4º).

§ 2º Se a deliberação da assembléia-geral ocorrer mais de 60 (sessenta) dias depois da data do último balanço aprovado, será facultado ao acionista dissidente pedir, juntamente com o reembolso, levantamento de balanço especial em data que atenda àquele prazo.

Nesse caso, a companhia pagará imediatamente 80% (oitenta por cento) do valor de reembolso calculado com base no último balanço e, levantado o balanço especial, pagará o saldo no prazo de 120 (cento e vinte), dias a contar da data da deliberação da assembléia-geral.

§ 3º Se o estatuto determinar a avaliação da ação para efeito de reembolso, o valor será o determinado por três peritos ou empresa especializada, mediante laudo que satisfaça os requisitos do § 1º do art. 8º e com a responsabilidade prevista no § 6º do mesmo artigo.

§ 4º Os peritos ou empresa especializada serão indicados em lista sêxtupla ou tríplice, respectivamente, pelo Conselho de Administração ou, se não houver, pela diretoria, e escolhidos pela Assembléia-geral em deliberação tomada por maioria absoluta de votos, não se computando os votos em branco, cabendo a cada ação, independentemente de sua espécie ou classe, o direito a um voto.

§ 5º O valor de reembolso poderá ser pago à conta de lucros ou reservas, exceto a legal, e nesse caso as ações reembolsadas ficarão em tesouraria.

§ 6º Se, no prazo de cento e vinte dias, a contar da publicação da ata da assembléia, não forem substituídos os acionistas cujas ações tenham sido reembolsadas à conta do capital social, este considerar-se-á reduzido no montante correspondente, cumprindo aos órgãos da administração convocar a assembléia-geral, dentro de cinco dias, para tomar conhecimento daquela redução.

§ 7º Se sobrevier a falência da sociedade, os acionistas dissidentes, credores pelo reembolso de suas ações, serão classificados como quirografários em quadro separado, e os rateios que lhes couberem serão imputados no pagamento dos créditos constituídos anteriormente à data da publicação da ata da assembléia. As quantias assim atribuídas aos créditos mais antigos não se deduzirão dos créditos dos ex-acionistas, que subsistirão integralmente para serem satisfeitos pelos bens da massa, depois de pagos os primeiros.

§ 8º Se, quando ocorrer a falência, já se houver efetuado, à conta do capital social, o reembolso dos ex-acionistas, estes não tiverem sido substituídos, e a massa não bastar para o pagamento dos créditos mais antigos, caberá ação revocatória para restituição do reembolso pago com redução do capital social, até a concorrência do que remanescer dessa parte do passivo. A restituição será havida, na mesma proporção, de todos os acionistas cujas ações tenham sido reembolsadas.

Sobre esses requisitos para que o acionista possa exercer o direito de recesso são comentados na doutrina de Modesto Carvalhosa, o qual ensina que:

> São dois os pressupostos para o exercício do direito de recesso: o primeiro é de ter havido deliberação eficaz da assembléia geral sobre uma das matérias especificadas em lei como suscetíveis de gerar esse direito (art. 136) [e outros disparsos na LSA] ou a prática de atos *ultra vires* que alterem substancialmente o objeto social, seja pela mudança de atividade, seja pelo desaparecimento significativo do patrimônio operacional que instrumentalmente permitia sua consecução; o segundo, o de *não* ter havido consentimento do acionista à modificação. Ocorrendo o consentimento, manifestado na assembléia geral, no pressuposto da observância dos preceitos legais e estatutários, não poderá o acionista arrepender-se dele, para o efeito de exercitar o direito de retirada.[74]

Confirmados os requisitos para a realização do recesso, o acionista da sociedade incorporada poderá optar entre o valor de reembolso calculado nos termos do artigo 45 da LSA e àquele resultante da comparação dos patrimônios líquidos das companhias envolvidas na operação, conforme estabelecido no §3º do artigo 264 da LSA.

Essa escolha que o acionista pode fazer entre o valor do reembolso ou o valor estabelecido na avaliação do patrimônio líquido da sociedade buscou conferir ao acionista um direito de recesso majorado, procurando inibir eventuais abusos do controlador no momento de estabelecer o valor da relação de troca, pois havendo um valor justo, não haverá necessidade de o controlador gastar altos valores com o pagamento da retirada dos acionistas minoritários, que poderiam onerar demasiadamente a operação, inviabilizando-a.

Essa liberdade de escolha do valor que o acionista dissidente receberá, já foi confirmado pela CVM, no âmbito do Parecer nº 04/2001:

> na escolha do critério para reembolso das suas ações, a vontade do acionista dissidente da companhia incorporada não pode ser substituída por decisão unilateral da companhia incorporadora, já que a lei é clara ao conceder essa opção ao próprio acionista.

---

[74] CARVALHOSA, Modesto. Comentário à lei das sociedades anônimas. 3ª ed. v. II. São Paulo: Saraiva, 2003, pp. 893 e 894.

Esse direito majorado é a única hipótese do ordenamento societário em que o acionista dissidente poderá escolher pela melhor opção para ele ser ressarcido pela sociedade. Isso se deve para tentar coibir eventuais abusos do controlador esperando que esse não submeta à deliberação das assembleias gerais uma relação de troca desigual.

Destaca-se que toda esta situação é de exclusiva escolha e liberdade do acionista dissidente, que tendo os requisitos para pleitear o recesso, e o faz, a companhia não poderá interferir. Sendo este o entendimento, por exemplo, dá procuradoria da CVM em seu Parecer CVM/SJU nº 012/81, no qual afirma que "o pedido de retirada por ser uma declaração unilateral de vontade, não necessita de aceitação por parte da companhia".

Vale notar, que será aplicável, mesmo neste caso de direito de retirada majorado, as disposições do artigo 137, inciso II, da LSA, que retiram o direito do acionista de requerer o reembolso do valor de suas ações, caso o acionista dissidente for titular de ações que tenham liquidez e dispersão, como já explicado acima.

Essa hipótese é aplicável tanto se o acionista escolher o valor do artigo 45 ou o valor apurado conforme a avaliação exposta no *caput* do artigo 264. Havendo liquidez e dispersão, o acionista deverá optar por sair da companhia via mercado acionário.

Como citado no começo deste trabalho e será melhor explicado abaixo, esse tipo de operação, na qual duas companhias envolvidas possuem o mesmo controlador, há um potencial conflito de interesses na decisão do controlador, que poderá tomar decisões para lhe favorecer.

Assim, a introdução do direito de retirada, foi uma opção do legislador, além de outros requisitos (*i.e.*: exigência do laudo de avaliação dos patrimônios líquidos a preços de mercado), que tentam diminuir essa influência, para não permitir o abuso do controlador.

Por fim, observa-se que as regras do artigo 264 da LSA não são aplicadas, conforme imposição do §5º do artigo 264, quando as ações que fazem parte do capital social da controlada forem adquiridas no pregão da Bolsa de Valores ou mediante oferta pública, que que possuem regras próprias.

3. O POTENCIAL CONFLITO DE INTERESSES NAS OPERAÇÕES REGULADAS PELO ARTIGO 264 DA LSA

3.1. Breve análise teórica do conflito de interesses

O conflito de interesses é regulado na LSA pelo artigo 115, *in verbis*:

> Art. 115. O acionista deve exercer o direito a voto no interesse da companhia; considerar-se-á abusivo o voto exercido com o fim de causar dano à companhia ou a outros acionistas, ou de obter, para si ou para outrem, vantagem a que não faz jus e de que resulte, ou possa resultar, prejuízo para a companhia ou para outros acionistas.
> § 1º o acionista não poderá votar nas deliberações da assembléia-geral relativas ao laudo de avaliação de bens com que concorrer para a formação do capital social e à aprovação de suas contas como administrador, nem em quaisquer outras que puderem beneficiá-lo de modo particular, ou em que tiver interesse conflitante com o da companhia.
> § 2º Se todos os subscritores forem condôminos de bem com que concorreram para a formação do capital social, poderão aprovar o laudo, sem prejuízo da responsabilidade de que trata o § 6º do artigo 8º.
> § 3º o acionista responde pelos danos causados pelo exercício abusivo do direito de voto, ainda que seu voto não haja prevalecido.
> § 4º A deliberação tomada em decorrência do voto de acionista que tem interesse conflitante com o da companhia é anulável; o acionista responderá pelos danos causados e será obrigado a transferir para a companhia as vantagens que tiver auferido.

Este artigo determina que o voto de qualquer acionista deve ser exercido somente em favor dos interesses da própria companhia, não podendo utilizar seu direito a voto para causar dano à companhia ou a outro acionista, nem mesmo para obter vantagens para si ou para outrem, vantagem essa que não faz jus, podendo resultar em prejuízo para a companhia ou outro acionista.[75]

Para se evitar essa situação, o §1º do artigo 115 proíbe expressamente o exercício do direito de voto dos acionistas em assembleia geral em quatro hipóteses: (i) na votação do laudo de

[75] Para Jairo Saddi, o conflito de interesses sempre estará presente em qualquer ambiente social, devendo as normas jurídicas, regulatórias ou autorregulatórias, perseguir a redução de custos de transação de operações futuras, a proteção dos sócios minoritários e a redução do oportunismo. Cf. SADDI, Jairo. Conflito de interesses no mercado de capitais. In: DE CASTRO, Rodrigo R. Monteiro; DE ARAGÃO, Leandro Santos (coord.). Sociedade Anônima. São Paulo: Quartier Latin, 2007, pp. 339-360.

avaliação dos bens por eles utilizados para formação do capital social; (ii) na aprovação de contas, caso o acionista também seja administrador; (iii) em situações em que o acionista puder obter um benefício particular, que não será compartilhado com os demais acionistas; e (iv) nas situações em que o acionista estiver em situação conflitante com a companhia.

Com relação às três primeiras hipóteses, tanto a doutrina quanto a jurisprudência são praticamente unânimes no reconhecimento de que havendo estas situações, o acionista estará impedido de votar, de exercer seu direito de voto.

Porém, na última hipótese de proibição de voto é o que gera a grande polêmica entre os doutrinadores e na jurisprudência. Surgindo dessa divergência duas correntes: a formal e a material.

Para a corrente formalista, o trecho final do §1º do artigo 115 da LSA trata somente da aparência de conflito, ou seja, o conflito de interesses se caracterizaria pela simples aparência do negócio, dispensando qualquer análise do conteúdo da decisão, havendo a mera possibilidade de conflito, o acionista já estaria proibido de exercer seu voto.

Explicando de forma mais aprofundada o cerne da corrente formalista, André Antunes Soares de Camargo ensina que:

> (...) o chamado critério formal ocorre *a priori* sempre que o acionista, ao exercer seu voto, encontrar-se em posição de duplicidade de interesses perante a sociedade, ele estará impedido de votar. Como ele possui o dever legal de votar sempre no interesse da sociedade e, ao mesmo tempo, tem um interesse particular em determinada deliberação, tal situação acarreta uma proibição de voto. Tal critério leva em consideração que é irrelevante a intenção do acionista causar ou não dano à companhia.[76]

Essa tese é defendida, por exemplo, por Modesto Carvalhosa:

> A configuração do interesse conflitante, além das duas hipóteses tipificadas em lei, torna-se uma questão que a priori somente pode ser deslindada através do critério formal. Impossível encarar a questão casuisticamente (...) o contraste de interesses das partes, que existe em

[76] DE CAMARGO, André Antunes Soares. Transações entre partes relacionadas – um desafio regulatório complexo e multidisciplinar. São Paulo: Almedina, 2013. p.177.

> todo contrato bilateral ou unilateral, é a razão formal para a suspensão do exercício do voto pelo acionista pré-contratante ou contratante com a sociedade.[77]

Havendo voto do acionista nesta situação, a decisão assemblear seria nula de pleno direito.

Contrária a este teoria, apresentam-se os filiados à corrente materialista, que apontam que o conflito seria substancial, devendo-se permitir o voto, e apurar-se posteriormente se este foi realizado em circunstâncias de conflito, que geraram favorecimento ao acionista e prejuízo para a companhia e/ou para os outros acionistas.

Sobre a corrente materialista André Antunes Soares de Camargo apresenta as seguintes considerações:

> Já o critério substancial ou material para a análise de conflitos de interesse pressupõe, como regra, a boa-fé do acionista que profere seus votos, não deixando as sociedades à mercê dos acionistas minoritários. Tal presunção só poderia ser contestada em caso de estridente, colidente e inconciliável conflito de interesses.[78]

Como defensor da corrente materialista, Nelson Eizirik demonstra os seguintes argumentos:

> Ademais, seguindo orientação consagrada no direito societário, tanto em nosso sistema jurídico como no direito comparado, a caracterização do conflito de interesses não é meramente formal, mas substancial, devendo, portanto, ser objeto de apreciação na hipóteses concreta.[79]

Caso o voto fosse comprovadamente dado em situação de conflito de interesses, a deliberação poderá ser anulada, ou seja, ela não é nula de pleno direito.

Na jurisprudência, a questão se torna mais confusa e perigosa, pois a CVM vem julgando essa questão do conflito de interesses há um bom tempo e, ainda, não chegou há um consenso, pois dependendo da formação de seu Colegiado, as decisões pendem para correntes diferentes.

---

[77] CARVALHOSA, Modesto. Comentário à lei das sociedades anônimas. 3ª ed. v. II. São Paulo: Saraiva, 2003, p. 464.

[78] DE CAMARGO, André Antunes Soares. Transações entre partes relacionadas – um desafio regulatório complexo e multidisciplinar. São Paulo: Almedina, 2013. p.177.

[79] EIZIRIK, Nelson. Temas de direito societário. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, pp. 48 e 49.

Inicialmente, a CVM posicionou-se a favor do controle formal, ao julgar o PAS nº RJ2001/4977 (caso Tele Celular Sul).Posteriormente, em nova apreciação sobre o assunto, agora no âmbito do PAS nº RJ2002/1153 (caso Previ), a CVM, com uma formação colegiada diferente de quando julgou o primeiro caso, decidiu pela verificação do conflito de interesses *a posteriori*, decidindo que não permitir que o acionista vote em assembleia deve ser uma situação excepcional, sob pena de desrespeito aos princípios majoritários e da boa-fé que são intrínsecos ao direito societário.

O último posicionamento da CVM foi apresentado no julgamento do processo administrativo nº RJ2009/13179, em 09.09.2010, quando alterou novamente seu posicionamento, ao analisar o pedido de consulta formulado pela Tractebel Energia S/A ("Tractebel"), que questionou a CVM se a sua controladora, a GDF Suez Energy Latin America Participações Ltda. ("GDF"), não estaria impedida de votar na assembleia geral que deliberaria sobre a celebração de contrato de aquisição Tractebel, da totalidade das ações de emissão da Suez Energia Renovável S/A, também controlada pela GDF.

Segundo a maioria dos diretores da CVM, se um acionista possui interesse conflitante com a companhia em determinada deliberação assemblear, este estará impedido de votar, sendo imposto um controle *ex ante* para contratações com partes relacionadas, excetuadas as situações do artigo 264, que possuem regra própria.

Portanto, criou-se um ambiente de insegurança jurídica muito grande para o administrado, que não tem a certeza de como interpretar o §1º do artigo 115 da LSA.

A própria CVM admite a criação de um ambiente inseguro juridicamente, ao afirmar em seu Parecer de Orientação nº 34/2006 o seguinte:

> Freqüentemente, a Comissão de Valores Mobiliários – CVM tem sido chamada a pronunciar-se sobre os temas do conflito de interesses e do impedimento de voto em deliberações societárias. Tais temas vêm tratados no art. 115 (no tocante aos acionistas) e 156 (quanto aos administradores) da Lei 6.404/76. Assim, ao longo dos anos, esse assunto, por si só já complexo, e objeto de polêmica na doutrina jurídica, tem sido objeto de intensas discussões, variando as interpretações predominantes de acordo com a composição do Colegiado da CVM. A principal discussão diz respeito à existência, ou

> não, de uma proibição, que impeça o acionista de votar em questões em que possa existir conflito de interesses.

Além desta insegurança jurídica, também se critica essa decisão da CVM, pois ao adotar a corrente formalista a CVM desprezou conceitos e princípios importantes da LSA, como se pode aduzir da lição de Andre Antunes Soares de Camargo:

> Em razão dessa substancial mudança de posicionamento da CVM, deve-se ter cautela para que três efeitos perversos não ocorram: (a) quem detiver o controle, de fato, não possa vir a exercê-lo mais na prática, notadamente quando se tratar de transações entre partes relacionadas; (b) a concessão de um maior poder de decisão e até de veto aos acionistas minoritários, que poderão se comportar igualmente de forma conflituosa, oportunista e com potencial lesivo à companhia; e (c) a condução dos negócios sociais por parte do acionista controlador e dos administradores pode se tornar mais burocrática, lenta e até inviável na prática, criando desincentivo para todos os tomadores de decisão na companhia.[80]

Ressalta-se, por fim, que este trabalho não se estenderá muito no tema, já que não é o seu objetivo, mas era importante trazer esta introdução para se analisar o conflito de interesses no artigo 264 da LSA.

3.2. Caso concreto do artigo 264 da LSA

Apesar de toda a polêmica que gira em torno do artigo 115 da LSA, isto não foi transportado para o artigo 264, no qual a doutrina e jurisprudência são uníssonos em afirmar que não há conflito de interesses no voto do controlador na assembleia que decidir sobre as questões envolvendo a operação societária.

Podemos extrair essa conclusão do voto do Diretor da CVM, Wladimir Castelo Branco, no julgamento do processo administrativo nº RJ2004/5494, julgado em 16.12.2004:

> (...) nas hipóteses de incorporação de sociedades sob controle comum, a lei das sociedades anônimas reconhece a submissão do interesse da companhia ao interesse do grupo, afastando, por conseguinte, a aplicação da regra sobre conflito de interesses nas deliberações assembleares (cf. art. 264, caput, e §4º da Lei n. 6.404/76). Não se

[80] DE CAMARGO, André Antunes Soares. Transações entre partes relacionadas – um desafio regulatório complexo e multidisciplinar. São Paulo: Almedina, 2013. pp.182-183.

> indaga se o acionista controlador exerceu seu direito de voto em conflito de interesses com a companhia, sendo sempre permitida a sua participação na formação da vontade social. A contrapartida, para os minoritários, consiste na garantia de uma equânime relação de substituição de ações, como se verifica na elucidativa lição de José Luiz Bulhões Pedreira, que, em parecer acostado aos autos pela AMBEV, assentou que: '*No grupo de sociedades (em que todas as sociedades estão sujeitas ao controle, direto ou indireto, de uma controladora) a decisão sobre a conveniência de incorporar somente pode caber, segundo o princípio majoritário, que é fundamental na organização da sociedade por ações, à sociedade controladora (ou – se for o caso, ao acionista controlador desta); e a proteção dos acionistas minoritários da controlada requer apenas que as relações de substituição de ações por ela definidas sejam equânimes*'.

Portanto, o que se depreende é que há situação conflituosa nas operações societárias envolvendo sociedades controladoras e suas controladas, porém o legislador criou mecanismos para mitigar esse conflito, permitindo que o controlador exerça seu direito a voto, já que é o maior interessado na operação, pois estrategicamente pode lhe trazer benefícios, tais como fiscais, sinergia, economias, organizacional etc.

Prevalece, com essa correta interpretação, o princípio majoritário[81], que é intrínseco ao direito societário, mas não há um abandono dos minoritários, que possuem meios para garantir o tratamento adequado e não sofrerem prejuízos, tais como o direito de retirada e a avaliação dos patrimônios líquidos a preços de mercado.

Sobre a observância do princípio majoritário nas operações que envolvem o artigo 264, Alfredo Lamy traz importante lição de Satanga:

---

[81] Sobre o princípio majoritário e o impedimento de voto, Eduardo Secchi Munhoz ensina: "O impedimento de voto, ao eliminar por completo a influência do controlador, pode criar uma situação inversa, qual seja, a de uma minoria com poder de extrair benefícios particulares da operação, em detrimento do interesse social. Nada indica que *a priori* o interesse do controlador não esteja alinhado com o interesse social; por outro lado, nada igualmente está a garantir que a minoria esteja alinhada com esse mesmo interesse. Pelo contrário, a depender da estrutura de capital, uma pequena minoria (ou seja, titular de pequena parcela do capital social) pode estar muito menos alinhada ao interesse social do que o controlador e, portanto, mais livre para defender seu interesse próprio, na medida em que dependa apenas de sua vontade a aprovação de determinada operação. De fato, a pequena minoria sofre em menor proporção os efeitos negativos que uma determinada decisão venha a causar à companhia. Torna-se, assim, elevada a possibilidade de a minoria fazê-lo, sempre que os ganhos particulares a serem obtidos forem maiores do que essa perda relativa indireta, decorrente do efeito negativo causado sobre a companhia. Nessa linha, o controlador estaria menos propenso a adotar medidas com impactos negativos sobre a companhia, porque teria mais a perder nesta situação do que a minoria. Por essa razão, a técnica de simplesmente impedir o voto do controlador em determinadas deliberações parece insuficiente. Pode limitar os benefícios particulares a serem extraídos pelo controlador na operação, mas leva a um quadro não menos propenso de possível obtenção de benefícios particulares pela minoria, tornada soberana na deliberação específica". MUNHOZ, Eduardo Secchi. Desafios do direito societário brasileiro na disciplina da companhia aberta: avaliação dos sistemas de controle diluído e concentrado. pp. 147-148.

> Observa, no entanto, Satanga, - numa longa e proficiente análise do problema – que a exclusão do voto majoritário importaria em gravíssimas consequências, pois ficaria a cargo da minoria fixar a relação de troca de ações; e mais, ainda, se este majoritário tivesse o controle, a incorporação seria impossível por falta de quorum especial nas assembleias. O controlador – prossegue o Autor – não está impedido de votar a deliberação da incorporação, pois que tal deliberação da assembleia é discricionária e cabe à maioria representar o interesse da sociedade como um todo; todavia quanto à fixação da relação de troca, inexiste esse 'poder dispositivo', mas, sim, um dever de 'acertamento', de verificação, ou seja, deve o majoritário abster-se de causar dano à minoria. O conflito eventual, e o dano emergente não é da sociedade, é apenas dos sócios, de todos os sócios; daí excluir-se a impugnabilidade de deliberação, embora subsista íntegro o problema de agravo aos direitos dos sócios, a ser devidamente composto.[82]

Apesar deste consenso com relação a questão do conflito de interesses, a CVM, durante seu exercício decisório, encontrou determinadas situações que poderiam trazer benefícios particulares aos acionistas controladores e, por este motivo, estariam impedidos de participar da votação na assembleia que decidir sobre a operação societária envolvendo uma controlada sua, apesar da inexistência de impedimento quanto ao conflito de interesses.

3.3. Parecer de Orientação CVM nº 34/2006

Como visto acima, não há que se falar em impedimento de voto nas operações societárias regradas pelo art. 264 da LSA, mesmo havendo uma única maioria que irá decidir a questão nas duas pontas da operação.

No entanto, a CVM, após uma série de casos que foram entregues à sua análise, percebeu que havia um movimento no mercado brasileiro de propostas de incorporação ou de incorporação de ações, nas quais o laudo de avaliação, que embasava a relação de troca, acabava atribuindo uma valor diferente (e maior) às ações de emissão da companhia que sejam de propriedade da sociedade incorporadora (ou incorporada, em caso de incorporação reversa), mesmo quando o único ativo, ou único ativo relevante, de tal sociedade, sejam essas mesmas ações de emissão da companhia, e que, portanto, estaria resultando em um benefício maior e exclusivo para estes acionistas.

---

[82] LAMY FILHO, Alfredo. A lei das S.A. p. 576.

Daniel Kalansky resumiu que o objetivo da CVM com a edição deste parecer era:

> Basicamente, a CVM manifestou o entendimento de que, em operações de incorporação ou de incorporação de ações em que sejam atribuídos *diferentes valores às ações da incorporada*, conforme sua espécie, classes ou titularidade, sem se basear em *critérios objetivos*, os acionistas potencialmente beneficiados estariam previamente impedidos de votar na assembleia geral, de acordo com determinação do art. 115, §1º, da Lei das S.A., que estabelece o impedimento de voto do acionista em deliberações que puderem *beneficiá-lo de modo particular*. (grifos no original) [83]

Analisando mais profundamente o Parecer de Orientação CVM nº 34/2006, Erasmo Valladão traz quatro hipóteses nele contemplada, de situações em que há impedimento de voto do acionista no caso de incorporação de controlada:

> 1) Em situações em que se vise à unificação das espécies de ações da companhia ou à migração para segmentos especiais de listagem em que as ações do acionista controlador, ou do proponente da operação, sejam detidas por sociedade cujo único ativo, ou único ativo relevante, sejam essas mesmas ações (Sociedade Holding), e seja submetida à aprovação da assembleia a deliberação de incorporação (ou incorporação reversa) da Companhia, ou de suas ações, na Sociedade Holding, a Sociedade Holding e os seus acionistas (caso detenham participação direta na Companhia) estarão impedidos de votar, na forma do art. 115, §1º, da Lei 6.404/76, caso a proposta de incorporação (ou incorporação reversa) da Companhia, ou de suas ações, considere uma relação de troca que atribua valor diferente às ações de emissão da Companhia que sejam de propriedade da Sociedade Holding, e às demais ações da mesma espécie e classe de emissão da Companhia.
> 2) Da mesma forma, a Sociedade Holding e os seus acionistas (caso detenham participação direta na Companhia) estarão impedidos de votar, na forma do art. 115, §1º, da Lei 6.404/76, caso a proposta de incorporação (ou incorporação reversa) da Companhia, ou de suas ações, considere uma relação de troca que atribua valor diferente às ações de emissão da Companhia que sejam de propriedade da Sociedade Holding, e às demais ações de emissão da Companhia, ainda que de espécie ou classe diversas, caso a diferença de valor não se baseie em laudo que considere os diferentes valores econômicos de cada uma das ações com base em critérios objetivamente verificáveis (como o fluxo futuro de

[83] KALANSKY, Daniel. Incorporação de Ações – Estudo de casos e precedentes. São Paulo: Saraiva, 2012. P. 102.

dividendos descontado, ou as diversas cotações em mercados organizados).

3) O mesmo impedimento de voto deve incidir se a operação for realizada de modo a conferir o mesmo número de ações da Sociedade Holding a todas as espécies e classes de ações de emissão da Companhia, mas o número de ações emitidas pela Sociedade Holding antes da operação for proporcionalmente superior ao número de ações da Companhia de que ela seja titular antes do negócio, resultando, na prática, na mesma desproporção que determina a existência do benefício particular para a Sociedade Holding e seus acionistas de que trata este Parecer de Orientação.
4) Adicionalmente, caso a proposta de incorporação (ou incorporação reversa) da Companhia, ou de suas ações, contemple diferentes relações de troca considerando as diferentes espécies de ações detidas pelos acionistas que não sejam acionistas da Sociedade Holding, atribuindo, assim, por exemplo, diferentes valores para as demais ações com voto e as ações sem voto, os acionistas titulares de ações com voto, ainda que não sejam acionistas da Sociedade Holding, também estarão impedidos de votar, salvo se a diferença de relação de troca basear-se em critérios objetivamente verificáveis.[84]

Portanto, a intenção da CVM, como se pode aduzir dos apontamentos feitos por Erasmo Valladão, é de evitar a possibilidade dos acionistas controladores obterem vantagens exclusivas para si.

Para evitar esta situação, a CVM procurou trazer para estas operações uma fundamentação econômica, que acabe por justificar a diferença de valores determinados para as ações de diferentes acionistas. Além disso, a CVM pretende que esta justificação econômica seja aprovada pelos acionistas não controladores.

Por fim, pode-se concluir que nas operações de incorporação de controlada que não houver uma relação de troca de ações com valores diferentes para acionistas proprietários de ações de mesma espécie e mesma classe ou, ainda, se houver estes casos, mas justificados objetivamente, o acionista controlador estaria livre para votar e aprovar a operação.

3.3.1. Benefício particular – não aplicação do Parecer de Orientação CVM nº 34/2006 ao artigo 264 da LSA

[84] FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. Temas de direito societário, falimentar e teoria da empresa. p. 568 e 569.

Este benefício particular, que impede o acionista de votar em assembleia geral, e está regrado no §1º do artigo 115 da LSA, trata-se, segundo a doutrina, de uma vantagem lícita que é concedida especificamente para um acionista ou um grupo de acionistas, nunca a totalidade.

Para exemplificar essa situação, registra-se a lição de Miranda Valverde:

> (...) a assembleia geral resolve atribuir (art. 87, parágrafo único, 'g') uma bonificação a determinados acionistas, por este ou aquele motivo, não poderão eles, como diretamente interessados, tomar parte nessa deliberação. Esta, como efeito, virá beneficiá-los de modo particular, quebrando, ainda que justo seja o tratamento, e a lei o permita, a regra de igualdade de tratamento para todos os acionistas da mesma classe ou categoria (art. 78). A vantagem conferida a um ou mais acionistas, comumente, consiste em uma participação nos lucros líquidos da sociedade, durante certo tempo, ou no direito, alguma vezes extensivo aos herdeiros, de receber determinada soma, por mês, ou anualmente, a título de pensão ou aposentadoria. Representa, quase sempre, a recompensa pelos trabalhos ou serviços prestados pelo acionista à companhia.[85]

Este conceito do benefício particular é oposto ao conceito dado ao conflito de interesses, que a doutrina classifica como uma vantagem ilícita, abusiva, que poderá ser alcançada com o exercício do direito de voto, em detrimento da companhia e dos outros acionistas.

Trazendo o conceito de benefício particular do Parecer de Orientação CVM nº 34/2006, notamos que o surgimento de uma polêmica nessa interpretação da CVM, pois, como já citado, o artigo 264 da LSA traz mecanismos para a defesa dos acionistas minoritários.

Em razão da existência desses mecanismos, tais como o laudo de avaliação dos patrimônios líquidos a preços de mercado e o direito de retirada, é que não existiria o impedimento de voto nessas situações, e, portanto, não sendo necessário a CVM impor tal interpretação para as operações societárias no âmbito do artigo 264.

Este posicionamento, já foi citado pelo Diretor da CVM Pedro Marcílio, em seu voto nos Processos Administrativos nºs RJ2006/7204 e RJ2006/7213, julgados em 17.10.2006:

---

[85] VALVERDE, Trajano de Miranda. Sociedade por ações. v. 2. Rio de Janeiro: Editora Forense, 1953. p. 66-67.

> Realmente, o Parecer de Orientação 34/06 não mencionou o art. 264 da Lei 6.404/76, mas não fez isso por esquecimento, apenas porque parecia óbvio que, adotado o procedimento para avaliação das ações pelo valor do patrimônio líquido a mercado (ou mesmo pelo fluxo de caixa descontado, caso fosse solicitado um procedimento alternativo como permite o caput), nenhum benefício ou proteção teria sido concedida aos acionistas não controladores, nas incorporações descritas no Parecer de Orientação 34/06.

Portanto, esta interpretação do Parecer de Orientação nº 34/2006, não deveria recair nas operações de incorporação de sociedades controladas por suas controladoras, uma vez que a própria lei não exige, devido a existência de mecanismos de proteção aos acionistas minoritários.

4. O PARECER DE ORIENTAÇÃO CVM Nº 35/2008 E OS DEVERES DOS ADMINISTRADORES

4.1. Introdução ao Parecer de Orientação CVM nº 35/2008

Em razão da não aplicação do Parecer de Orientação CVM nº 34/2006 às operações societárias que são reguladas pelo artigo 264 da LSA, e principalmente pela existência do potencial conflito de interesses no âmbito destas operações e a insuficiência do direito de recesso como proteção aos minoritários dissidentes, a CVM, por intermédio de seu Diretor Marcos Barbosa Pinto, que liderou a sua elaboração, divulgou o Parecer de Orientação nº 35/2008.

O Diretor, antes de propor a elaboração do referido parecer de orientação, elaborou memorando, apresentado na reunião extraordinária do Colegiado de 02.06.2008, no qual apontou cinco fatores, os quais demonstrariam as principais problemáticas das operações societárias entre sociedades controladoras e suas controladas, nos seguintes termos:

> 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.
> Segundo fator: as incorporações de controladas são coercitivas para os minoritários. Segundo o art. 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.
> 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 art. 264, §1º, combinado com o art. 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 art. 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 art. 264, caput, Lei nº 6.404/76, 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 art. 45, §4º da Lei nº 6.404/76.

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.

Quinto fator: a CVM e o Judiciário vêm enfrentando dificuldades para avaliar a eqüitatividade das relações de troca propostas, devido ao caráter parcialmente subjetivo das avaliações de empresas.[86]

Esses problemas, segundo o Diretor, também eram apresentados nos Estados Unidos 30 (trinta) anos antes, onde a legislação também permitia que o controlador exercesse seu direito de voto e havia insatisfação quanto ao mecanismo do direito de recesso como única alternativa para os minoritários dissidentes.[87]

A solução para este problema surgiu da jurisprudência, principalmente da Suprema Corte do Estado de Delaware, a qual firmou posicionamento de que a simples existência do direito de recesso não afastava os deveres fiduciários dos administradores, devendo estes se pautarem em busca de uma operação *entirely fair* para os acionistas minoritários.[88]

A operação *entirely fair*, ficou definida pelo Judiciário americano como sendo um processo imparcial na negociação dos termos e condições da incorporação e a existência de um preço justo para a relação de troca. Sendo que este preço justo seria uma consequência natural da negociação imparcial entre as administrações das sociedades, que apesar de controladas pelo mesmo controlador, deveriam ser independentes.[89]

Para a Suprema Corte de Delaware o processo imparcial de negociação passaria pelas seguintes etapas:

---

[86] Memorando elaborado pelo Diretor da CVM Marcos Barbosa Pinto e apresentado para os demais membros do Colegiado em 30.05.2008 ("Memorando").

[87] Para uma história da evolução do direito societário norte-americano no que tange às incorporações de controladas, Gilson, R. & Black, B. The Law and Finance of Corporate Acquisitions. New York: 1995.

[88] Esta análise feita pelo Diretor Marcos Barbosa Pinto em seu Memorando baseou-se no caso *Singer v. Magnavox Co*. Decisão de número: 380 A.2d 969 (Del. 1977).

[89] A definição de *entirely fair* veio com a decisão no caso *Weinberger v. UOP, Inc.*, pela Suprema Corte de Delaware. Decisão de número: 457 A.2d 701 (Del. 1983).

(i) é recomendável a constituição de um comitê independente para aprovar as incorporações de controladas;
(ii) o comitê independente deve ter amplos poderes para negociar os termos da incorporação, podendo, inclusive, recusá-la;
(iii) os administradores devem fornecer todas as informações disponíveis para que o comitê independente desempenhe sua função;
(iv) o comitê independente deve contar com assessoria jurídica e financeira independente;
(v) as negociações devem ser conduzidas de maneira diligente.[90]

Após a análise desses precedentes do direito americano, o Diretor Marcos Barbosa Pinto entendeu que poderia utilizá-los e transportar a ideia para o direito brasileiro, para solucionar, o que no ponto de vista dele, era uma posição falha da legislação.

Para trazer esta ideia e adaptá-la ao direito brasileiro, o Diretor teve como base os artigos 154, 155 e 245 da LSA, que seriam os pilares de sua argumentação para estabelecer os parâmetros razoáveis para as operações societárias entre controladores e controladas e para que estas atinjam uma relação de troca comutativa, que não prejudique os minoritários.

Importante ressaltar, que o Diretor reconheceu e não afastou as regras que a própria LSA traz no artigo 264, como a livre negociação da relação de troca entre as sociedades envolvidas e a inexistência de impedimento de voto do controlador nestas operações.

Portanto, o que o Diretor Marcos Barbosa Pinto fez foi trazer novos parâmetros, que já estão dentro da LSA, para avaliar as operações entre sociedades controladoras e controladas em suas reestruturações societárias.

Os artigos citados da LSA acima trazem os conceitos de dever de diligência, dever de lealdade e comutatividade nas operações entre controlador e controlada e precisam ser melhor detalhados, para se entender melhor o próprio Parecer de Orientação nº 35/2008.

4.2. Deveres dos administradores na LSA

[90] Estas etapas foram apresentadas por Marcos Barbosa Pinto em seu Memorando e segundo o Diretor da CVM foram apresentadas no caso *Weinberger v. UOP, Inc.*, além de outros casos posteriores decididos pela Suprema Corte de Delaware.

Antes de se adentrar ao tema propriamente dito e expor quais são os deveres dos administradores de acordo com a LSA, cabe se fazer uma introdução sobre a atuação dos administradores, suas funções na companhia.

Tendo em vista que as sociedades anônimas são pessoas jurídicas que apesar de terem personalidade e capacidade jurídica, não conseguem por si só manifestar suas vontades, já que a personalidade jurídica é uma abstração legislativa.

A exteriorização da vontade de uma pessoa jurídica e mais especificamente das sociedades por ações ocorrem através de sua administração, diretoria e/ou conselho de administração, conforme exposto no estatuto social.

Essa afirmação pode ser retirada do artigo 138 da LSA, que segundo o qual: "a administração da companhia competirá, conforme dispuser o estatuto, ao conselho de administração e à diretoria, ou somente à diretoria".

Também pode-se extrair essa ideia do disposto no artigo 144 da LSA, o qual dispõe que: "no silêncio do estatuto e inexistindo deliberação do conselho de administração (artigo 142, n. II e parágrafo único), competirão a qualquer diretor a representação da companhia e a prática dos atos necessários ao seu funcionamento regular".

Muito se discutiu na doutrina, qual seria, então, a relação que os administradores possuem com a companhia, chegando-se a três teorias: (i) a contratualista; (ii) a unilateralista; e (iii) a dualista[91].

Pela teoria contratualista, os doutrinadores definem esta relação como um vínculo jurídico existente entre os membros dos órgãos de administração e a companhia, existindo um contrato entre eles, do qual o objeto seria uma prestação de serviços por parte dos administradores à companhia, em troca de pagamento.

[91] Definições sobre as teorias retiradas de Marcelo Vieira Von Adamek, em Responsabilidade Civil dos Administradores de S/A e as Ações Correlatas.

Dentro da teoria contratualista há uma outra divisão, na qual os doutrinadores discutem qual a natureza deste contrato, se ele seria um mandato, um contrato de prestação de serviços, de trabalho ou um contrato *sui generis*.

Já a teoria unilateralista acredita que esta relação se baseia somente no ato unilateral da sociedade nomear o administrador, o qual, por ato unilateral também, aceita o cargo. Assim, esta teoria não enxerga nenhum vínculo entre as partes.

A terceira corrente, que adota uma mistura das duas primeiras, acredita que há um ato bilateral, inicialmente, pelo qual o administrador é nomeado para cargo na companhia, o qual ele aceita, mas que a partir desse momento surge uma relação contratual entre eles, da qual o administrador tem a obrigação de gerir a companhia e esta de remunerá-lo por estes serviços.

Todas essas correntes são criticadas atualmente, apesar da corrente que trata essa relação como um contrato *sui generis* prevalecer entre a maioria atual da doutrina, como afirma Marcelo Adamek: "atualmente, o entendimento majoritário, nessa intricada matéria, é de que a relação entre o administrador e a companhia qualifica-se como contrato de administração *sui generis*".[92]

Outra polêmica que gira entorno deste tema é sobre a questão da representação da sociedade perante terceiros, já que como mencionado acima, a pessoa jurídica não se manifesta através de seus órgãos da administração.

Para este tema, surgiram duas correntes: a primeira, na qual se acreditava que o administrador era um mandatário da sociedade, representando sua vontade; e a segunda que trata o administrador como elemento da companhia, sendo um órgão desta (teoria organicista).

Diversas críticas surgiram sobre a teoria do mandato, sendo 7 (sete) as elencadas por Marcelo Adamek, por exemplo[93]. Uma dessas críticas, talvez a principal, seria a que o mandato é um negócio jurídico, sendo assim, é necessário que haja a manifestação de ambas as partes para celebrá-lo, ou seja, tanto do mandatário quanto do mandante. No entanto, o mandante, neste

---

[92] VON ADAMEK, Marcelo Vieira. Responsabilidade civil dos administradores de S/A e as ações correlatas. São Paulo: Saraiva, 2009. p. 48.
[93] VON ADAMEK, Marcelo Vieira. Responsabilidade civil dos administradores de S/A e as ações correlatas. São Paulo: Saraiva, 2009. pp. 32-35.

caso, seria a sociedade, a qual só poderia se manifestar através de outro mandatário porém se não houvesse nenhum mandatário anterior, como a companhia poderia outorgar poderes para o administrador agir em seu nome, ou pior, quais poderes seriam estes, já que a lei não os define, apenas menciona que o administrador deve agir no interesse da sociedade. Portanto, esta teoria não tinha como se sustentar.

Dessas críticas surgiu a teoria organicista, pela qual os administradores das sociedades anônimas são parte integrante da sociedade e são através deles que a sociedade atua, se exterioriza, conforme menciona Nelson Eizirik:

> [O]s administradores não atuam em nome da sociedade, mas, enquanto titulares dos órgãos da administração, simplesmente 'corporificam' a própria sociedade ou 'presentam' a companhia. Em outras palavras, quando a sociedade age por intermédio de seus administradores, é ela mesma quem manifesta sua vontade e pratica o ato jurídico.[94]

Pontes de Miranda afirma que a pessoa jurídica ao praticar e exercer atos na vida exterior o faz mediante presentação da sociedade e não do representante legal. O ato em si é da própria sociedade, logo qualquer vício da vontade será da sociedade, pois:

> o órgão não representa; presenta. A pessoa jurídica é que assina o título de crédito, ou qualquer título circulável, ou instrumento público ou particular de contrato, ou qualquer ato jurídico, negocial ou não, posto que a mão que escreve seja a do órgão da sociedade uma vez que o nome de quem materialmente assina integre a assinatura. A pessoa jurídica pode outorgar poderes de representação. Mas o órgão tem outros poderes, que resultam da investidura, na conformidade do ato constitutivo ou dos estatutos, ou de lei. O representante figura em nome do representado: o órgão não é figurante: quem é a pessoa jurídica: ela se vincula em seu próprio nome. Ali, o representante, com seu ato, vincula a pessoa jurídica, em cujo nome figura como representante.[95]

Tendo em vista esta relação entre companhia e administradores, a responsabilidade destes últimos acaba decorrendo da lei e não de um contrato. Assim, o legislador optou por descrever os deveres dos administradores, estabelecendo *standards* para a sua atuação.

---

[94] EIZIRIK, Nelson et al. Mercado de Capitais – regime jurídico. 3ª ed. revista e ampliada. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. pp. 420 e 421.

[95] MIRANDA, Pontes. Tratado de direito privado. Tomo. XLIX. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1972, p. 113-114.

Os deveres dos administradores estão elencados nos artigos 153 a 157 da LSA, sendo que cada um traz um padrão de comportamento em abstrato, sendo que o administrador terá que atuar de acordo com esses padrões, devendo se portar como o homem médio.

A utilização de *standards*, acarreta na necessidade de verificação dos atos no caso concreto, não havendo uma receita a ser seguida, mas devendo o administrador sempre zelar pelo interesse social da companhia e agir com probidade e diligência.

Porém, antes de adentrar na análise de cada um dos artigos da LSA que tratam dos deveres dos administradores, é importante estabelecer o que seria este interesse social.

Para Erasmo Valladão, o interesse social pode ser identificado sobre duas faces, a *strictu sensu* e a *lato sensu*. Pela primeira face:

> Pode-se concluir, assim, que o interesse da companhia (ou interesse social stricto sensu), na Lei 6.404, constitui um conceito típico e específico, consistente no interesse comum dos sócios à realização do escopo social, abrangendo, portanto, qualquer interesse que diga respeito à causa do contrato de sociedade, seja o interesse à melhor eficiência da empresa, seja à maximização dos lucros, seja à maximização dos dividendos.[96]

Já a face *lato sensu* poderia ser definida como o interesse social *strictu sensu* somado ao interesse da comunidade onde a sociedade atua, tendo, assim, uma função ligada ao bem público também.

Neste ponto, relativo aos deveres dos administradores, será focado o interesse social apenas *strictu sensu*.

4.2.1. Dever de diligência

O primeiro dever que a LSA traz para os administradores, é o dever de diligência, estabelecido no artigo 153 da LSA, que determina:

---

[96] NOVAES FRANÇA, Erasmo Valladão. Conflito de interesses nas assembléias de S.A. São Paulo: Malheiros, 1993. p. 62.

> Art. 153. O administrador da companhia deve empregar, no exercício de suas funções, o cuidado e diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração dos seus próprios negócios.

Foi trazido, por este artigo, o padrão de comportamento do *bonus pater familias*, originário do direito romano, no qual a pessoa – e neste caso o administrador – deverá ter o cuidado, o zelo, a aplicação e a dedicação nas suas funções, como se os negócios fossem seus.

Devendo, para tanto, cuidar e dirigir a sociedade para a devida execução de seu objeto social, visando à obtenção de lucros; ou nas palavras da Diretora da CVM, Norma Parente, "...é preciso que o administrador aja como se estivesse administrando seus próprios negócios. Diante disso, aquilo que seria adequado para ele também será para os acionistas"[97].

No entanto, julgar o ato de um administrador para saber se ele realmente foi diligente ou não, é uma tarefa muito complicada. Ainda mais que a maeira como foi instituído este dever de diligência na LSA, fazendo dele uma obrigação de meio e não de fim[98], a percepção se o administrador foi ou não diligente é muito delicada.

Desta forma, a doutrina estabeleceu[99], principalmente após a análise de julgados do direito norte-americano, cinco aspectos, que juntos, podem identificar uma atuação diligente, a saber: o dever de se qualificar, o dever de bem administrar, o dever de se informar, o dever de investigar e o dever de vigiar.

(i) Dever de se qualificar

O dever de se qualificar, se traduz pela necessidade do administrador possuir ou adquirir os conhecimentos mínimos e necessários para desenvolver sua atividade de administrador e ter conhecimento sobre a atividade da própria companhia.

---

[97] Trecho do voto no Inquérito Administrativo nº 31/00, julgado em 10.07.2003.

[98] Conforme Marcelo Adamek: "Ao pautar a conduta do administrador pelo dever de diligência, a lei torna evidente que a obrigação do administrador na condução geral dos negócios da companhia é obrigação de *meio*, não de *resultado*". VON ADAMEK, Marcelo Vieira. Responsabilidade civil dos administradores de S/A e as ações correlatas. São Paulo: Saraiva, 2009. p. 132.

[99] Esses elementos são citados, por exemplo, por Nelson Eizirik, Flávia Parente, Marcelo Adamek.

Este conceito foi trazido após decisão nos Estados Unidos do caso Francis vs. United Jersey Bank. Comentando sobre o assunto Nelson Eizirik aponta:

> Apesar de o artigo 153 da Lei das S.A. não exigir do administrador habilitação profissional específica, a complexidade das atividades empresariais verificada na atualidade requer dele não apenas probidade e honestidade, conforme textualmente preceitua a Lei Societária, mas também competência profissional, traduzida por escolaridade ou experiência.[100]

(ii) Dever de bem administrar

Este dever traz a necessidade do administrador sempre tentar buscar em suas decisões um resultado econômico favorável para a companhia. Na direito americano é usado como a busca pelo *best efforts* (melhores esforços).

Não, necessariamente, a decisão tomada pelo administrador deve trazer efeitos positivos, lucros para a companhia, mas ele deve demonstrar que com a sua decisão é este o objetivo que está tentando alcançar. Fazendo o pensamento contrário, não pode o administrador deliberadamente prejudicar a companhia.

(iii) Dever de se informar

A obrigação do administrador, neste caso, é de buscar e de se cercar das melhores informações para poder tomar, o que ele julga, ser o melhor caminho para a companhia e seus negócios.

No entanto há ponderações a serem feitas sobre a quantidade de informações que o administrador deve obter para tomar uma decisão:

> [N]ão se pode exigir que os administradores obtenham, quando da tomada de uma decisão, todas as informações a respeito das operações que serão implementadas, sob pena de a decisão ser adiada a ponto de a companhia poder perder uma oportunidade de negócio. Assim, o conteúdo do dever de buscar informações imposto aos administradores

[100] EIZIRIK, Nelson et al. Mercado de Capitais – regime jurídico. 3ª ed. revista e ampliada. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 430.

> deve ser limitado de modo que as informações exigidas sejam razoáveis e não excessivas.[101]

Ponto importante que a CVM ressalva é que a tomada de decisões com base em opiniões técnicas, apesar de recomendadas, também devem ter seu cuidado, pois é necessário que o administrador julgue essas informações passadas por terceiros e detectando incongruências, omissões ou mesmo erros, deve questionar o trabalho contratado.

> A decisão fundada nessas opiniões não exime, de maneira alguma, o administrador do dever de analisar criticamente as informações a ele fornecidas, a fim de identificar eventuais problemas (...). Uma vez detectados sinais de alerta que levem o administrador suspeitar de que algo não está correto, incide sobre ele o dever de investigar esses pontos buscando esclarecimentos até que esteja seguro de que está lidando com a situação corretamente.[102]

Após a edição da Instrução CVM nº 480/2009, que trouxe a exigência do Formulário de Referência, documento este produzido pela administração de cada companhia e contém diversas informações sobre ela, tais como financeiras, jurídicas, econômicas, negociais e contábeis, a Autarquia passou a exigir que o Diretor Presidente e o Diretor de Relações com Investidores confirmassem, através de declaração, que o conteúdo do Formulário de Referência é verdadeiro e traz as informações corretas e atuais sobre a companhia.

Nesse mesmo sentido, é a exigência da *Sarbanes-Oxley Act*, de 2002, que determina na Seção 302 que o principal diretor e os demais administradores da área financeira certifiquem que cada relatório financeiro periódico foi revisado e que, baseados em seus conhecimentos, tais relatórios, a princípio, não contêm qualquer dado falso e refletem, de maneira geral, a situação financeira da companhia no período.

(iv) Dever de investigar

Como apontado no voto acima citado, em decisão da CVM, o administrador deve, sempre verificar, de posse das informações que possui, além da própria informação, se há fatos que

---

[101] EIZIRIK, Nelson et al. Mercado de Capitais – regime jurídico. 3ª ed. revista e ampliada. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 431.

[102] Trecho do voto do Diretor Eli Loria, no âmbito do PAS CVM nº 25/03, julgado em 25.03.2008.

podem vir a gerar um possível dano à companhia, quando estiver enfrentando uma situação, na qual gere um potencial risco para a sociedade.

Sobre o assunto, Nelson Eizirik traz a seguinte lição:

> [A] doutrina norte-americana enfatiza que os administradores devem promover uma investigação mais minuciosa a respeito da existência de eventuais problemas que a companhia pode vir a enfrentar quando forem alertados por circunstâncias ou eventos que indiquem a necessidade de dedicarem maior atenção a determinado assunto. Ou seja, quando estiverem diante das chamadas *red flags*, que sugiram que a sociedade está ou pode vir a enfrentar problemas significativos em seus negócios ou, mesmo, envolver-se em alguma conduta ilícita.[103]

(v) Dever de vigiar

Por fim, o dever de vigiar traz a obrigação aos administradores de monitorar o desenvolvimento, de modo geral, das atividades de negócios da companhia.

Este dever está preconizado na norma societária, no inciso III do artigo 142, o qual estabelece que compete ao conselho de administração: III - fiscalizar a gestão dos diretores, examinar, a qualquer tempo, os livros e papéis da companhia, solicitar informações sobre contratos celebrados ou em via de celebração, e quaisquer outros atos".

Assim, os administradores devem estar atentos a circunstâncias que lhe pareçam suspeitas ou anormais, para poder identificá-las e agir para coibir que tais situações possam afetar a companhia e sua atividade, já que possuam meios, atestados legalmente, para tanto.

4.2.1.1. Infração ao dever de diligência e o *business judgement rule*

Como citado anteriormente, não é fácil a tarefa de decidir se a decisão tomada pelo administrador foi uma decisão certa ou errada. O importante, na verdade, é que essa decisão seja balizada, tenha substância e como se sustentar *a posteriori*, em razão de o administrador ter buscado ser diligente.

---

[103] EIZIRIK, Nelson et al. Mercado de Capitais – regime jurídico. 3ª ed. revista e ampliada. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 433.

A Diretora da CVM Maria Helena Santana, em seu voto no PAS nº 25/0097, tentou trazer esse espírito de dificuldade de análise de uma decisão negocial:

> (...) considerações sobre o mérito de decisões de negócio, em geral, extrapolam o papel do regulador, em sua tarefa de revisão da legalidade dos atos dos administradores de companhia aberta. O regulador deve evitar que sua eventual avaliação seja fator que influencie a análise sobre a legalidade da atuação dos administradores, pois pode observar as decisões tomadas por eles em condições de certa forma mais favoráveis, e sem dúvida bastante distintas das que enfrenta o gestor na hora de fazer escolhas. O gestor de companhia lida com restrições de tempo e de recursos que o levam a dedicar mais ou menos tempo a certas decisões, a realizar estudos mais ou menos aprofundados em cada caso, e isso faz parte de suas responsabilidades. Além disso, ele certamente dispõe de dados que não estão disponíveis para o regulador, os quais considera em suas decisões. Mas a análise da CVM sobre determinado ato de gestão conta com uma grande vantagem, que não seria justo permitir que fosse usada em prejuízo dos administradores: ela é feita de posse da informação sobre o resultado que o ato acarretou. Se a revisão da legalidade de atos de administração, portanto, puder avançar em aspectos do mérito das decisões, estaremos correndo o risco de reduzir o dinamismo de nossas companhias abertas, pois estará sendo incentivada uma postura extremamente avessa ao risco por parte dos seus administradores.

Tendo em vista estas ponderações, o correto seria julgar o processo de tomada de decisão do administrador e não a decisão em si. Julgar se esse processo escolhido pelo administrador para definir sua decisão foi o suficiente para tanto, sempre levando em consideração as circunstâncias e o momento em que o administrador teve que definir sua posição.

Nesse sentido, surgiu nos Estados Unidos, o chamado *business judgment rule*, que também foi apropriado pela doutrina brasileira. Trata-se de uma regra que estabelece que os administradores possuem a presunção de que agiram de forma independente e desinteressada, com conhecimento e informações adequados, com boa-fé e acreditando que seus atos visaram a atender aos melhores interesses da companhia.

No âmbito da discricionariedade que o administrador possuí para tomar suas decisões, não pode o sócio ou o julgador querer substituí-lo em sua função, já que o administrador é mais experiente e tem melhores informações para tomar, na medida do possível, a decisão mais

adequada na sua opinião, ainda mais que sócios e juízes terão uma visão *a posteriori* do acontecimento, o que facilitaria seu julgamento.

Nelson Eizirik aponta quatro motivos para a adoção do *business judgment rule*:

> a) mesmo os administradores mais diligentes podem tomar decisões que, julgadas posteriormente, parecem negligentes por terem causado danos à sociedade;
> b) a assunção de riscos é inerente às decisões empresariais, não podendo ser exigidos dos administradores sempre resultados favoráveis à companhia;
> c) seria prejudicial à própria sociedade que as decisões tomadas pelos administradores pudessem ser constantemente questionadas pelos sócios; e
> d) os juízes, por não possuírem experiência empresarial, não estão aptos a substituírem os administradores e decidirem sobre a oportunidade e a conveniência (discricionariedade) de suas decisões de negócios.[104]

Imagine, se a cada decisão o administrador tiver que se preocupar se será questionado, se terá que demonstrar todos os motivos que o levaram a tomar determinado rumo para a companhia e poderá ver sua decisão anulada e podendo sofrer penalidades.

Desta forma, esta teoria veio tentar limitar a interferência do julgador no mérito das decisões tomadas pelo administradores, tentando reservar ao julgador a análise da quebra das regras legais, regulamentares e estatutárias.

Portanto, o desenvolvimento da teoria do *business judgement rule* veio beneficiar, proteger, dar liberdade e segurança aos administradores, para que estes possam exercer suas funções com menos pressão externa, já que internamente sofrem grande pressão também.

Apesar disso tudo, ainda há muito rigor com decisões suspeitas e decisões que possam acarretar grandes prejuízos aos acionistas das companhias, por isso, ainda se vigia muito de perto a tomada de decisões dos administradores.

---

[104] EIZIRIK, Nelson et al. Mercado de Capitais – regime jurídico. 3ª ed. revista e ampliada. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 440.

No âmbito dessa contínua vigilância, a CVM recebe diversas reclamações de acionistas e também investiga diversas atitudes que lhe parecem suspeitas, que acabam por gerar acusações e processos em face dos administradores.

Como grande defesa, estes acabam se utilizando do *business judgment rule* ao seu favor, porém esta teoria nem será sempre aplicável. A CVM, por exemplo, em suas decisões, acabou definindo que para a utilização desta regra de decisão negocial, o administrador deve seguir determinados princípios para demonstrar que sua conduta no processo de decisão foi correta.

Para tanto, o administrador deve provar que tomou uma decisão informada, refletida e desinteressa, que são definidas, por exemplo, no voto do Diretor Pedro Oliva Marcílio de Sousa, no julgamento do PAS nº RJ2005/1443, realizado em 21.03.2006:

> (i) Decisão informada: A decisão informada é aquela na qual os administradores basearam-se nas razoavelmente necessárias para tomá-la. Podem os administradores, nesses casos, utilizar, como informações, análises e memorandos dos diretores e outros funcionários, bem como de terceiros contratados. Não é necessária a contratação de um banco de investimento para a avaliação de uma operação; (ii) Decisão refletida: A decisão refletida é aquela tomada depois da análise das diferentes alternativas ou possíveis consequências ou, ainda, em cotejo com a documentação que fundamenta o negócio. Mesmo que deixe de analisar um negócio, a decisão negocial que a ele levou pode ser considerada refletida, caso, informadamente, tenha o administrador decidido não analisar esse negócio; e (iii) Decisão desinteressada: A decisão desinteressada é aquela que não resulta em benefício pecuniário ao administrador. Esse conceito vem sendo expandido para incluir benefícios que não sejam diretos para o administrador ou para instituições e empresas ligadas a ele. Quando o administrador tem interesse na decisão, aplicam-se os *standards* do dever de lealdade (*duty of loyalty*).

Portanto, provado que os administradores, ao tomar sua decisão, não estavam suficientemente informados sobre o tema, não tiveram a necessária reflexão sobre o assunto ou tiraram vantagem para si mesmos com a decisão, não poderão gozar da presunção que o *business judgement rule* e poderão ter suas decisões revisadas, podendo a ser penalizados, ressarcindo os prejuízos causados à companhia, ser afastado de suas funções, ter sua decisão anulada, além de possíveis condenações administrativas e/ou penais.

Contudo, se o administrador segue os princípios de tomada de decisão informada, de boa-fé, refletida e desinteressada, tem a seu favor o *business judgement rule*, que liberam o administrador de qualquer responsabilidade.

Na LSA, inclusive, podemos encontrar, de certa maneira, a positivação do *business judgement rule*, no artigo 159, §6º, que determina:

> Art. 159. Compete à companhia, mediante prévia deliberação da assembléia-geral, a ação de responsabilidade civil contra o administrador, pelos prejuízos causados ao seu patrimônio.
> (...)
> §6° O juiz poderá reconhecer a exclusão da responsabilidade do administrador, se convencido de que este agiu de boa-fé e visando ao interesse da companhia.

Analisando a posição contrário ao disposto no §6º do artigo 159 da LSA, quando o administrador age de má-fé, fraude, em conflito de interesses com a companhia, ilegalmente ou com negligência, não será afastada sua responsabilidade, devendo ser punido nestes casos.

Especificamente com relação às operações societárias entre controladores e controladas, a CVM já decidiu, inclusive, pela necessidade de se afastar o *business judgement rule* e fazer uma análise mais rigorosa da atuação dos administradores, em razão de que os interesses do acionista controlador, que elegeu a maioria dos administradores nas sociedades envolvidas na operação, estão ligados diretamente à atuação dos administradores que irão negociar livremente a relação de troca das ações, o que pode influenciar sua decisão e, por consequência, prejudicar os acionistas minoritários.

> (...) existem situações que recomendam uma supervisão mais rigorosa por parte da CVM. É o que ocorre nas incorporações de controladas, pois elas afetam diretamente os interesses do acionista que elegeu a maioria dos administradores e que pode demiti-los a qualquer tempo. Em tais operações, existem boas razões para afastar a *business judgement rule* e examinar mais a fundo as decisões da administração, como indica a jurisprudência norte-americana sobre o assunto. Entre as razões que justificam um reexame mais rigoroso nas incorporações de controladas, as seguintes me parecem particularmente relevantes: (i) a vantagem corporativa dos administradores para tomar decisões em prol do interesse social é menor quando sua independência está comprometida; (ii) a supervisão dos acionistas sobre os administradores normalmente não funciona quando o controlador tem

> interesse econômico direto na operação; (iii) em um país em que a maioria das empresas tem acionistas majoritários, o mercado de trabalho não incentiva os administradores a adotar uma postura independente em relação aos interesses particulares do controlador; (iv) a possível burocratização do processo decisório da companhia é menos danosa quando estamos diante de operações esporádicas, como a incorporação de controladas; e (v) eventual aversão a risco dos administradores pode ser impedida pelos próprios controladores, que têm interesse direto nessas operações.[105]

4.2.2. Dever de cumprir o interesse social

O artigo 154 da LSA traz o segundo dever que a legislação estabelece para os administradores:

> Art. 154. O administrador deve exercer as atribuições que a lei e o estatuto lhe conferem para lograr os fins e no interesse da companhia, satisfeitas as exigências do bem público e da função social da empresa.
> § 1º O administrador eleito por grupo ou classe de acionistas tem, para com a companhia, os mesmos deveres que os demais, não podendo, ainda que para defesa do interesse dos que o elegeram, faltar a esses deveres.
> § 2° É vedado ao administrador:
> a) praticar ato de liberalidade à custa da companhia;
> b) sem prévia autorização da assembléia-geral ou do conselho de administração, tomar por empréstimo recursos ou bens da companhia, ou usar, em proveito próprio, de sociedade em que tenha interesse, ou de terceiros, os seus bens, serviços ou crédito;
> c) receber de terceiros, sem autorização estatutária ou da assembléia-geral, qualquer modalidade de vantagem pessoal, direta ou indireta, em razão do exercício de seu cargo.
> § 3º As importâncias recebidas com infração ao disposto na alínea c do § 2º pertencerão à companhia.
> § 4º O conselho de administração ou a diretoria podem autorizar a prática de atos gratuitos razoáveis em benefício dos empregados ou da comunidade de que participe a empresa, tendo em vista suas responsabilidades sociais.

O legislador consagrou neste artigo a maneira como o administrador deve pautar seu comportamento em termos gerais, devendo agir tanto para satisfazer as exigências e demandas do bem público e da função social da companhia, bem como buscar a realização do fim e dos interesses da sociedade, sempre de acordo com a lei e o estatuto social.

---

[105] Trecho do voto do Diretor da CVM, Marcos Barbosa Pinto, no âmbito do julgamento do PAS 08/05, realizado em 12.12.2007.

Estes dois pontos estão diretamente ligados com a explicação acima citada das duas faces do interesse social, que gira tanto em torno da sociedade em busca do lucro, como envolta da da coletividade na qual a companhia está inserida.

Do ponto de vista do interesse social visando o bem público e a função social da sociedade, o administrador deverá zelar por aqueles que trabalham na companhia, na comunidade em que esta está inserida, no meio ambiente que está entorno de sua atividade e nas relações com o Estado (União, Estado e Município).

Esta preocupação com o lado social e público que o administrador deve ter, é em razão do contexto no qual as sociedades por ações estão inseridas. Já que movimentam grandes quantidades de recursos financeiros e se relacionam em diversos níveis com situações que importam ao público, como a grande quantidade de trabalhadores que empregar[106], por exemplo.

Já do ponto de vista do interesse social da companhia, o qual visa os fins e o interesse da companhia, este está completamente voltado para a busca do lucro, que segundo o artigo 2º da LSA[107] é o fim da companhia, ou seja, seu objetivo. Para tanto, deverá o administrador promover o desenvolvimento do objeto social da companhia e as atividades que ela irá desempenhar para a obtenção deste lucro.

A função do administrador, neste caso é a de desenvolver, orientar e organizar as atividades que a sociedade se propõem a fazer, da melhor maneira possível, dentro da legalidade e dos

---

[106] A importância com o trabalhador também foi levado para o âmbito do acionista controlador. Tanto que no artigo 117, §1º, "c" da LSA é citado que se o acionista prejudicar os empregados, poderá responder por abuso de poder: "Art. 117. O acionista controlador responde pelos danos causados por atos praticados com abuso de poder.
§ 1º São modalidades de exercício abusivo de poder: (...)
c) promover alteração estatutária, emissão de valores mobiliários ou adoção de políticas ou decisões que não tenham por fim o interesse da companhia e visem a causar prejuízo a acionistas minoritários, aos que trabalham na empresa ou aos investidores em valores mobiliários emitidos pela companhia;"

[107] Art. 2º Pode ser objeto da companhia qualquer empresa de fim lucrativo, não contrário à lei, à ordem pública e aos bons costumes.
§ 1º Qualquer que seja o objeto, a companhia é mercantil e se rege pelas leis e usos do comércio.
§ 2º O estatuto social definirá o objeto de modo preciso e completo.
§ 3º A companhia pode ter por objeto participar de outras sociedades; ainda que não prevista no estatuto, a participação é facultada como meio de realizar o objeto social, ou para beneficiar-se de incentivos fiscais.

limites impostos pelo estatuto social, para que ao final do exercício social haja lucros para serem distribuídos aos seus acionistas.

Esse tipo de função do administrador pode aparentar que sua responsabilidade esteja atrelada com o resultado da companhia, ou seja, ele possui a obrigação de sempre gerar lucros para a companhia e caso isto não aconteça, poderá ser responsabilizado.

No entanto, não é esse o intuito da legislação e muito menos é a definição da doutrina e jurisprudência, como podemos ver nesta decisão da CVM, em trecho do voto do Diretor Eli Loria, no julgamento do PAS nº 25/03, realizado em 25.03.2008:

> Destaque-se que o art. 154, assim como o art. 153, impõe ao administrador uma obrigação de meio e não de fim, de modo que ele não se obriga pelo resultado de sua gestão quando esta for leal e regularmente exercida e o administrador somente será responsabilizado quando atuar com desvio de conduta ou de forma desleal ou omitir-se no exercício de suas atividades.

Portanto, o administrador poderá realizar sua atividade livremente, objetivando suas decisões para que a companhia busque obter lucros, decisões estas que serão orientadas pelos acionistas, em suas definições nas Assembleias Gerais, e limitadas pela lei e estatuto social.

Não podendo, assim, o administrador atuar de maneira intencional para prejudicar a companhia, qualquer acionista ou mesmo tirar vantagens para si, em razão do cargo que ocupa na companhia, pois é no âmbito de sua atuação e na tomada de suas decisões que está sua responsabilidade.

O administrador pode se equivocar numa tomada de decisão, decidir por vender um ativo relevante da companhia, ou investir em determinado produto, por exemplo, mas se estas decisões forem com a intenção gerar prejuízos para a companhia ou atingir diretamente algum acionista ou, ainda, obter uma vantagem econômica para ele, o administrador não estará agindo no interesse social da companhia, devendo ser responsabilizado por seus atos.

Porém se a decisão prejudicou a companhia e/ou os acionistas, mas não foi realizada de maneira pensado, não foi intencional, o administrador estava dentro do seu poder

discricionária de atuação e em busca de alcançar o fim social da companhia, não devendo, desta maneira ser responsabilizado[108].

Analisado o *caput* do artigo 154 da LSA, que trata dos limites e das finalidades do exercício das funções dos administradores, passa-se para a verificação dos parágrafos deste artigo, os quais enumeram situações em que os administradores estarão agindo de forma contrária a sua finalidade, atuando com desvio de poder.

O legislador trouxe para os administradores, neste ponto, que estes devem observar estritamente o interesse social ou o interesse geral da companhia em contraposição aos seus interesses pessoais e de quem os tenham elegido.[109]

O §1º do artigo 154 da LSA[110] não permite que o administrador haja em defesa dos interesses do acionista ou grupo de acionistas que o elegeu, devendo pautar seu comportamento e atitudes para defender os interesses da companhia.

Nesse mesmo sentido são os comentários de Alfredo Lazzareschi, citando ainda Modesto Carvalhosa:

> Os administradores não são mandatários dos grupos que os elegeram, mas órgãos da companhia. Devem agir no interesse dela, e não no do grupo de acionistas que os elegeu. Agem com desvio de poder os administradores que, embora cumprindo as formalidades legais e estatutárias, afastam-se do cumprimento de seus deveres. Todavia, a Lei n. 10.303, de 31.10.2001, alterou de forma significativa essa independência dos administradores: '...nenhuma autonomia terão os administradores doravante, em se tratando de matérias objeto do acordo do voto em bloco, submetidos que estão às diretrizes estabelecidas na reunião prévia da comunhão dos controladores por força do que dispõem os §§ 7º, 8º e 9º do referido art. 118' (Comentários à Lei de Sociedades Anônimas, 3. ed., Saraiva, 2003, 3º v., p. 278).[111]

---

[108] Neste ponto está implícito os argumentos levantados anteriormente sobre o dever de diligência.

[109] PARENTE, Flávia. O dever de diligência dos administradores de sociedades anônimas. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, p. 141.

[110] Art. 154 (...) § 1º O administrador eleito por grupo ou classe de acionistas tem, para com a companhia, os mesmos deveres que os demais, não podendo, ainda que para defesa do interesse dos que o elegeram, faltar a esses deveres.

[111] LAZZARESCHI NETO, Alfredo Sérgio. Lei das Sociedades por Ações anotada. 4ª ed. rev. atual. e ampl. São Paulo: Saraiva, 2012. p. 448.

Portanto, esta regra trata da impossibilidade do administrador beneficiar aquele acionista ou grupo de acionistas que o elegeu, devendo tratar todas igualmente e ainda colocar os interesses da companhia acima de quaisquer outros.

Na prática é muito complicado e difícil de não acontecer esse favorecimento. Ainda mais que no Brasil, ainda, a grande maioria das sociedades anônimas são controladas por um único acionista ou por uma única família, que detém o poder e influencia diretamente os administradores que elegem, isto se não forem eles próprios os administradores.

Por outro lado, o §2º do artigo 154 da LSA elencou explicitamente três proibições[112] aos administradores, as quais não poderão violar:

> Art. 154 (...)
> § 2° É vedado ao administrador:
> a) praticar ato de liberalidade à custa da companhia;
> b) sem prévia autorização da assembléia-geral ou do conselho de administração, tomar por empréstimo recursos ou bens da companhia, ou usar, em proveito próprio, de sociedade em que tenha interesse, ou de terceiros, os seus bens, serviços ou crédito;
> c) receber de terceiros, sem autorização estatutária ou da assembléia-geral, qualquer modalidade de vantagem pessoal, direta ou indireta, em razão do exercício de seu cargo.

Estas proibições são assemelhadas ao conflito de interesse formal, acima explicitado, naquelas matérias que não há controvérsias que os acionistas não poderão votar, tal como a aprovação de contas quando o acionistas também for administrador da companhia, pois neste caso do §2º do artigo 154, nem o estatuto poderá permitir que o administrador incorra nestes atos sem ser punido posteriormente.

A primeira vedação trata da proibição de se praticar atos de liberalidade às custas da companhia. Por ato de liberalidade entende-se aquele praticado de maneira não comutativa, que acaba diminuindo o patrimônio da companhia sem esta receber nenhuma vantagem ou benefício econômico.

---

[112] Alfredo Lazzareschi (LAZZARESCHI NETO, Alfredo Sérgio. Lei das Sociedades por Ações anotada. 4ª ed. rev. atual. e ampl. São Paulo: Saraiva, 2012. p. 448) e Paulo Fernando Campos Salles entendem que estas vedações são meramente exemplificativas (CAMPOS SALLES, Paulo Fernando. O conselho de administração na sociedade anônima. 2ª ed. Rio de Janeiro: Atlas, 1999, p. 57).

Segundo Modesto Carvalhosa:

> (...) os atos de liberalidade constituem fraude à lei e podem ocorrer por ação ou omissão do administrador, de forma direta ou indireta. O que caracteriza objetivamente essa antijuridicidade é a redução do patrimônio social ou a prática de negócio jurídico que, de qualquer forma, impeça o crescimento, imediato ou mediato dele (...).[113]

Exemplos que a doutrina traz de atos de liberalidade são os de renúncia imotivada de direitos, tal como o perdão de dívida, e o oferecimento de garantias em favor de terceiros, que não estão no contexto de nenhuma operação ou atividade da sociedade.

Este tema foi bastante discutido, por exemplo, quando foi publicada matéria no jornal Valor Econômico[114], informando que o Presidente da Coteminas, Josué Gomes da Silva, cedeu o avião da companhia para o então Presidente do Brasil, Luis Inácio Lula da Silva.

Com certeza, que a companhia, de imediato, não recebeu nenhuma compensação em troca pelo uso do avião, mas também não se pode negar que uma aproximação desta com o governo federal, ainda mais com o Presidente, deve ter trazido alguns benefícios para a companhia.

Alguns atos, no entanto, quando se mostrarem razoáveis, poderão ser permitidos pelo Conselho de Administração ou pela Diretoria da companhia, como previsto no §4º do artigo 154 da LSA[115], mas devem ser direcionados para os empregados (assistência médica, alimentar, educacional, etc.) ou para a comunidade (auxílio em empreendimentos culturais, artísticos, assistenciais, etc.) da qual a companhia participa, em razão de suas responsabilidades sociais.

Para Alfredo Lazzareschi, estes não serão considerados atos de liberalidade, mas sim atos gratuitos razoáveis, que trarão um benefício indireto para a companhia, mas que também não poderão ser exagerados e injustificadamente concedidos:

---

[113] CARVALHOSA, Modesto. Comentários à Lei de Sociedades Anônimas, 3. ed., Saraiva, 2003, v. 3, p. 279.
[114] Matéria publicada por Denise Carvalho, em 11.04.2011.
[115] Art. 154 (...)
§ 4º O conselho de administração ou a diretoria podem autorizar a prática de atos gratuitos razoáveis em benefício dos empregados ou da comunidade de que participe a empresa, tendo em vista suas responsabilidades sociais.

> Ato gratuito razoável em benefício dos empregados ou da comunidade de que participa a empresa não se confunde com ato de liberalidade. No ato de liberalidade não há benefício algum para a companhia; já no ato gratuito razoável em benefício dos empregados ou da comunidade de que participa a empresa, há presunção de que haverá algum benefício, ainda que indireto, para a companhia. Mas não podem os administradores dar pensões ou gratificações excessivas e injustificadas aos empregados da companhia, muito menos a estranhos.[116]

O §2º do artigo 154 da LSA ainda veda o administrador de tomar empréstimos de bens ou recursos da companhia para si ou de tirar proveito para si ou para terceiros dos bens ou recursos da sociedade. Esta proibição, inclusive, está tipificada como crime no Código Penal, em seu artigo 177, §1º, inciso III[117].

Por não estar enquadrado na alínea "a" deste parágrafo, a doutrina não trata este caso como um ato de liberalidade, assim, poderá o administrador realizar estes atos se autorizados pela assembleia geral ou pelo conselho de administração da companhia[118], desde que se abstenha de votar e haja uma compensação comutativa para a companhia.

Por fim, a alínea "c" veda o administrador de receber de terceiros, sem expressa autorização estatutária ou da assembleia geral, qualquer tipo de vantagem pessoal, direta ou indireta, em razão do exercício do seu cargo. Caso o administrador receba esta vantagem, os resultados advindos deste ato deverão ser imediatamente transferidos para a companhia, de acordo com o §3º do artigo 154 da LSA[119].

4.2.3. Dever de lealdade

---

[116] LAZZARESCHI NETO, Alfredo Sérgio. Lei das Sociedades por Ações anotada. 4ª ed. rev. atual. e ampl. São Paulo: Saraiva, 2012. pp. 451 e 452.

[117] Art. 177 - Promover a fundação de sociedade por ações, fazendo, em prospecto ou em comunicação ao público ou à assembléia, afirmação falsa sobre a constituição da sociedade, ou ocultando fraudulentamente fato a ela relativo:
Pena - reclusão, de um a quatro anos, e multa, se o fato não constitui crime contra a economia popular.
§ 1º - Incorrem na mesma pena, se o fato não constitui crime contra a economia popular: (...)
III - o diretor ou o gerente que toma empréstimo à sociedade ou usa, em proveito próprio ou de terceiro, dos bens ou haveres sociais, sem prévia autorização da assembléia geral;

[118] Egberto Lacerda e Tavares Guerreiro, acreditam que somente a assembleia geral poderia permitir o administrador a praticar esses atos, pois ele estaria muito próximo do conselho de administração ou da diretoria, podendo influenciá-los a aceitarem suas condições, deixando de lado os interesses sociais (TEIXEIRA, Egberto Lacerda e TAVARES GUERREIRO, José Alexandre. Das sociedades anônimas. v. 2, p. 473.

[119] Art. 154 (...)
§ 3º As importâncias recebidas com infração ao disposto na alínea c do § 2º pertencerão à companhia.

Outro dever destaco na LSA, o qual é importante e uma das bases para criação do Parecer de Orientação CVM nº 35/2008, é o dever de lealdade, que é espelhado no *standard of loyalty* do direito norte-americano.

Por este dever, os administradores devem pautar seus atos e agirem de sempre de boa-fé, visando os interesses da companhia, deixando de lado os seus próprios interesses e os de terceiros, não podendo tirar proveito do cargo que possui para obter benefícios para si ou para terceiros.

Como visto anteriormente, o legislador preferiu não estabelecer um conceito rígido do que venha a ser o dever lealdade ou os demais deveres, mas optou por trazer exemplificações do que seria a quebra desses deveres, e com o artigo 155 da LSA não é diferente:

> Art. 155. O administrador deve servir com lealdade à companhia e manter reserva sobre os seus negócios, sendo-lhe vedado:
> I - usar, em benefício próprio ou de outrem, com ou sem prejuízo para a companhia, as oportunidades comerciais de que tenha conhecimento em razão do exercício de seu cargo;
> II - omitir-se no exercício ou proteção de direitos da companhia ou, visando à obtenção de vantagens, para si ou para outrem, deixar de aproveitar oportunidades de negócio de interesse da companhia;
> III - adquirir, para revender com lucro, bem ou direito que sabe necessário à companhia, ou que esta tencione adquirir.
> § 1º Cumpre, ademais, ao administrador de companhia aberta, guardar sigilo sobre qualquer informação que ainda não tenha sido divulgada para conhecimento do mercado, obtida em razão do cargo e capaz de influir de modo ponderável na cotação de valores mobiliários, sendo-lhe vedado valer-se da informação para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante compra ou venda de valores mobiliários.
> § 2º O administrador deve zelar para que a violação do disposto no § 1º não possa ocorrer através de subordinados ou terceiros de sua confiança.
> § 3º A pessoa prejudicada em compra e venda de valores mobiliários, contratada com infração do disposto nos §§ 1° e 2°, tem direito de haver do infrator indenização por perdas e danos, a menos que ao contratar já conhecesse a informação.
> § 4º É vedada a utilização de informação relevante ainda não divulgada, por qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso, com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem, no mercado de valores mobiliários.

Neste sentido, os incisos do artigo 155 da LSA proíbem o administrador de se aproveitar ou permitir que outros se aproveitem de oportunidades negociais ou de direitos que deveriam ter sido aproveitados pela companhia, caso os administradores tivessem agido lealmente.

Tendo em vista a teoria moderno de direito societário, na qual a vontade da companhia é exteriorizada por seus órgãos de administração e seus administradores presentam a sociedade, se estes vierem a agir deslealmente com a companhia, poderão obter as melhores oportunidades negociais frente a companhia, pois haveria uma confusão de interesses.

Desta forma, e sempre visando atender os interesses da própria companhia, é que o legislador proibiu o administrador de tirar vantagem para si ou para terceiro, em detrimento da companhia, de oportunidades que ele venha a descobrir em razão do cargo e da posição que possui dentro da companhia.

No entanto, esta proibição de aproveitamento de oportunidade de negócios não é absoluta. O administrador não está proibido de seguir sua vida e suas ambições no âmbito pessoal e nos seus negócios. Por isso, há determinadas situações em que não configura a referida vedação, conforme os ensinamento de Nelson Eizirik:

> [P]ara estar caracterizada a infração à lei, a companhia deve ter interesse, real ou potencial, na operação ou deve estar em condições de aproveitá-la.
> Diante disso, conclui-se que em algumas situações, a utilização da oportunidade de negócio pelo administrador não é ilegítima, se a companhia não tiver recursos financeiros para aproveitá-la; se estiver proibida de realizar negócios daquela natureza; se o estatuto da companhia não permitir que ela realize tal negócio; ou se a companhia já houver recusado tal oportunidade que lhe fora previamente oferecida. Daí decorre que a proibição do aproveitamento de oportunidade comercial não é absoluta.[120]

Vale destacar, que por outro lado, há lição de Modesto Carvalhosa, que entende que esta proibição é absoluta: "A proibição de utilização de oportunidades é absoluta, não cabendo aqui apenas o direito de preferência ou procedência da companhia, que não sendo exercido, permitiria ao administrador fazê-lo"[121].

---

[120] EIZIRIK, Nelson et al. Mercado de Capitais – regime jurídico. 3ª ed. revista e ampliada. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. pp. 462 e 463.
[121] CARVALHOSA, Modesto. Comentários à Lei de Sociedades Anônimas, 3. ed., Saraiva, 2003, v. 3, p. 300.

O Colegiado da CVM ao se pronunciar sobre o assunto, trouxe a experiência norte-americana para definir a questão da prova neste tipo de situação, como apresentado no voto da Diretora Norma Parente, no julgamento do processo administrativo nº RJ2004/5494, realizado em 16.12.2004:

> Assim, com base na doutrina e jurisprudencial norte-americana, tem-se entendido que, para que fique caracterizada a usurpação de oportunidade comercial pelo administrador, basta que a companhia tenha um interesse real ou potencial na transação. Com isso, transferiu-se ao administrador interessado o ônus de provar, através de metodologia apropriada – elaboração de estudos, laudos, pareceres, etc. –, a legitimidade da utilização da oportunidade comercial.

Além desta proibição de aproveitamento de oportunidade comercial em detrimento da companhia (inciso I, artigo 155 da LSA), os outros dois incisos deste mesmo artigo não permitem que o administrador (a) se omita em situações claras que poderão fazer com que a companhia perca oportunidades ou deixe de ganhar determinada vantagem, e (b) revenda com lucro, bem ou direito que ele tem conhecimento que é de necessidade da companhia.

Essas três hipóteses, como ensina Fran Martins, são exemplificativas:

> Os fatos citados nos n. I, II e III são meramente exemplificativos; naturalmente, dentro dos poderes que o administrador possuir, muitos outros podem ser por ele praticados, em decorrência da função desempenhada na sociedade, e que sejam prejudiciais a esta.[122]

Dentro do dever de lealdade, o legislador incorporou outro dever, o de sigilo, não permitindo que o administrador, neste caso de companhia aberta, divulgue ou repasse qualquer informação sigilosa da companhia, que ainda não tenha sido divulgada para o conhecimento do mercado e que foi obtida em razão do cargo ou posição que ocupa dentro da sociedade. Esta informação deverá ser capaz de influir de maneira ponderável na cotação das ações desta companhia no mercado.

---

[122] MARTINS, Fran. Comentários à lei das sociedades anônimas. v. 2. t. 1. São Paulo: Forense, 1978. p. 383.

O sigilo informacional é um dos princípios de mercado de capitais, pois o desequilíbrio de informações gera um mercado altamente desconfiável, que não atrairá investidores, que terão receio de perder dinheiro por ações ou omissos delituosas.

Nesta linha, está trecho do voto do Diretor da CVM Wladimir Castelo Branco, durante o julgamento do PAS nº 11/04, realizado em 13.12.2005:

> (...) comprovada a posse de informação relevante ainda não divulgada, incide o dever de abstenção previsto originalmente no art. 155, §1º, segunda parte, da Lei n. 6.404/76. Esse dever de abstenção decorre do princípio da igualdade de acesso às informações sobre os emissores de valores mobiliários, que informa o regime de divulgação de informações e que tem como objetivo equalizar o acesso à informação como instrumento de proteção do público investidor, sob a premissa de que a utilização da informação privilegiada é indesejável. Cuida-se, portanto, de uma garantia fundamental da confiabilidade geral do mercado.

Ainda de posse desta informação sigilosa, também chamada de privilegiada, e não divulgada ao mercado, outra vedação imposta pela lei, é que o administrador não poderá fazer uso dessa informação sigilosa para obter vantagens ou deixar de ter prejuízos, mediante a compra e venda de valores mobiliários da companhia.

Esta é a consagração legislativa da proibição do *insider trading* no Brasil, o qual, inclusive, é crime, segundo o artigo 27-D da Lei nº 6.385/76[123], que poderá levar o responsável há pena de prisão.

Leães, o doutrinador pioneiro sobre a matéria no direito brasileiro, conceituou o *insider trading* da seguinte maneira: "insider trading, isto é, o aproveitamento de informações reservadas sobre a sociedade emissora de títulos, em detrimento dos demais acionistas, que as ignoram"[124].

---

[123] Art. 27-D. Utilizar informação relevante ainda não divulgada ao mercado, de que tenha conhecimento e da qual deva manter sigilo, capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida, mediante negociação, em nome próprio ou de terceiro, com valores mobiliários:
Pena – reclusão, de 1 (um) a 5 (cinco) anos, e multa de até 3 (três) vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime.

[124] LEÃES, Luiz. Gastão Paes de Barros. Mercado de capitais – *insider trading*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1982. p. 149.

Somente após a disseminação da informação, da maneira correta – divulgação, principalmente, através de fato relevante, o qual é regulado pela Instrução CVM nº 358/2002 – é que o administrador ou quem estiver da posse de informação privilegiada, poderá voltar a negociar com as ações de emissão da companhia, ou seja, tanto as pessoas de dentro da companhia (*insider* primário), como as pessoas fora da companhia (*insider* secundário ou *tippee*) podem ter acesso, de alguma maneira a uma informação sigilosa e tentar tirar proveito desta informação no mercado acionário para obter vantagens.

Nesse mesmo sentido, verifica-se o voto da Diretora da CVM Norma Parente, no julgamento do PAS 06/2003, realizado em 14.09.2005:

> Todo aquele que, em razão de sua relação com a companhia, tem acesso a informações privilegiadas sobre a situação e os negócios desta companhia pode ser *insider*. Os exemplos mais nítidos de *insider* são: os administradores, membros do conselho fiscal ou de órgãos estatutários com ingerência sobre a gestão, acionistas controladores e quaisquer subordinados a estas pessoas. Também são abarcados por esta definição prestadores de serviços e até pessoas que por mero acaso se tornem conhecedoras de informações privilegiadas. No plano conceitual, os *insiders* distinguem-se dos *tippees*. Aqueles possuem acesso direto a informações privilegiadas. Já os *tippees* as obtêm devido às dicas repassadas pelos *insiders*, que neste caso também funcionam como *tippers*. Há de se deixar claro, porém, que tanto um como outro podem vir a incorrer no uso indevido de informação privilegiada. Com efeito, qualquer um que possua informação privilegiada é um potencial ativo deste ilícito.

4.2.4. Dever de não ter conflitos com a companhia

O artigo 156 da LSA traz a questão do conflito de interesses do administrador, o qual está vedado de intervir em qualquer situação da companhia que venha a ter algum interesse:

> Art. 156. É vedado ao administrador intervir em qualquer operação social em que tiver interesse conflitante com o da companhia, bem como na deliberação que a respeito tomarem os demais administradores, cumprindo-lhe cientificá-los do seu impedimento e fazer consignar, em ata de reunião do conselho de administração ou da diretoria, a natureza e extensão do seu interesse.
> § 1º Ainda que observado o disposto neste artigo, o administrador somente pode contratar com a companhia em condições razoáveis ou eqüitativas, idênticas às que prevalecem no mercado ou em que a companhia contrataria com terceiros.

> § 2º O negócio contratado com infração do disposto no § 1º é anulável, e o administrador interessado será obrigado a transferir para a companhia as vantagens que dele tiver auferido.

Sobre a expressão "intervir", mister se faz verificar a lição de Lazzareschi sobre o assunto:

> 'Intervir' significa representar a companhia em ato ou contrato celebrado com o próprio representante-administrador ou exercer o voto em deliberação que a respeito tomarem os demais administradores. Em outras palavras, o art. 156 impõe ao administrador interessado no negócio o dever de abstenção na representação e deliberação.

Portanto, a lei proíbe, de forma clara, que sempre que o administrador tiver algum interesse pessoal sobre alguma deliberação que for ser tomada pela sociedade ou se ele for contraparte de alguma negócio que a companhia esteja envolvida, este não poderá participar do processo de votação ou se envolver nas tratativas sobre a negociação, devendo se abster absolutamente.

A seara do conflito de interesses é bastante problemática, polêmica e discutida, como visto acima, quando se tratou do conflito de interesses dos acionistas. No campo dos administradores também há defensores das duas teses, do conflito formal e do conflito substancial.

Em favor da análise do conflito *a posteriori* está, por exemplo Luiz Gastão Paes de Barros, que emitiu a seguinte opinião:

> Inicialmente, cumpre advertir que a configuração dos interesses conflitantes é de natureza substancial, e não meramente formal, como a significar a posição das partes contrastantes, que de resto existe em todo contrato bilateral ou sinalagmático. (...) Daí porque o art. 156 dispõe, em seu §2º, que o negócio contratado é anulável (não nulo), sendo o administrador interessado 'obrigado a transferir para a companhia as vantagens que dele tiver auferido'.[125]

Por outro lado, a CVM firmou posicionamento de que o conflito de interesses regrado no artigo 156 da LSA é um conflito formal, conforme se verifica, por exemplo, do voto do

[125] LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. Estudos e pareceres sobre sociedades anônimas. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1989. p. 32.

Diretor Wladimir Castelo Branco, no julgamento do processo nº RJ2004/5494, realizado em 16.12.2004:

> Da análise do disposto no §1º do artigo 156 da Lei 6.404/76 acima transcrito, pode-se concluir que no caso dos administradores é vedada a participação do administrador em qualquer tratativa ou deliberação referente a uma determinada operação em que figure como contraparte da companhia ou pela qual seja beneficiado. (...) Conclui-se, portanto, que o conflito de interesses é, no caso do art. 156 da Lei nº 6.404/76, presumido, isto é, independe da análise do caso concreto a sua aplicação, restando os administradores da companhia impedidos de participar de qualquer tratativa ou deliberação referente a uma determinada operação em que figure como contraparte da companhia ou pela qual seja beneficiado, independentemente se está a se perseguir o interesse social ou não.

Havendo este conflito de interesses do administrador em face do interesse da companhia, este deverá se abster de participar das deliberações sociais, cientificando os demais conselheiros do motivo que está impedido de exercer seu direito a voto, fazendo constar sua proibição em ata.

Por fim, verificado que o administrador atuou em conflito de interesses, o ato irregular é passível de anulação, devendo o administrador ressarcir a companhia nas vantagens que obteve do ato ilícito.

4.2.5. Dever de informar

O último dever listado explicitamente na lei é o dever de informar, o qual está disposto no artigo 157 da LSA:

> Art. 157. O administrador de companhia aberta deve declarar, ao firmar o termo de posse, o número de ações, bônus de subscrição, opções de compra de ações e debêntures conversíveis em ações, de emissão da companhia e de sociedades controladas ou do mesmo grupo, de que seja titular.
> § 1º O administrador de companhia aberta é obrigado a revelar à assembléia-geral ordinária, a pedido de acionistas que representem 5% (cinco por cento) ou mais do capital social:
> a) o número dos valores mobiliários de emissão da companhia ou de sociedades controladas, ou do mesmo grupo, que tiver adquirido ou

> alienado, diretamente ou através de outras pessoas, no exercício anterior;
> b) as opções de compra de ações que tiver contratado ou exercido no exercício anterior;
> c) os benefícios ou vantagens, indiretas ou complementares, que tenha recebido ou esteja recebendo da companhia e de sociedades coligadas, controladas ou do mesmo grupo;
> d) as condições dos contratos de trabalho que tenham sido firmados pela companhia com os diretores e empregados de alto nível;
> e) quaisquer atos ou fatos relevantes nas atividades da companhia.
> § 2º Os esclarecimentos prestados pelo administrador poderão, a pedido de qualquer acionista, ser reduzidos a escrito, autenticados pela mesa da assembléia, e fornecidos por cópia aos solicitantes.
> § 3º A revelação dos atos ou fatos de que trata este artigo só poderá ser utilizada no legítimo interesse da companhia ou do acionista, respondendo os solicitantes pelos abusos que praticarem.
> § 4º Os administradores da companhia aberta são obrigados a comunicar imediatamente à bolsa de valores e a divulgar pela imprensa qualquer deliberação da assembléia-geral ou dos órgãos de administração da companhia, ou fato relevante ocorrido nos seus negócios, que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia.
> § 5º Os administradores poderão recusar-se a prestar a informação (§ 1º, alínea e), ou deixar de divulgá-la (§ 4º), se entenderem que sua revelação porá em risco interesse legítimo da companhia, cabendo à Comissão de Valores Mobiliários, a pedido dos administradores, de qualquer acionista, ou por iniciativa própria, decidir sobre a prestação de informação e responsabilizar os administradores, se for o caso.
> § 6º Os administradores da companhia aberta deverão informar imediatamente, nos termos e na forma determinados pela Comissão de Valores Mobiliários, a esta e às bolsas de valores ou entidades do mercado de balcão organizado nas quais os valores mobiliários de emissão da companhia estejam admitidos à negociação, as modificações em suas posições acionárias na companhia.

Este é um dever voltado apenas para os administradores de companhias abertas, por determinação legal, pois este artigo visa abrir as informações sobre a companhia e a posição dos administradores em relação aos valores mobiliários emitidos pela companhia, complementando, principalmente, a questão do *insider trading* discutida acima, quando se abordou o dever de lealdade.

Consagra-se neste artigo um dos mais importantes princípios do mercado de capitais, que é o do *full disclosure*, pelo qual as informações sobre a companhia, quando não sigilosas, devem

estar sempre disponíveis ao mercado, devendo ser corretas, verdadeiras e completas essas informações.

Sobre este princípio, Nelson Eizirik ensina:

> O princípio do *disclosure* baseia-se na presunção de que uma vez adequadamente provido das informações relevantes sobre a companhia e sobre os títulos emitidos, o investidor tem condições de avaliar o mérito do empreendimento e a qualidade dos papéis.
> O postulado básico da regulação do mercado de capitais, assim, é o de que o investidor estará protegido na medida em que lhe sejam prestadas todas as informações relevantes a respeito das companhias com os títulos publicamente negociados.[126]

Neste princípio, como visto, incluem-se as informações sobre a companhia e sobre como os administradores estão negociando os valores mobiliários que detém da companhia.

Sob o prisma das negociações realizadas pelos administradores há dois efeitos: (i) a tentativa de prevenção ao *insider trading*, buscando controlar a movimentação acionária dos administradores; e (ii) a identificação do administrador como um acionista relevante, principalmente se ele é o controlador.

Alguns estudiosos e investidores tentam utilizar esta abertura de informações para estudarem estas movimentações feitas pelos administradores de companhias e tomarem suas decisões de investimento em ações, uma vez que acreditam que ninguém melhor que o administrador para saber o ruma e os acontecimentos dentro da companhia e o provável futuro dela. Portanto, se há uma tendência de compra de ações por parte dos administradores, estes investidores seguem este caminho; caso percebam que os administradores estão vendendo as ações da companhia, eles acabam partindo para a mesma direção.

Este tipo de estratégia inclusive é citada no artigo escrito por Danilo Gregório, no qual afirma que: "[o]bservar as transações feitas por figuras estratégicas, como CEOs e CFOs, dentro das próprias companhias, pode render dicas valiosas"[127].

---

[126] EIZIRIK, Nelson et al. Mercado de Capitais – regime jurídico. 3ª ed. revista e ampliada. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. P 485.
[127] GREGÓRIO, Danilo. *O lado B do insider trading*. Revista Capital Aberto, edição junho de 2007. p. 31.

Seguindo esta orientação legislativa, a CVM introduziu, através de sua Instrução nº 358/2002, obrigação aos administradores das companhias abertas a necessidade de informar e fazer com que a companhia disponibilize mensalmente a quantidade de ações que seus administradores possuem, em regulamentação ao §6º do artigo 157 da LSA.

Analisando agora o outro objetivo trazido por este artigo 157 da LSA, que é o da divulgação de informações sobre a companhia, o legislador introduziu a necessidade de divulgação de das informações sempre que houver "qualquer deliberação da assembléia-geral ou dos órgãos de administração da companhia, ou fato relevante ocorrido nos seus negócios, que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia".

Este é o chamado fato relevante, que também está regrado e regulamentado na Instrução CVM nº 358/2002, que de acordo com seu artigo 2º, fato relevante seria qualquer decisão de acionista controlador, deliberação da assembleia geral ou dos órgãos de administração da companhia aberta, ou qualquer outro ato ou fato de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro ocorrido ou relacionado aos seus negócios que possa influir de modo ponderável: (I) na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados; (II) na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários e; (III) na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados[128].

---

[128] A título exemplificativo a Instrução nº 358/02 enumera diversas possibilidades de atos ou fatos considerados relevantes: I - assinatura de acordo ou contrato de transferência do controle acionário da companhia, ainda que sob condição suspensiva ou resolutiva;
II - mudança no controle da companhia, inclusive através de celebração, alteração ou rescisão de acordo de acionistas;
III - celebração, alteração ou rescisão de acordo de acionistas em que a companhia seja parte ou interveniente, ou que tenha sido averbado no livro próprio da companhia;
IV - ingresso ou saída de sócio que mantenha, com a companhia, contrato ou colaboração operacional, financeira, tecnológica ou administrativa;
V - autorização para negociação dos valores mobiliários de emissão da companhia em qualquer mercado, nacional ou estrangeiro;
VI - decisão de promover o cancelamento de registro da companhia aberta;
VII - incorporação, fusão ou cisão envolvendo a companhia ou empresas ligadas;
VIII - transformação ou dissolução da companhia;
IX - mudança na composição do patrimônio da companhia;
X - mudança de critérios contábeis;
XI - renegociação de dívidas;
XII - aprovação de plano de outorga de opção de compra de ações;
XIII - alteração nos direitos e vantagens dos valores mobiliários emitidos pela companhia;
XIV - desdobramento ou grupamento de ações ou atribuição de bonificação;

Portanto, há um dever de divulgar o fato relevante sempre que uma informação tenha o poder de alterar uma decisão de investimento de um investidor racional, mesmo que esta alteração de decisão ou a influência no preço da ação venha de fato ocorrer.

Entretanto, há um dispositivo na Instrução CVM nº 358/02[129] e o próprio §5º do artigo 157 da LSA, permitem a não divulgação de um fato relevante em uma situação excepcional, quando os acionistas controladores ou os administradores entenderem que sua revelação colocará em risco interesse legítimo da companhia.

Porém, essa exceção criada é muito frágil, pois uma vez que a informação confidencial e relevante escapar ao controle ou se ocorrer oscilação atípica na cotação, preço ou quantidade negociada dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados, os acionistas controladores ou administradores, diretamente ou através do Diretor de Relações com Investidores, deverão divulgar imediatamente o fato relevante.

4.3. Responsabilidade dos administradores

Decorrente desses deveres, os administradores, consequentemente possuem suas responsabilidades caso venham a descumprí-los, e se isto vier acontecer, poderá causar prejuízos tanto para a companhia, os acionistas, como para terceiros.

XV - aquisição de ações da companhia para permanência em tesouraria ou cancelamento, e alienação de ações assim adquiridas;
XVI - lucro ou prejuízo da companhia e a atribuição de proventos em dinheiro;
XVII - celebração ou extinção de contrato, ou o insucesso na sua realização, quando a expectativa de concretização for de conhecimento público;
XVIII - aprovação, alteração ou desistência de projeto ou atraso em sua implantação;
XIX - início, retomada ou paralisação da fabricação ou comercialização de produto ou da prestação de serviço;
XX - descoberta, mudança ou desenvolvimento de tecnologia ou de recursos da companhia;
XXI - modificação de projeções divulgadas pela companhia;
XXII - impetração de concordata, requerimento ou confissão de falência ou propositura de ação judicial que possa vir a afetar a situação econômico-financeira da companhia.

[129] Art. 6º Ressalvado o disposto no parágrafo único, os atos ou fatos relevantes podem, excepcionalmente, deixar de ser divulgados se os acionistas controladores ou os administradores entenderem que sua revelação porá em risco interesse legítimo da companhia.
Parágrafo único. As pessoas mencionadas no *caput* ficam obrigadas a, diretamente ou através do Diretor de Relações com Investidores, divulgar imediatamente o ato ou fato relevante, na hipótese da informação escapar ao controle ou se ocorrer oscilação atípica na cotação, preço ou quantidade negociada dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados.

No caso das operações de reorganização societária, como visto anteriormente, os potenciais prejudicados são os acionistas minoritários, que poderão sofrer prejuízos dependendo de como a relação de troca de ações é estabelecida entre as sociedades envolvidas na operação.

Neste caso, o administrador acaba agindo exclusivamente no interesse do acionista controlador para favorecê-lo e esquece do seu dever de agir sempre no interesse da companhia, não importando quem foi o acionista que o elegeu ou quem é que tem o controle da sociedade.

Sendo assim, o administrador está agindo intencionalmente para prejudicar um acionista, ou seja, pratica uma conduta dolosa, que na visão da lei societária corresponde à culpa civil (art. 186, CC[130]).[131]

Com esta visão, o acionista prejudicada, pode vir a pleitear uma indenização do administrador, sendo que o ônus da prova irá recair sobre ele, pois deverá compravar no caso concreto que sofreu prejuízos e que deliberadamente foi a intenção do administrador (art. 333, I, CPC[132]).

Portanto, é importante que os administradores cumpram seus deveres e seguim os parâmetros estabelecidos pela CVM para que as operações de reorganizações societárias sejam corretas, transparentes e comutativas, pois, caso contrário, além de correrem o risco de sofrem penalidades no âmbito administrativo, poderão também ter que ressarcir os acionistas que se sentiram lesados.

4.4. O Parecer de Orientação CVM nº 35/2008

Após traçar o contexto no qual este Parecer de Orientação foi criado e fazer uma breve análise dos deveres que os administradores, tendo em vista que este é o principal tema deste

---

[130] Art. 186. Aquele que, por ação ou omissão voluntária, negligência ou imprudência, violar direito e causar dano a outrem, ainda que exclusivamente moral, comete ato ilícito.

[131] Conforme: VON ADAMEK, Marcelo Vieira. Responsabilidade civil dos administradores de S/A e as ações correlatas. São Paulo: Saraiva, 2009. p. 213.

[132] Art. 333. O ônus da prova incumbe:
I - ao autor, quanto ao fato constitutivo do seu direito;

documento, é possível analisar as orientações sugeridas pela CVM para as operações entre sociedades controladoras e controladas ou sob controle comum.

A figura do administrador se tornou o centro deste Parecer de Orientação, pois é ele quem se envolve diretamente com a negociação da operação, definindo livremente os valores e a relação de troca de ações entre as sociedades envolvidas.

Como o acionista controlador é o mesmo em ambas as pontas da operação, e os administradores, em sua maioria, são indicados por ele, sua influência é muito grande, o que leva a se suspeitar da ocorrência de um tratamento benéfico a este controlador.

Sobre essa influência do acionista controlador sobre os administradores, Marcelo Bertoldi disserta:

> Como se sabe as decisões nas sociedades anônimas são tomadas pela assembléia geral, levando-se em conta o fato de que quem detém a maioria dos votos alcança o controle da sociedade, elegendo os seus diretores, os membros do conselho fiscal, a diretoria. Por via de conseqüência, influi profundamente no andamento da sociedade, não só no que diz respeito à política geral de condução dos negócios, como também no seu dia a dia, já que o controlador exerce forte ascensão sobre os administradores por ele nomeados.[133]

Reforçando este entendimento, surge sempre como forte crítica, a possibilidade legal deste controlador poder votar na assembleia das duas sociedades, em um potencial conflito de interesses na operação, o que acaba gerando um possível tratamento desfavorável que pode prejudicar os acionistas minoritários, já que nem sempre o direito de recesso é suficiente para reparar estes prováveis danos.

Desta forma, a CVM resolveu procurar uma solução olhando o problema sob outro foco, já que olhando pelo lado dos acionistas a lei não lhe permitia muitas manobras, apesar de já ter avançado com o Parecer de Orientação nº 34/2006.

---

[133] BERTOLDI, Marcelo M. O poder de controle na sociedade anônima – alguns aspectos. Revista do Programa de Mestrado em Direito Negocial da UEL. v. 7/8 Paraná: Scientia Iuris, 2003/2004. p. 53.

Em vista desta atuação central dos administradores durante as operações societárias que envolvem o artigo 264 da LSA, a CVM resolveu orientá-los de como proceder quando houver situações nesta seara, ressaltando a importância de cumprirem com seus deveres fiduciários.

Assim, ao negociar uma operação de fusão, incorporação ou incorporação de ações, os administradores devem agir com diligência e lealdade à companhia que administram, zelando para que a relação de troca e demais condições do negócio observem condições estritamente comutativas.

Estes deveres dos administradores, como visto anteriormente, estão dispostos nos artigos 153 a 154 da LSA e são tratados assim pela CVM:

> (..) o art. 153 da lei disciplina a forma como os administradores devem buscar essa finalidade: com "o cuidado e diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração dos próprios negócios". Por conseguinte, os administradores das controladas devem negociar as operações de fusão, incorporação e incorporação de ações com a mesma prudência, cautela e, sobretudo, empenho que negociariam uma operação similar envolvendo uma empresa da qual fossem os únicos proprietários.
>
> O art. 154 da Lei nº 6.404, de 1976, prevê que o administrador deve exercer suas funções "para lograr os fins e no interesse da companhia", sendo-lhe vedado faltar a esse dever "para a defesa dos interesses dos que o elegeram". Da mesma forma, o art. 155 determina que o administrador deve "lealdade à companhia" e não a terceiros. Portanto, os administradores das controladas devem negociar as operações de fusão, incorporação e incorporação de ações em benefício de todos os seus acionistas e não apenas do controlador.[134]

Por fim, a CVM ainda se utiliza do artigo 245[135] da LSA, que trata da obrigação do administrador zelar para que as operações que envolvem sociedades coligadas, controladora ou controlada ocorram de maneira comutativa, o que significa que nas operações regradas pelo artigo 264 da LSA, os administradores devem negociar uma relação de troca equitativa para os acionistas das companhias envolvidas, devendo refletir o valor de cada uma delas e repartindo entre elas os potenciais ganhos obtidos com a operação.

---

[134] Parecer de Orientação CVM nº 35/2008.

[135] Art. 245. Os administradores não podem, em prejuízo da companhia, favorecer sociedade coligada, controladora ou controlada, cumprindo-lhes zelar para que as operações entre as sociedades, se houver, observem condições estritamente comutativas, ou com pagamento compensatório adequado; e respondem perante a companhia pelas perdas e danos resultantes de atos praticados com infração ao disposto neste artigo.

Para cumprir com estes deveres e obrigações, os administradores, segundo a CVM, deverão instituir procedimentos e tomar medidas para garantir uma negociação independente. O resultado disso será, consequentemente, a comutatividade da operação e o cumprimento dos deveres fiduciários pelos administradores.

A CVM estabelece uma rotina, a qual entende ser a mais adequada para os procedimentos das operações que são tratadas no artigo 264 da LSA:

> i) a relação de troca e demais termos e condições da operação devem ser objeto de negociações efetivas entre as partes na operação;
> ii) o início das negociações deve ser divulgado ao mercado imediatamente, como fato relevante, a menos que o interesse social exija que a operação seja mantida em sigilo;
> iii) os administradores devem buscar negociar a melhor relação de troca e os melhores termos e condições possíveis para os acionistas da companhia;
> iv) os administradores devem obter todas as informações necessárias para desempenhar sua função;
> v) os administradores devem ter tempo suficiente para desempenhar sua função;
> vi) as deliberações e negociações devem ser devidamente documentadas, para posterior averiguação;
> vii) os administradores devem considerar a necessidade ou conveniência de contratar assessores jurídicos e financeiros;
> viii) os administradores devem se assegurar de que os assessores contratados sejam independentes em relação ao controlador e remunerados adequadamente, pela companhia;
> ix) os trabalhos dos assessores contratados devem ser devidamente supervisionados;
> x) eventuais avaliações produzidas pelos assessores devem ser devidamente fundamentadas e os respectivos critérios, especificados;
> xi) os administradores devem considerar a possibilidade de adoção de formas alternativas para conclusão da operação, como ofertas de aquisição ou de permuta de ações;
> xii) os administradores devem rejeitar a operação caso a relação de troca e os demais termos e condições propostos sejam insatisfatórios;
> xiii) a decisão final dos administradores sobre a matéria, depois de analisá-la com lealdade à companhia e com a diligência exigida pela lei, deve ser devidamente fundamentada e documentada; e
> xiv) todos os documentos que embasaram a decisão dos administradores devem ser colocados à disposição dos acionistas, na forma do art. 3° da Instrução CVM n° 319, de 3 de dezembro de 1999.[136]

[136] Parecer de Orientação CVM nº 35/2008.

Dentre esses procedimentos, alguns merecem destaque devido a sua inovação. O primeiro deles é a recomendação de divulgação de fato relevante no início das negociações, uma vez que a Instrução CVM nº 319/99 permite que a divulgação seja feita até 15 (quinze) dias antes da data da realização da assembleia geral que deliberar sobre as condições da operação societária, bem como do protocolo e da justificação, claro que ressalvando casos em que a informação escape de controle antes desse período e o fato relevante seja necessário ser publicado antes.

A contratação de assessores externos para produção de laudos de avaliação e pareceres técnicos é outra novidade, pois apesar da LSA em seu artigo 264. já constar a necessidade de avaliação, ela se limita a exigência da avaliação do patrimônio líquido das ações da controladora e da controlada por 3 (três) peritos ou empresa especializada, e neste caso o Parecer de Orientação busca trazer a opinião de terceiros independentes para elaborar avaliações outras, que não as exigidas por lei, bem como pareceres sobre legalidades dos procedimentos adotados e de como será feita a reorganização societária das companhias envolvidas.

Outra recomendação inovadora se trata da ponderação que os administradores devem fazer para considerar a possibilidade de adoção de formas alternativas para conclusão da operação, como ofertas de aquisição ou de permuta de ações. Isso ocorre, pois a comutatividade e as regras que envolvem esses tipos de operações são mais protetivas aos acionistas minoritários, tendo em vista, talvez, a necessidade de implementação de uma oferta pública para efitivá-las.

Por fim, as demais regras estão ligadas muito mais ao bom senso dos administradores e regras de boa governança corporativa, tais como, por exemplo a não aprovação de casos em que a relação de troca e os demais termos e condições propostos sejam insatisfatórios ou a necessidade de efeitiva negociação dos termos e valores pelos administradores e a disponibilidade dos administradores para que dediquem tempo suficiente em suas funções.

Para colocar em prática essa toda rotina, o conselho de administração de cada companhia deveria optar por formar um comitê especial independente que teria poderes para negociar a operação e posteriormente submeter a sua recomendação para o próprio conselho de administração, que com base no trabalho desenvolido por este comitê estaria melhor

embasado para tomar uma decisão independente sobre a negociação da operação e para estabelecer parâmetros justos para a relação de troca de ações.

Esses poderes que o comitê especial independente são dotados, para parte da doutrina, não poderiam existir, pois a LSA permite apenas a existência de órgãos consultivos, sendo que o poder para realizar negociações e estabelecer os parâmetros da relação de troca de ações deveria ficar a cargo dos administradores das companhias. Estes argumentos estão baseados nos artigos 138, §1º; 139; 142, inc. I; e 163, inc. III.[137]

Contrário a este posicionamento o Diretor Marcos Barbosa Pinto, durante análise do processo administrativo nº RJ2009/13179, julgado em 09.09.2010, se manifestou da seguinte forma:

> Os administradores e os controladores relutam em conferir real poder de negociação para os comitês especiais. É claro que esse poder não deve ser absoluto, pois isso poderia implicar delegação de competências vedada por lei. Mas é essencial que os comitês tenham poderes suficientes para realmente negociar as condições da operação, ainda que suas decisões estejam sujeitas à aprovação do conselho de administração. Sem isso, os membros do comitê assumem o papel de meros avaliadores, que pouco agregam em termos de proteção aos acionistas minoritários.

Sobre a função do comitê especial independente, a CVM se pronunciou sobre o assunto ao analisar fato relevante divulgado por Sadia S.A. e Perdigão S.A., que anunciaram, em 19.05.2009, os termos de um acordo de associação entre as duas companhias e a HFF Participações S.A., sociedade *holding* que viria a se tornar titular da maioria das ações com direito a voto da Sadia, a qual, na sequência teria suas ações incorporadas pela Perdigão S.A., que no fim incorporaria também as ações da Sadia S.A.:

---

[137] Art. 138. A administração da companhia competirá, conforme dispuser o estatuto, ao conselho de administração e à diretoria, ou somente à diretoria.
§ 1º O conselho de administração é órgão de deliberação colegiada, sendo a representação da companhia privativa dos diretores.
Art. 139. As atribuições e poderes conferidos por lei aos órgãos de administração não podem ser outorgados a outro órgão, criado por lei ou pelo estatuto.
Art. 142. Compete ao conselho de administração:
I - fixar a orientação geral dos negócios da companhia;
Art. 163. Compete ao conselho fiscal: (...)
III - opinar sobre as propostas dos órgãos da administração, a serem submetidas à assembléia-geral, relativas a modificação do capital social, emissão de debêntures ou bônus de subscrição, planos de investimento ou orçamentos de capital, distribuição de dividendos, transformação, incorporação, fusão ou cisão;

> O colegiado da CVM entende que o Parecer de Orientação nº 35/08 é aplicável a toda e qualquer incorporação de controlada. Como a incorporação da Sadia pela Perdigão ocorrerá após a incorporaçao da HFF, momento em que Perdigão já será controladora de Sadia, a operação em questão é uma incorporação de controlada sujeita às recomendações do parecer.
> 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.
> Todavia, caso as companhias comuniquem ao mercado que instalarão o comitê especial "nos termos do Parecer de Orientação nº 35/08", seus administradores devem observar de fato os termos do parecer acerca da composição e função do referido comitê. Conduta diversa não seria compatível com os deveres de informação e lealdade previstos nos arts. 155 e 157 da Lei nº 6.404/76.
> 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.[138]

A composição deste comitê também é sugerida pela CVM, no seguinte formato:

> 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, para os fins do art. 160 da Lei nº 6.404, de 1976; ou
> iii) comitê composto por: (a) um administrador escolhido pela maioria do conselho de administração; (b) um conselheiro eleito pelos acionistas não-controladores; e (c) um terceiro, administrador ou não, escolhido em conjunto pelos outros dois membros.

Cabe destacar que a independência do membro do comitê especial independente será verificada caso a caso, mas o terá presunção de independente aquele membro que seguir os requisitos do “conselheiro independente” definido pelo regulamento do Novo Mercado[139].

---

[138] Disponível em http://www.cvm.gov.br/port/infos/BRF%20-%20Final1.asp. Acesso em 12.06.2013.

[139] “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 (três) 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 (três) anos, empregado ou diretor da Companhia, do Acionista Controlador ou de

Alternativamente a constituição de um comitê para negociar a operação, a administração conjuntamente com o acionista controlador poderão condicionar a aprovação da operação somente se a maioria dos acionistas não-controladores, inclusive aqueles titulares de ações sem direito a voto ou com restrição a voto aprovarem a negociação feita pelos administradores.

Esta última alternativa confronta diretamente com o princípio majoritário do direito societário, pelo qual prevalecerá na assembleia geral a decisão da maioria dos acionistas com direito a voto e mesmo aqueles que votaram no sentido contrário da deliberação que prevaleceu deverá acatar e incidirão os efeitos desta decisão sobre ele.

Estas duas alternativas, de acordo com o Parecer de Orientação, são opções trazidas de experiências internacionais, principalmente do direito norte-americano[140], avaliadas pela CVM que poderiam se encaixar para o direito societário brasileiro.

Ao final do Parecer de Orientação, a CVM declara que estes procedimentos, em seu entendimento, são os mais adequados para dar cumprimento aos deveres fiduciários dos administradores previstos nos artigos 153, 154, 155 e 245 da LSA. Contudo, estes procedimentos não são exclusivos e nem exaustivos, podendo as companhias e suas administrações inovarem quanto ao tema, desde que o resultado da operação seja comutativa e que os administradores tenham cumprido com seus deveres.

---

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, em magnitude que implique perda de independência; (vi) não ser cônjuge ou parente até segundo grau de algum administrador da Companhia; e (vii) não receber outra remuneração da Companhia além daquela relativa ao cargo de conselheiro (proventos em dinheiro oriundos de participação no capital estão excluídos desta restrição).

[140] Sobre a importação de modelos jurídicos, destaca-se lição de Calixto Salomão sobre o assunto: "Os países em desenvolvimento em geral e os da América Latina em particular padecem de um grave problema em seus sistemas econômicos. A importação de modelos. No campo societário essa importação leva a um sério problema de identidade. Realidades econômicas díspares não podem ter as mesmas estruturas empresariais. Caso se pretenda aproximar as realaidades econômicas, então com mais razão ainda é preciso dar conformações estruturais distintas ao meio empresarial para que este se possa organizar. Assim, não é possível transportar para o Brasil a estrutura societária anglo-saxã, onde a importância do mercado de capitais e a diluição do poder societário funcionam como elemento organizador natural para as sociedades, garantindo a autonomia dos administradores e promovendo a cooperação entre os sócios". (SALOMÂO, Calixto. O novo direito societário. p. 52).

Fica claro que a não utilização de qualquer procedimento que vise dar mais transparência na negociação e independência aos administradores irá atrair uma fiscalização da CVM, que encontrando algo suspeito deverá acusar as partes envolvidas, o que poderá gerar uma punição administrativa.[141]

Ressalta-se que apesar do Parecer de Orientação nº 35 ter sido publicado no ano de 2008, nenhum caso de punição de administradores por falta de seguir as recomendações do parecer foi julgado pela CVM. No entanto, as suas recomendações estão sendo utilizadas pelas companhias, tendo em vista os casos citados exemplificativamente na Introdução.

4.5. Legalidade do Parecer de Orientação CVM nº 35/2008

Apesar dos esforços feitos pela CVM para assegurar a proteção do acionista minoritário e buscar que as operações no âmbito do artigo 264 da LSA sejam as mais justas possíveis, a doutrina traz algumas críticas quanto a legalidade do Parecer de Orientação nº 35/2008.

Uma das críticas apresentadas é a de elaboração de regras, que se não seguidas podem causar sanções, através de pareceres de orientação, os quais servem apenas para orientar os agentes de mercado e investidores a respeito da matéria que cabe à CVM regular, bem como devem

---

[141] As penalidades que podem ser impostas pela CVM aos seus acusados, estão dispostas no art. 11 da Lei nº 6.385/76:
Art. 11. A Comissão de Valores Mobiliários poderá impor aos infratores das normas desta Lei, da lei de sociedades por ações, das suas resoluções, bem como de outras normas legais cujo cumprimento lhe incumba fiscalizar, as seguintes penalidades: I - advertência; II - multa; III - suspensão do exercício do cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, de entidade do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários; IV - inabilitação temporária, até o máximo de vinte anos, para o exercício dos cargos referidos no inciso anterior; V - suspensão da autorização ou registro para o exercício das atividades de que trata esta Lei; VI - cassação de autorização ou registro, para o exercício das atividades de que trata esta Lei;
VII - proibição temporária, até o máximo de vinte anos, de praticar determinadas atividades ou operações, para os integrantes do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários; VIII - proibição temporária, até o máximo de dez anos, de atuar, direta ou indiretamente, em uma ou mais modalidades de operação no mercado de valores mobiliários.
§1º - A multa não excederá o maior destes valores: I - R$ 500.000,00 (quinhentos mil reais); II - cinqüenta por cento do valor da emissão ou operação irregular; ou III - três vezes o montante da vantagem econômica obtida ou da perda evitada em decorrência do ilícito.
§2º Nos casos de reincidência serão aplicadas, alternativamente, multa nos termos do parágrafo anterior, até o triplo dos valores fixados, ou penalidade prevista nos incisos III a VIII do *caput* deste artigo.
§3º Ressalvado o disposto no parágrafo anterior, as penalidades previstas nos incisos III a VIII do *caput* deste artigo somente serão aplicadas nos casos de infração grave, assim definidas em normas da Comissão de Valores Mobiliários. (...)
§ 9º Serão considerados, na aplicação de penalidades previstas na lei, o arrependimento eficaz e o arrependimento posterior ou a circunstância de qualquer pessoa, espontaneamente, confessar ilícito ou prestar informações relativas à sua materialidade.

ser utilizados para expressar as opiniões da CVM sobre interpretações da Lei nº 6.385/76 e da LSA.[142]

Um dos críticos do Parecer de Orientação nº 35/2008 é Luiz Leonardo Cantidiano, que argumenta o seguinte:

> Não consigo encontrar, nas Leis nºs 6.385/76 e 6.404/76, dispositivo algum que delegue à CVM competência para regular 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.
> (...)
> Em outras palavras, não aprova a idéia, que vem sendo defendida e executada pela CVM, de editar parecer de orientação – que deve ser ato de caráter genérico – 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.[143]

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

Outro crítico do Parecer de Orientação nº 35 é o professor Ian Muniz, que afirma o seguinte:

> Não podemos deixar de comentar que a exigência (porque a recomendação da CVM termina por se impor como uma exigência) não possui respaldo legal, visto que o mecanismo de proteção que o legislador ofertou aos minoritários é o direito de retirada. A exigência de que a operação seja aprovada pela maioria dos acionistas não controladores certamente constitui uma limitação indevida e indesejável do pleno exercício do poder de controle pelo acionista controlador.[144]

---

[142] Conceito retirado da Deliberação CVM nº 01/78.

[143] 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, 2010, p. 153.

[144] MUNIZ, Ian. Fusões e Aquisições – aspectos fiscais e societários – 2ª edição. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 317.

Daniel Kalansky também critica a legalidade deste Parecer de Orientação nº 35/2008, ao afirmar que este extrapola a competência da CVM, uma vez que traz "regras e requisitos não previstos em lei"[145]. Além de afirmar que a LSA já traz mecanismos de proteção aos acionistas minoritários, que seria o direito de reembolso.

No entanto, a CVM vem mantendo sua posição de que o Parecer de Orientação nº 35/2008 é legal e foi expedido da maneira correta e de forma competente pela Autarquia, tendo em vista possuir base nos artigos 8º (competência da CVM) 9º (poderes da CVM) e, principalmente o 13º da Lei nº 6.385/76[146].

---

[145] KALANSKY, Daniel. Incorporação de Ações – Estudo de casos e precedentes. São Paulo: Saraiva, 2012. p. 119.

[146] Art 13. A Comissão de Valores Mobiliários manterá serviço para exercer atividade consultiva ou de orientação junto aos agentes do mercado de valores mobiliários ou a qualquer investidor.
Parágrafo único. Fica a critério na Comissão de Valores Mobiliários divulgar ou não as respostas às consultas ou aos critérios de orientação.

5. CONCLUSÂO

Após a análise de todos os elementos que envolvem a problemática da responsabilidade dos administradores de companhias abertas quando envolvidos em operações societárias regradas pelo artigo 264 da LSA, pode-se concluir que a CVM mudou acertadamente o seu foco de análise dessas operações.

Antes da elaboração do Parecer de Orientação nº 35/2008, o que se via era uma análise voltada quase sempre para a figura do acionista controlador, em razão de estar envolto em uma situação constante de conflito de interesses, pelo menos em tese, neste tipo de operação.

Tendo em vista seu poder de influência nas duas pontas da operação, o acionista controlador tem uma grande oportunidade de manipulação para estabelecer parâmetros e valores que fizessem com que as ações da incorporadora valessem bem mais, em uma relação de troca de ações, do que as ações da incorporada, pois no futuro aumento de capital, os acionistas minoritários da companhia incorporada ingressariam com poucas ações na nova companhia, não havendo uma grande dispersão do capital social.

Em razão desse poder, as reclamações de acionistas minoritários e a própria CVM sempre questionavam as operações tentanto culpar o acionista controlador, porém, o artigo 264 da LSA permite que este acionista controlador vote na operação, tanto na sociedade incorporadora quanto na sociedade incorporada, aprovando a relação de troca nas bases que mais lhe interessava, pois se o acionista minoritário não concordasse poderia declarar a sua retirada da companhia, devendo a sociedade pagá-lo pelas suas ações.

Muitas vezes, no entanto, o acionista minoritário não conseguia o reembolso por suas ações, porque elas possuiam liquidez no mercado e poderiam vendê-las em bolsa, conforme regra do artigo 137 da LSA, do que conseguir seu valor através da companhia. Assim, o que seria uma proteção para os acionistas minoritários, acabou virando até uma arma para os acionistas controladores

Vendo tal falha legislativa e não podendo ir contra a mais correta interpretação do artigo 264 da LSA, a CVM não poderia enfrentar o problema e proteger os minoritários, que é uma das

suas principais funções, apesar da tentativa feita com o Parecer de Orientação nº 34/2006, somente quando houvesse comprovado abuso do poder de controle ou situações de ma-fé do controlador.

Porém a caracterização deste abuso de poder é de difícil compravação, a não ser que haja uma violação procedimental estabelecida pela LSA e pelas normas da CVM.

Com a mudança de foco, trazendo o centro da discussão para o âmbito da administração das companhias, a CVM observou uma oportunidade de tratar melhor o assunto, uma vez que as regras da LSA nesse âmbito atingem todos os atos dos administradores, incluindo o papel deles nas operações do artigo 264 da LSA.

Partindo, então, de princípios genéricos que trazem a norma societária, foi mais fácil de traçar e exigir comportamentos específicos dos administradores no momento em que estão negociando as bases das operações e principalmente o valor de relação de troca de ações. Ainda mais pautados em experiências estrangeiras que possuem o mesmo foco.

Já que o papel do administrador é agir em interesse da sociedade e de todos os acionistas da companhia, eles não vão poder acatar e aceitar as possíveis exigências e influência que o acionista controlador pode esboçar para lhe favorecer neste processo.

Por isso, a figura do administrador independente é importante neste momento, pois teoricamente ele não está vinculado a nenhum acionista relevante da sociedade, e teria, em tese, maior liberdade para discutir as questões da companhia e tentar agir da forma mais diligente para beneficar a todos.

Portanto, apesar das críticas que envolvem o Parecer de Orientação nº 35/2008, principalmente das suas exigências inovatórias, como a necessidade de criação do comitê especial independente, a sua intenção é válida e louvável, pois realmente é muito mais fácil, diante do arcabouço jurídico que temos hoje na LSA, de se forçar, fiscalizar e até punir, se for o caso, um administrador que utilizou mal suas prerrogativas, direitos e não realizou corretamente sua função, do que um acionista controlador, que tem nitidamente no artigo 264 da LSA uma legislação que lhe favorece.

Esse favorecimente, neste ponto da lei, é natural, uma vez que tais reorganizações societárias visam muito mais e tem impactos maiores na vida do acionista controlador do que na dos minoritários, os quais, muitas vezes, não se atentam pela melhora que esta reestruturação vai trazer para a vida das companhias, que a partir do momento da efetivação da operação vão se tornar apenas uma e terão uma estrutura mais simplificada, podendo gastar menos dinheiro com a parte administrativa, aproveitar sinergias, podendo se concentram mais no desenvolvimento de seu objeto social, em busca do lucro.

No momento da operação o que acaba ocorrendo ao invés do citada acima, é que alguns desses acionistas minoritários buscam maximizar seu lucro momentaneamente, visando uma saída da companhia através do direito de retirada.

Desta forma, visto que é possível se responsabilizar os administradores, quando ocorrem operações societárias envolvendo controladores e suas controladas, caso estes venham a agir contrariamente aos *standards* estabelecidos na LSA, a CVM agiu bem em alterar seu foco, pois desta maneira está protegendo melhor os acionistas minoritários e tornando essas operações mais comutativas e transparentes para o mercado como um todo.

Estas “novas” exigências de padrão de comportamente vieram acrescentar e complementar a política de *disclosure* que a CVM tenta impor às companhias, juntamente com a BMF&Bovespa, exigindo que a companhia sempre divulgue e da melhor maneira possível as informações sobre sua atividade e decisões importantes durante suas atividades.

A CVM apenas exagera quando obriga a existência de meios que facilitem a verificação de que os administradores atuaram conforme seus deveres fiduciários. Esse ônus de prova não deveria recair sobre eles, devendo ser papel da CVM ou dos acionistas insatisfeitos demonstrarem onde estão as infrações que os administradores cometeram, uma vez que é presunção de que todo administrador está agindo de boa-fé e no interesse da companhia, conforme teoria do *business judgement rule*.

A instalação de um comitê com delegação de poderes que a lei não permite ou a abstenção do voto do controlador, vai diretamente contra ao regime estabelecido na LSA, o qual tem por base o princípio majoritário e o de presentação da sociedade por seus administradores assim eleitos.

Esses procedimentos sugeridos pela CVM, que demonstrariam esse cumprimento de legalidade da operação e dos deveres fiduciários dos administradores, não fazem sentido, apesar de irem de encontro com a política de boa governança que vem crescendo.

A ideia de instalação de um comitê especial que auxiliasse tecnicamente os administradores, mas não tomasse as principais decisões e participasse ativamente das negociações, seria interessante, pois o que o auxílio técnico é permitido por lei, e traria até uma maior credibilidade para a decisão final dos administradores.

Contudo, são estes que devem tocar e tomar as decisões, e caso venham a falhar ou pior, caso venham agir de ma-fé e deliberadamente prejudicar os acionistas minoritários, estes deverão ser punidos.

Ao final, contudo, o balanço feito é positivo, é importante trazer os administradores e seus deveres para o centro da discussão quando se há operações ligadas ao artigo 264 da LSA, pois são nos órgãos de administração que acontecem as decisões centrais dessas operações, que normalmente passam pelo crivo da assembleia de maneira pro forma, dando lhes uma maior responsabilidade pelos seus atos, os quais devem continuar sendo fiscalizados com uma grande intensidade pela CVM, pois somente dessa forma poderão proteger os acionistas minoritários que tanto reclamam dessas operações e dá facilidade legislativa que os controladores possuem para finalizar uma operação delicada como essa sem maiores preocupações.

REFERÊNCIAS

ARAGÃO, Paulo Cezar. O parecer de orientação 35/2008 da CVM e a incorporação de companhia fechada por sua controladora companhia aberta. In: VON ADAMEK, Marcelo Vieira. **Temas de direito societário e empresarial contemporâneos** (coord.). São Paulo: Malheiros, 2011. p. 522-534.

ARAGÃO, Paulo Cezar; LIMA, Monique M. Mavignier de. A Incorporação de Controlada: A Disciplina do Art. 264 da Lei 6.404/1976. In: PERIN JUNIOR, Écio; KALANSKY, Daniel, PEYSER, Luis. **Direito Empresarial: Aspectos Atuais de Direito Empresarial Brasileiro e Comparado**. São Paulo: Método, 2005. p. 345-357.

BERTOLDI, Marcelo M. O poder de controle na sociedade anônima – alguns aspectos. **Revista do Programa de Mestrado em Direito Negocial da UEL**. v. 7/8 Paraná: Scientia Iuris, 2003/2004.

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

CAMPOS SALLES, Paulo Fernando. **O conselho de administração na sociedade anônima**. 2ª ed. Rio de Janeiro: Atlas, 1999.

CANTIDIANO, Luiz Leonardo. Análise crítica do Parecer de Orientação CVM 34. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**. São Paulo, v. 41, julho-setembro 2008, 392 p.

CANTIDIANO, Luiz Leonardo. Incorporação de Sociedades e Incorporação de Ações. In: DE CASTRO, Rodrigo R. Monteiro e AZEVEDO, Luis André N. De Moura (coord.). **Poder de controle e outros temas de direito societário e mercado de capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2010.

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à lei das sociedades anônimas**. 3. Ed. v. I. São Paulo: Saraiva, 2002.

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à lei das sociedades anônimas**. 3. Ed. v. II. São Paulo: Saraiva, 2003.

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à lei das sociedades anônimas**. 3. Ed. v. III. São Paulo: Saraiva, 2003.

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à lei das sociedades anônimas**. 3. Ed. v. IV. tomo I. São Paulo: Saraiva, 2002.

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à lei das sociedades anônimas**. 3. Ed. v. IV. tomo II. São Paulo: Saraiva, 2003.

CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. **A nova Lei das S/A**. São Paulo: Saraiva, 2002. 522 p.

CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. **Estudos de direito empresarial**. São Paulo: Saraiva, 2010. 576 p.

COMPARATO, Fábio Konder. **Ensaios e pareceres de direito empresarial**. Rio de Janeiro: Forense, 1978. 556 p.

COMPARATO, Fábio Konder. **O poder de controle na sociedade anônima**. Rio de Janeiro: Forense, 1983. 408 p.

COUTO SILVA, **Alexandre. Responsabilidade dos Administradores de S/A: *Business Judgment Rule***. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.

DE CAMARGO, André Antunes Soares. **Transações entre partes relacionadas – um desafio regulatório complexo e multidisciplinar**. São Paulo: Almedina, 2013.

DE ARAGÃO, Leandro Santos. Dever de informar e operações de reorganização societária – procedimento preparatório e as informações assimétricas. In: DE CASTRO, Rodrigo R. Monteiro; DE ARAGÃO, Leandro Santos (coord.) – **Reorganização Societária**. São Paulo: Quartier Latin, 2005. 382 p.

EIZIRIK, Nelson et al. **Mercado de Capitais – regime jurídico**. 3ª ed. revista e ampliada. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. 633 p.

EIZIRIK, Nelson. **Temas de Direito Societário**. Rio de Janeiro: Renovar, 2005. 630 p.

EIZIRIK, Nelson. **A lei das S/A comentada**. v. 1. Rio de Janeiro: Quartier Latin, 2012.

EIZIRIK, Nelson. **A lei das S/A comentada**. v. 2. Rio de Janeiro: Quartier Latin, 2012.

EIZIRIK, Nelson. **A lei das S/A comentada**. v. 3. Rio de Janeiro: Quartier Latin, 2012.

EIZIRIK, Nelson. Incorporação de ações: aspectos polêmicos. In: WARDE JR., Walfrido Jorge. **Fusão, Cisão, Incorporação e Temas Correlatos**. São Paulo: Quartier Ltin, 2009

FABRETTI, Láudio Camargo. **Fusões, aquisições, participações e outros instrumentos de gestão de negócios: tratamento jurídico, tributário e contábil**. São Paulo: Atlas, 2005. 224 p.

FILHO, Alfredo Lamy. **Temas de S.A., Exposição e Pareceres**. Rio de Janeiro: Renovar, 2007. 452 p.

FILHO, Alfredo Lamy; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **Direito das Companhias**. v. 1. Rio de Janeiro: Forense, 2009.

FILHO, Alfredo Lamy; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **Direito das Companhias**. v. 2. Rio de Janeiro: Forense, 2009.

FRANÇA, Erasmo Valladão. **Conflito de interesses nas assembleias de S.A**. São Paulo: Malheiros, 1993.

FRANÇA, Erasmo Valladão. **Temas de direito societário, falimentar e teoria da empresa**. Rio de Janeiro: Malheiros, 2009.

FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. Acionista Controlador - Impedimento ao Direito de Voto, São Paulo, Malheiros, 2002, **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. v. 41, n. 125, p. 139-172.

FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. Conflito de interesse formal ou substancial?, **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. São Paulo, 2002, v. 41, n. 128, p. 225-262.

GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Conflitos de Interesse entre Sociedade Controladora e Controlada e entre Coligadas, no Exercício do Voto em Assembleias Gerais. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. São Paulo, n. 51, jul./set. 1983 p. 29-32.

GREGÓRIO, Danilo. *O lado B do insider trading*. **Revista Capital Aberto**, São Paulo, edição junho de 2007. p. 31.

KALANSKY, Daniel. **Incorporação de Ações – Estudo de casos e precedentes**. São Paulo: Saraiva, 2012.

LAZZARESCHI NETO, Alfredo Sérgio. **Lei das Sociedades por Ações anotada**. 4ª ed. rev. atual. e ampl. São Paulo: Saraiva, 2012.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. **Incorporação de ações de companhia aberta controlada**. In: Pareceres. v I. São Paulo: Singular, 2004.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. **Incorporação de ações de companhia aberta controlada**. In: Pareceres. v II. São Paulo: Singular, 2004.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. Conflito de Interesses e Vedação de Voto nas Assembléias das Sociedades Anônimas. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, n. 92, p. 107-110, out./dez. 1993.

LEÃES, Luiz. Gastão Paes de Barros. **Mercado de capitais – insider trading**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1982.

MARTINS, Fran. **Comentários à lei das sociedades anônimas**. 4ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2010.

MIRANDA, Pontes. **Tratado de direito privado**. Tomo. XLIX. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1972.

MUNHOZ, Eduardo Secchi. Desafios do direito societário brasileiro na disciplina da companhia aberta: avaliação dos sistemas de controle diluído e concentrado. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro; DE ARAGÃO, Leandro Santos (coord.) . **Direito Societário: Desafios Atuais**. São Paulo: Quartier Latin, 209.

MUNIZ, Ian. **Fusões e Aquisições – aspectos fiscais e societários** – 2ª edição. São Paulo: Quartier Latin, 2011. 350 p.

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.

PARENTE, Flávia. **O dever de diligência dos administradores de sociedades anônimas**. Rio de Janeiro: Renovar, 2005.

PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **A Lei das S.A**. Rio de Janeiro: Renovar, 1992.

SADDI, Jairo. **Fusões e aquisições: aspectos jurídicos e econômicos**. São Paulo: IOB, 2002.

SPINELLI, Luis Felipe. **Conflito de interesses na administração da sociedade anônima**. São Paulo: Malheiros, 2012.

TEIXEIRA, Egberto Lacerda; GUERREIRO, José Alexandre Tavares. **Das sociedades anônimas no direito brasileiro**. São Paulo: Bushatsky, 1979. v. II.

VALVERDE, Trajano de Miranda. **Sociedade por ações**. v. 2. Rio de Janeiro: Editora Forense, 1953.

VON ADAMEK, Marcelo Vieira. **Responsabilidade civil dos administradores de S/A e as ações correlatas**. São Paulo: Saraiva, 2009. 617 p.

XAVIER, Alberto. Incorporação de ações: aspectos tributários. In: DE CASTRO, Rodrigo R. Monteiro; DE ARAGÃO, Leandro Santos (coords.). **Sociedade anônima: 30 anos da Lei 6.404/76**. São Paulo: Quartier Latin, 2007.

WARDE JR., Walfrido Jorge (Coord.). **Fusão, Cisão, Incorporação e Temas Correlatos**. São Paulo: Quartier Latin, 2009.