



**Insper Instituto de Ensino e Pesquisa**

**LL.M. – Direito Societário**

**Caroline Zanotti Naufal**

**RELAÇÃO DE TROCA NAS OPERAÇÕES DE  
INCORPORAÇÃO DE AÇÕES DE CONTROLADA**

**São Paulo**

**2018**

Caroline Zanotti Naufal

## **RELAÇÃO DE TROCA NAS OPERAÇÕES DE INCORPORAÇÃO DE AÇÕES DE CONTROLADA**

Monografia apresentada ao programa de LL.M. em Direito Societário do Insper como parte dos requisitos para a obtenção do título de pós-graduação.

Área de concentração: Direito Societário

Orientadora: Ana Cristina von Gusseck  
Kleindienst

Naufal, Caroline Zanotti.

Relação de troca nas operações de incorporação de ações de controlada / Caroline Zanotti Naufal – São Paulo, 2018.

41 p.

Monografia (pós-graduação em Direito Societário – LL.M.). – Insper. 2018.

Orientadora: Ana Cristina von Gusseck Kleindienst

1. Direito societário. 2. Sociedade Anônima. 2. Incorporação de Ações. 3. Relação de Troca. 4. Incorporação de Ações de Controlada. 5. Acionista Controlador.

# **FOLHA DE APROVAÇÃO**

## **RELAÇÃO DE TROCA NAS OPERAÇÕES DE INCORPORAÇÃO DE AÇÕES DE CONTROLADA**

Monografia apresentada ao programa de LL.M. em Direito Societário do Insper como parte dos requisitos para a obtenção do título de pós-graduação.

Área de concentração: Direito Societário

Orientadora: Ana Cristina von Gusseck  
Kleindienst

Data de aprovação:

**São Paulo**

**2018**

## RESUMO

NAUFAL, Caroline Zanotti. Relação de troca nas operações de incorporação de ações de controlada. 41 p. Monografia (pós-graduação em Direito Societário – LL.M.) – INSPER, São Paulo, 2018.

Este trabalho tem por objetivo a análise do instituto de incorporação de ações, tipificado no artigo 252 da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (“LSA”), especialmente no que se refere a incorporação de ações de companhia controlada e/ou companhia que esteja sob controle comum, operações estas que são recorrentes no mercado brasileiro, e que serão tratadas para os fins do presente trabalho, como incorporação de ações de companhia controlada. Para o desenvolvimento deste tema, apresenta-se primeiramente, uma análise do instituto incorporação de ações, de forma genérica, abordando as diferentes correntes doutrinárias no que tange a natureza jurídica do instituto e as consequências verificadas quando da formalização da operação (*subsidiária integral*). Em seguida adentremos na análise comparada do instituto com a operação de incorporação de sociedades, visto que este é comumente confundido com a operação em estudo. Finalmente, aprofundaremos as particularidades previstas na legislação brasileira no que se refere à formalização de operações de incorporação de ações nos casos de incorporação de ações de controlada por controladora, os critérios para definição de relação de troca de ações – tema central deste trabalho – e a atuação do acionista controlador neste contexto. Para tanto, analisaremos de forma crítica as normas constantes na legislação societária em vigor, as regulamentações expedidas pela Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) acerca do tema, bem como algumas decisões emblemáticas da CVM em operações desta natureza.

**Palavras - chave:** Direito societário. Sociedade Anônima. Incorporação de Ações. Relação de Troca. Incorporação de Ações de Controlada. Acionista Controlador.

## ABSTRACT

NAUFAL, Caroline Zanotti. Exchange ratio in merger of shares of controlling company. p. 41. Monograph (Master of Laws – LL.M. in Corporate Law) – INSPER, São Paulo, 2018.

This paper aims to analyze the operation of merger of shares (*incorporação de ações*), set forth in Article 252 of Law No. 6.404, December 15, 1976 (“Corporation Law”), in special with respect to the merger of shares of controlling company and/or companies under the same control, since that this type of operation are very common in the brazilian market, and shall be referred for the purposes of this paper simply as merger of shares of controlling company. For the development of this subject, firstly we will present a comprehensive analysis of the merger of shares, in order to address the different doctrinal understandings about the nature such operation and the result verified upon its formalization, the creation of a *wholly owned subsidiary* (*subsidiária integral*). Then we will compare such operation with the merger of companies, since it is commonly confused. Finally, we will study the specific provisions provided in the Corporation Law and the Brazilian legislation applicable in case of merger of shares of parent company by its controlling shareholder, the exchange ration criteria - the central theme of this paper - and the position of the controlling shareholder in this type of situation. Lastly, we will analyze the rules provided in the Corporation Law and the rules issued by the Brazilian Securities and Exchange Commission (*Comissão de Valores Mobiliários*) regarding this subject, as well as some relevant decisions taken in operations of such nature.

**Keywords:** Corporate Law. Corporation. Merger of Shares. Exchange Ratio. Merger of Shares of Controlling Company. Controlling Shareholder.

## SUMÁRIO

<b>1 INTRODUÇÃO .....</b>	<b>7</b>
<b>2 INSTITUTO JURÍDICO DA INCORPORAÇÃO DE AÇÕES.....</b>	<b>10</b>
<b>2.1 Subsidiária integral .....</b>	<b>11</b>
<b>2.2 Natureza jurídica .....</b>	<b>12</b>
2.2.1 Incorporação de Ações como “alienação” .....	13
2.2.2 Incorporação de Ações como “conferência de bens” .....	14
2.2.3 Incorporação de Ações como “sub-rogação real” .....	15
<b>2.3 Incorporação de ações vs. incorporação de sociedades .....</b>	<b>16</b>
<b>2.4 Procedimento .....</b>	<b>16</b>
<b>3 INCORPORAÇÃO DE AÇÕES DE COMPANHIA SOB CONTROLE COMUM OU CONTROLADA.....</b>	<b>19</b>
<b>3.1 Ponderações iniciais.....</b>	<b>19</b>
<b>3.3 Procedimento especial .....</b>	<b>21</b>
<b>3.4 Relação de troca.....</b>	<b>24</b>
<b>4 REGULAMENTAÇÃO CVM.....</b>	<b>26</b>
<b>4.1 Instrução Normativa CVM nº 565/2015 .....</b>	<b>27</b>
<b>4.2 Impedimento de Voto e o Parecer de Orientação CVM nº 34/2006.....</b>	<b>28</b>
4.2.1 Reestruturação do Grupo Telemar.....	30
<b>4.3 Deveres fiduciários e o Parecer de Orientação CVM n.º 35/2008.....</b>	<b>31</b>
4.3.1 Incorporação de ações da HFF Participações S.A. (Caso BRF/Sadia).....	33
<b>5 CONCLUSÃO .....</b>	<b>36</b>
<b>REFERÊNCIAS.....</b>	<b>38</b>
<b>LEGISLAÇÃO.....</b>	<b>39</b>
<b>REFERÊNCIAS COMPLEMENTARES .....</b>	<b>40</b>

## 1 INTRODUÇÃO

O instituto de incorporação de ações é um negócio jurídico típico previsto e disciplinado pela LSA, aplicável às sociedades constituídas sob a forma de sociedade por ações, sejam estas de capital aberto ou fechado.

Referida operação consiste em modalidade de reestruturação societária, na qual ocorre a unificação da base acionária de duas companhias, não obstante, difere-se da operação de incorporação de sociedades, prevista no art. 227 da LSA, dentre os diversos motivos que serão oportunamente explorados no presente trabalho, por não resultar na extinção da sociedade incorporada.

A implementação do instituto não implica em confusão patrimonial, visto que a companhia cujas ações foram incorporadas subsiste com uma pessoa jurídica autônoma, sob a forma de subsidiária integral. Por sua vez, a companhia incorporadora passa a deter a totalidade das ações de sua emissão.

A figura da subsidiária integral consiste em exceção implementada pelo legislador no que se refere a regra da pluralidade necessária de sócios até então prevista na legislação brasileira, que viabilizou a criação de uma sociedade unipessoal de caráter permanente.

Referida operação se materializa por meio de proposta formulada pelos órgãos da administração, por meio de instrumento particular de protocolo e justificação, o qual é submetido para análise dos acionistas das companhias envolvidas para deliberação, em assembleia geral.

Não há um consenso na doutrina no que tange a natureza jurídica da operação de incorporação de ações que se divide em três correntes divergentes, (i) a corrente que entende que a incorporação de ações equivale a forma de alienação de ações da companhia, (ii) a corrente que interpreta que a operação de incorporação de ações consiste na verdade em aumento de capital mediante a conferência de bens e, por fim, (iii) a corrente que entende que a operação de incorporação de ações consiste em forma de sub-rogação real legal.

A definição da natureza jurídica é essencial para a análise do instituto, razão pela qual abordaremos nos itens subsequentes de forma não exaustiva as diferentes correntes doutrinárias sobre o tema.



Evandro Fernando Pontes<sup>1</sup> divide a análise da operação de incorporação de ações em três “categorias” macro, a saber: (i) as operações de verticalização, que são aquelas realizadas entre companhias que não possuem controlador definido e relação de controle entre elas; (ii) as operações de consolidação de controle, que são aquelas realizadas entre companhias independentes que possuem controladores bem definidos, nas quais se verifica, em última instância, a transferência do controle societário; e, por fim, (iii) as operações de migração, que são aquelas operações realizadas como parte de um processo de reorganização societária intragrupo (de fato ou de direito).

São premissas para a realização de operação de incorporação de ações a existência de motivação jurídica apta a respaldar a sua propositura e que seja formalizada tendo como base em relação de troca (ou de substituição) adequada. No entanto, tais premissas são muitas vezes distorcidas quando da aplicação prática do instituto, em especial nos casos de operações de incorporação de ações que envolvem companhias sob controle comum e/ou de controlada por sua controladora.

Razão pela qual o presente estudo tem como finalidade analisar as particularidades aplicáveis às operações de incorporação de ações sob este contexto (de migração) e a regulamentação atualmente existente sobre o tema, de modo a avaliar se estas são suficientes e eficazes ao que se propõe: tutelar o interesse dos acionistas minoritários face à eventuais abusos pelos acionistas controladores e pela administração.

Para tanto abordaremos a forma pela qual o art. 264 da LSA se propõe a disciplinar a questão, avaliando o procedimento especial previsto em referido dispositivo legal.

Isto porque ao legitimar o voto do acionista controlador em operações de incorporação de ações de companhia controlada ou que envolvessem companhias sob controle comum, o legislador optou por estabelecer um procedimento específico com o objetivo de evitar a utilização da figura da subsidiária integral para prejudicar o interesse dos acionistas minoritários da companhia controladora.

No que tange a definição da relação de troca de ações de ações em operações desta natureza, abordaremos relevante contraponto do procedimento especial

---

<sup>1</sup> Cf. PONTES, Evandro Fernandes de. **Incorporação de ações no direito brasileiro**. 1. ed. São Paulo, SP: Almedina, 2016. et seq.

constante no art. 264 da LSA, que apesar de estabelecer que sejam apresentados cálculos comparativos no que tange o cálculo para substituição de ações, não vincula os acionistas à relação de troca apresentada.

Não obstante, o legislador faculta que tal cálculo seja utilizado como base para fins de exercício do direito de recesso pelos acionistas dissidentes da operação, caso este cálculo venha a ser mais vantajoso do que o valor inicialmente proposto.

Ainda, importante ressaltar que, não obstante o fato de algumas operações de migração terem como resultado o cancelamento de registro de companhia aberta sem que haja uma oferta pública para aquisição de ações, o presente trabalho não abordará este tema.

## 2 INSTITUTO JURÍDICO DA INCORPORAÇÃO DE AÇÕES

Ao analisarmos a exposição de motivos da lei do anonimato<sup>2</sup>, podemos constatar que o legislador foi superficial ao definir a operação de incorporação de ações como operação equivalente à incorporação de sociedades, cuja diferença consiste simplesmente na manutenção da personalidade jurídica da sociedade cujas ações foram incorporadas.

É bem fato que esta é a diferença mais evidente entre o instituto em análise e a operação tipificada no art. 227 da LSA. No entanto, esta não pode ser resumida desta forma.

A operação de incorporação de ações é um instituto jurídico autônomo dotado de diversas particularidades, que possui, inclusive, regramento próprio, previsto no *caput* do art. 252 da LSA, o qual segue transcrito:

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

Referida operação consiste em negócio plurilateral firmado entre companhias, que tem por finalidade a integração de participação societária cujo resultado consiste na manutenção da sociedade incorporada que passa a ser revestida pela figura da subsidiária integral<sup>3</sup>.

De modo que, a implementação da operação de incorporação de ações não implicará na extinção da companhia incorporada e, tampouco, no cancelamento de suas ações, que passam a ser detidas em sua totalidade pela incorporadora.

Por sua vez, os acionistas da sociedade cujas ações foram incorporadas, que não dissentirem da operação, conforme facultado pelo art. 252, §2º da LSA, passarão a ser titulares de ações de emissão da sociedade incorporadora, ocorrendo assim uma modificação na configuração do patrimônio dos acionistas da sociedade cujas

---

<sup>2</sup> SIMONSEN, Mário Henrique. **Exposição de Motivos nº 196, de 24 de junho de 1976, do Ministério da Fazenda**. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/leis-decretos/anexos/EM196-Lei6404.pdf>. Acesso em: 10 jun. 2018.

<sup>3</sup> Cf. CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**. 4 ed. São Paulo: Saraiva, 2011. tomo II, p. 183.

ações foram incorporadas, que receberão ações representativas do aumento de capital ocorrido na incorporadora.

Entende Alberto Xavier que a operação de incorporação de ações pode ser classificada como uma figura de engenhosa criatividade trazida pelo legislador, que se materializa através de um contrato entre duas sociedades, a qual produz efeitos na esfera jurídica não apenas destas sociedades, mas como também, de terceiros:

Esta eficácia externa do contrato de incorporação de ações, que nada mais é que o corolário da substituição da regra da unanimidade pelo princípio majoritário, consiste em que as deliberações tomadas pelas duas companhias vão repercutir-se automaticamente na esfera jurídica dos sócios, na qual se opera *ex lege* a substituição das ações a serem incorporadas por ações da companhia incorporadora<sup>4</sup>.

Com a materialização da operação de incorporação de ações, ocorrerá a conversão da incorporada em uma subsidiária integral, que subsistirá como pessoa jurídica autônoma.

## 2.1 Subsidiária integral

Com a inclusão do instituto da subsidiária integral prevista no Art. 251 da LSA, o legislador criou uma exceção à regra geral quanto a obrigatoriedade de pluralidade de acionistas, até então desconhecida no ordenamento jurídico brasileiro, viabilizando, assim, a constituição de uma sociedade por ações unipessoal.

Não obstante à exceção trazida, importante mencionar que a constituição de uma subsidiária integral não deve tratada como alternativa para a recomposição da pluralidade de acionistas exigida pela lei do anonimato.

Neste sentido, Modesto Carvalhosa<sup>5</sup> explica que a subsidiária integral não pode ser constituída como consequência de mera situação de fática, mas somente de direito.

A legislação brasileira prevê duas formas para a constituição de uma subsidiária integral, a originária e a derivada.

---

<sup>4</sup> XAVIER, Alberto. In: **Incorporação de Ações: Natureza Jurídica e Regime Tributário**. CASTRO, Rodrigo R. Monteiro e ARAGÃO, Leandro Santos (coord.). Sociedade Anônima – 30 anos da Lei 6.404/76. São Paulo: Quartier Latin, 2007. p. 127-128.

<sup>5</sup> Cf. CARVALHOSA, op. cit., p. 162.

A constituição de subsidiária integral sob a forma originária (forma direta), encontra-se prevista no *caput* do art. 251 da LSA. Esta hipótese consiste em manifestação unilateral de vontade de determinada companhia, que destaca parcela do seu patrimônio para o fim especial de subscrever a integralidade o capital social de outra sociedade, revestida sob a forma de subsidiária integral, ocorrendo assim a personificação da parcela patrimonial no corpo de uma nova pessoa jurídica autônoma, titular de direitos e deveres<sup>6</sup>.

Por sua vez, a forma derivada de constituição de uma sociedade sob a forma de subsidiária integral é materializada por meio de operação de incorporação de ações, que é objeto do presente estudo.

São diversos os motivos que podem levar uma sociedade a valer-se do instituto da subsidiária integral para a organização dos seus negócios, uma vez que a sua aplicação é abrangente, podendo ser utilizada com a finalidade de descentralizar determinado seguimento, segregar riscos e/ou patrimônio para um fim específico, conforme explica José Luiz Pedreira Bulhões:

A subsidiária integral é instrumento para (a) a descentralização administrativa da grande empresa, mediante a criação de um seguimento da organização simplificada, com patrimônio próprio que passa a exercer a atividade que constitui seu objeto, com administração autônoma, mas sob controle de um acionista único, ou (b) a constituição de patrimônio separado que em virtude da responsabilidade limitada do acionista único constitui unidade de risco econômico e financeiro distinto do restante da empresa<sup>7</sup>.

Razão pela qual tem sido frequente a aplicação deste instituto no mercado brasileiro, seja com a finalidade de concentração empresarial ou como forma de reestruturação societária.

## 2.2 Natureza jurídica

Existem na doutrina posicionamentos distintos quanto à definição da natureza jurídica da operação de incorporação de ações. Esta discussão é de extrema

---

<sup>6</sup> Cf. CARVALHOSA. *op.cit.* p. 166.

<sup>7</sup> PEDREIRA, Jose Luiz Bulhões. **Subsidiária Integral: Conceito e regime Legal**. LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, Jose Luiz Bulhões (coords). In: *Direito das Companhias*. 1 ed. Rio de Janeiro: Forense, 2009. 2 v., p. 1986-1987.

relevância para fins de análise da repercussão da operação em especial no âmbito tributário.

Assim, buscaremos tratar de forma resumida algumas correntes discorridas por parte da doutrina, para melhor compreensão do instituto jurídico.

### 2.2.1 Incorporação de Ações como “alienação”

Existe uma corrente que defende que a operação de incorporação de ações, representa, na verdade uma forma de alienação de participação societária da companhia cujas ações são incorporadas.

Entende-se por alienação a transferência do domínio de determinado bem de uma pessoa a outra, o que implica, portanto, em ato de disposição de patrimônio de uma parte para a outra, o que, na essência, não guarda relação com a operação tipificada no art. 252 da LSA.

Neste sentido elucida José Luiz Bulhões Pedreira:

Os acionistas da companhia cujas ações houverem de ser incorporadas, participam da reunião da Assembleia Geral da companhia no exercício da função de membros desse órgão social. Não praticam ato de disposição das ações como elementos de seus patrimônios e a incorporadora não adquire as ações por efeito de alienação, quer da companhia cujas ações devam ser incorporadas, quer dos seus acionistas: as ações incorporadas são substituídas por ações da incorporadora por sub-rogação real – como efeito legal do negócio jurídico societário de incorporação de ações<sup>8</sup>.

Contudo, alguns doutrinadores discordam da conclusão acima e entendem que a incorporação de ações consiste em uma modalidade de alienação mesmo que de forma involuntária.

Nesta linha defende Modesto Carvalhosa:

Trata-se, o negócio de incorporação de ações, ao mesmo tempo de uma incorporação e de uma alienação fictas. [...] Trata-se, com efeito, de negócio ‘sui generis’ a que, por lei, está permanentemente sujeito o acionista minoritário da incorporada: ter suas ações vendidas à incorporadora independentemente de sua vontade [...]. Os acionistas da incorporada subscrevem o aumento de capital da incorporadora com suas ações de emissão daquela. Tornam-se os minoritários, voluntária ou involuntariamente, acionistas da incorporadora pela aquisição de ações novas por esta emitidas. E após o respectivo

---

<sup>8</sup> PEDREIRA. op.cit. p. 1.994.

aumento de capital, os acionistas, originados da incorporada, passam a ter interesses indiretos na subsidiária integral que resulta desse negócio.<sup>9</sup>

A falta de manifestação de vontade individual do acionista é a principal razão pela qual entendemos que a natureza jurídica da incorporação de ações não se confunde com a de uma alienação. Ainda, não há qualquer transferência ou circulação de valores que justifique esta interpretação.

### 2.2.2 Incorporação de Ações como “conferência de bens”

Discute-se, ainda, se a incorporação de ações possui natureza jurídica de integralização de capital em bens, tal qual como previsto no art. 7º da LSA.

Apesar de, na prática, o resultado da implementação de ambos os institutos serem idênticos, as operações divergem em sua essência. Isto porque, a incorporação de ações é materializada como consequência da manifestação de vontade de duas companhias, mediante a deliberação das suas respectivas assembleias gerais. Por sua vez a integralização de capital mediante a conferência de bens consiste em uma manifestação unilateral de vontade do acionista para com a companhia.

Neste sentido, explica Alberto Xavier sobre a subscrição de capital em bens:

A subscrição de capital em bens reveste, pois a natureza jurídica de um contrato entre o acionista e a sociedade, pelo qual o acionista transfere a titularidade de um bem ou direito pré-existente no seu patrimônio para o patrimônio da sociedade, a qual, afetando este bem ao seu capital social, emite ações que são atribuídas ao acionista em contrapartida dos bens ou direitos conferidos.<sup>10</sup>

Outra diferença relevante consiste no fato do diploma legal ter trazido exceção quanto ao direito de preferência na subscrição de ações pelos acionistas da incorporadora, que não poderão subscrever o aumento de capital realizado na sociedade como consequência da incorporação das ações.

Neste sentido, dispõe o parágrafo primeiro do art. 252 da LSA, que quando aprovada a operação pela assembleia geral da companhia incorporadora, os acionistas desta autorizam a realização do aumento do capital com as ações que

---

<sup>9</sup> CARVALHOSA. op.cit. p. 140-141.

<sup>10</sup> XAVIER. op.cit. p. 124.

serão incorporadas, abrindo mão do direito de preferência para subscrição de ações que lhes é conferido.

Assim, não obstante o fato de produzirem resultados idênticos, podemos concluir que não possuem a mesma natureza jurídica, visto que a incorporação de ações é materializada em razão de deliberação tomada no âmbito das companhias incorporada e incorporadora, por decisão aprovada pela maioria dos acionistas, enquanto na subscrição de capital em bens, a materialização do aumento de capital decorre da manifestação de ato voluntário de determinado acionista que exprime a sua vontade individual em contribuir para o capital social<sup>11</sup>.

### 2.2.3 Incorporação de Ações como “sub-rogação real”

Ainda, parte da doutrina entende que a natureza jurídica da incorporação de ações consiste em modalidade sub-rogação real, que implica na substituição das ações de emissão da incorporadora por ações da incorporada, como efeito da implementação do negócio jurídico.

Cumprе salientar que o negócio jurídico se materializa para o minoritário, ainda que este se abstenha de aprovar a operação, ou seja, caso a operação venha a ser aprovada por pelo menos metade dos acionistas com direito a voto, o minoritário que não exercer o direito de recesso virará, involuntariamente, acionista da companhia incorporadora.

Neste sentido entende Nelson Eizirik:

Verifica-se na operação uma substituição de ações: os acionistas da companhia cujas ações são incorporadas, independentemente de sua vontade, recebem ações da companhia incorporadora, existindo, no caso, modalidade de sub-rogação. Trata-se de sub-rogação real legal, operando-se a substituição de uma coisa por outra; não há equivalência de valores (o acionista vê a sua posição acionária trocada por outra de igual valor), não se verifica alteração no patrimônio do acionista.<sup>12</sup>

Tal qual como entende a CVM, ao nosso ver, esta corrente nos parece a mais adequada, tendo em vista as particularidades atinentes a operação e os seus efeitos.

---

<sup>11</sup> Cf. EIZIRIK, Nelson et al. Warde Júnior, Walfrido (coord). **Fusão, cisão, incorporação e temas correlatos**. São Paulo: Quartier Latin, 2009. p. 82.

<sup>12</sup> EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**. Volume IV – Arts. 206 ao 300. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 297.



### 2.3 Incorporação de ações vs. incorporação de sociedades

Ainda, é importante distinguir o instituto ora em análise da operação de incorporação de sociedades, tipificada pelo art. 227 LSA.

Isto porque, ainda que o legislador tenha utilizado nomenclatura similar para as duas operações, a incorporação de ações e a incorporação de sociedades consistem em fenômenos radicalmente distintos e, portanto, não podem ser confundidos.

A incorporação de sociedade consiste em operação na qual o patrimônio de determinada sociedade, denominada como incorporada, é absorvido em sua totalidade pela incorporadora. Como resultado da sua implementação a sociedade incorporada é extinta e a incorporadora passa a sucedê-la em todos os direitos e deveres.

No que se refere às diferenças entre os institutos, elucida Alberto Xavier:

Na figura da incorporação de ações, não ocorre nenhum dos traços essenciais da incorporação de sociedades. Não ocorre a transmissão de um patrimônio líquido global, como universalidade, mediante sucessão a título universal, mas simplesmente uma operação que tem por objeto, não a totalidade de um patrimônio, mas tão somente a totalidade de ações do capital de uma companhia pré-existente.<sup>13</sup>

De modo que, a principal diferença entre as operações de incorporação de ações e da incorporação de sociedades está no resultado percebido com a formalização de cada uma delas. Visto que, na incorporação de ações haverá a manutenção da personalidade jurídica da sociedade cujas ações forem incorporadas, que passará a ser subsidiária integral da incorporadora, à medida que, por ocasião da implementação de operação de incorporação de sociedade verificar-se-á a extinção da incorporada, que será sucedida pela incorporadora.

### 2.4 Procedimento

---

<sup>13</sup> XAVIER. op.cit. p. 124.

Como regra, o procedimento para implementação de operações de incorporação de ações, genericamente falando, são divididos em três etapas, quais sejam:

- (i) A definição dos termos da operação pelos órgãos da administração das companhias envolvida e a formalização de instrumento de protocolo e justificação;
- (ii) A aprovação do disposto no instrumento de protocolo e justificação pelos acionistas das companhias envolvidas; e
- (iii) A implementação do negócio pactuado.

Uma vez definido os termos da operação pelos órgãos da administração, que possuam atribuição para tanto, deverão ser formalizados os instrumentos de protocolo e justificação, os quais serão submetidos para aprovação dos acionistas das companhias envolvidas em assembleia geral.

Os instrumentos de protocolo e justificação estão tipificados na lei, por força do disposto nos artigos 224 e 225 da LSA.

Em linhas gerais, o protocolo deverá prever os termos e condições da operação, detalhando a forma como se dará a relação de substituição de ações, os critérios para a avaliação do patrimônio líquido, eventuais modificações no estatuto social, bem como o capital resultante da implementação da operação.

No que se refere a justificação, espera-se que referido instrumento demonstre os motivos pelo qual a operação está sendo proposta, a razão pela qual é considerada como vantajosa para as partes envolvidas, eventuais alterações de direitos políticos dos acionistas preferencialistas, a composição societária final da companhia, além de indicar o valor de reembolso das ações a que terão direito os acionistas dissidentes, isto porque a lei facultar aos acionistas dissidentes, tanto no âmbito da incorporada, como no âmbito da incorporadora o exercício do direito de recesso, mediante o reembolso do valor de suas ações, nos termos do art. 230 da LSA.

Não obstante qualquer discussão sobre a natureza jurídica os instrumentos de protocolo e justificação podemos considerá-los como uma espécie de compromisso preliminar para a realização da operação.

Na prática os instrumentos de protocolo de justificação costumam ser formalizados em um único documento, e na maioria das vezes a justificação é trazida como subitem do instrumento de protocolo, razão pela qual Evandro Fernando Pontes defende que a sua finalidade não é atendida de forma adequada:

Este é um dos documentos que a prática no Brasil trata com maior desprezo e desmazelo; mas é efetivamente nele que se encontram as bases de uma operação de celebrada pelo processo de incorporação de ações. [...]. Entretanto, nenhuma justificação demonstra a parte de redução de custos e ganhos de sinergia, ficando apenas no âmbito da simplificação da estrutura societária que muitas vezes nem sequer chega a ocorrer, sobretudo quando há verticalização ou consolidação de controle entre duas holdings com controle independente.<sup>14</sup>

Caso a operação proposta venha a ser aprovada pela maioria dos acionistas da incorporadora, caberá a eles autorizarem o aumento do capital a ser realizado com as ações a serem incorporadas e nomear os peritos que as avaliarão (Art.252, §2º da LSA).

A operação efetivar-se-á após a aprovação do laudo de avaliação pela assembleia da incorporadora. Por sua vez, os acionistas da companhia incorporada autorizarão a diretoria a subscrever o aumento do capital da incorporadora, por conta dos seus acionistas.

O quórum para aprovação de tal operação pela incorporada é de no mínimo, metade das ações com direito a voto, enquanto pela incorporadora o quórum será o da maioria absoluta de votos, não computados os votos em branco.

Neste caso, os minoritários, caso descontentes com a relação de troca proposta no instrumento de protocolo de justificação, poderão apenas, em princípio, valer-se do exercício do direito de recesso, observado o disposto no art. 137, inciso II da LSA, mediante o reembolso do valor de suas ações, nos termos do art. 230 da LSA (art. 252, §1º da LSA).

---

<sup>14</sup> PONTES. op.cit. p.63-64.

## 3 INCORPORAÇÃO DE AÇÕES DE COMPANHIA SOB CONTROLE COMUM OU CONTROLADA

### 3.1 Ponderações iniciais

Após uma breve análise do instituto de incorporação de ações, passaremos a avaliar (não obstante outros efeitos decorrentes da aplicação do instituto), a problemática envolvendo o tema, que consiste na definição da relação de troca de ações e as peculiaridades pertinentes às operações de incorporação de ações, na hipótese de incorporação de companhia controlada por sua controladora e/ou quando ambas as companhias estejam sob controle comum.

Isto porque, as operações propostas sob este contexto estão mais suscetíveis à abusos, devido ao fato de “*não existirem duas maiorias acionárias distintas que deliberam separadamente sobre a operação defendendo os interesses de cada companhia*”.<sup>15</sup>

Na prática, quando a operação é deliberada no âmbito de controladores distintos, há uma propensão maior à composição de interesses pelas partes, situação está que fica prejudicada quando a operação envolve companhias sob o contexto de controle, como explica José Waldecy Lucena:

[...] na prática, em se tratando de companhias com controladores diversos, a operação se resolve como resultado de negociações em que vários aspectos do jogo são livremente ponderados, após as devidas e necessárias avaliações patrimoniais afinal aprovadas pelas maiorias distintas dos sócios que vão compartilhar o patrimônio comum decorrente da incorporação. Completamente diversa, no entanto, apresenta-se a situação quando o controle das sociedades submetidas à operação de incorporação é comum, seja porque a incorporadora detém a maioria das ações da incorporada, seja porque estão ambas diretas ou indiretamente sujeitas ao comando de um mesmo controlador. Evidente, assim que nesta última hipótese a possibilidade de práticas abusivas em relação aos minoritários é deveras grande, enquanto, no caso de administração e controles diversos, elas são eliminadas ou atenuadas [...].<sup>16</sup>

Entende-se por acionista controlador aquele que, sendo pessoa física ou jurídica (ou um grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle

---

<sup>15</sup> Cf. SIMONSEN, op.cit.

<sup>16</sup> LUCENA, José Waldecy. **Das sociedades anônimas – comentários à lei (arts. 189 a 300)**. 3.v. Rio de Janeiro: Renovar, 2012. p. 811-812.

comum), titular de direitos de sócio lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações assembleares e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia e usa efetivamente esse poder para desenvolver as atividades da companhia e orientar os órgãos sociais (Art.116 da LSA).

Conforme mencionamos no item precedente, diferentemente do quórum previsto na hipótese de transformação de tipo societário<sup>17</sup>, o quórum para aprovação da operação pela companhia cujas ações serão incorporadas é de, pelo menos, metade das ações com direito de voto.

Ou seja, caberá ao acionista controlador, de forma exclusiva, decidir ou não sobre os termos e a sobre a materialização da operação. Razão pela qual, não há uma presunção de equilíbrio, tal qual como no caso de operações tomadas por maiorias acionárias distintas.

Não obstante a possibilidade de potencial conflito, *“a legislação brasileira propicia o voto do acionista e afasta a discussão doutrinária sobre a eficácia do ‘self-dealing transaction’”*.<sup>18</sup>

Sem prejuízo, o legislador fixou regramento especial, a ser observados nesses casos e a CVM, após ter sido chamada a se pronunciar por diversas vezes acerca do tema expediu instrução normativa e pareceres de orientação com a finalidade de orientar a atuação dos participantes do mercado nestes casos.

Até o advento da Lei n. 10.303/2001, que alterou a lei do anonimato, a operação de incorporação de ações não constava, de forma expressa, no rol de operações sujeitas ao regramento específico previsto no art. 264, §3º da LSA, razão pela qual parte da doutrina entendia que não era pertinente a sua aplicação às operações de incorporação de ações.

Tendo e vista que já avaliamos o procedimento genérico, aplicado como regra geral às operações de incorporação de ações, avaliaremos a seguir o procedimento específico previsto no art. 264 da LSA, a ser aplicado quando envolver companhias sob controle comum e/ou incorporação de ações de companhia controlada por sua controladora, bem como a regulamentação da CVM acerca do tema.

---

<sup>17</sup> Art. 221 LSA. A transformação exige o consentimento unânime dos sócios ou acionistas, salvo se prevista no estatuto ou no contrato social, caso em que o sócio dissidente terá o direito de retirar-se da sociedade.

<sup>18</sup> Cf. KALANSKY, Daniel, **Incorporação de Ações estudo de casos precedentes**. São Paulo: Saraiva, 2012. p.76.

### 3.3 Procedimento especial

Sem prejuízo do procedimento genérico mencionado no item precedente, a lei prevê algumas diferenças quando se tratar de operação de incorporação de ações proposta quando as companhias envolvidas possuem o mesmo controlador final, o qual encontra-se previsto no art. 264 da LSA, o qual segue transcrito a seguir:

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

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

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

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

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

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

Tal regramento determina que deverão ser inseridos no instrumento de justificação informações adicionais, no que se refere o cálculo das relações de substituição das ações detidas pelos acionistas não controladores (art. 264, *caput*, da LSA).

Sobre a finalidade do procedimento especial previsto no art. 264 da LSA esclarece Daniel Kalansky:

A exigência de avaliação do patrimônio líquido a preço de mercado quanto às incorporações controladas se deve ao fato de não existirem duas vontades a deliberar livremente sobre as condições da operação, pois o mesmo controlador deverá aprová-la nas assembleias das duas sociedades envolvidas. Por este motivo, o mandamento legal do art. 264 da LSA tem por finalidade proteger os acionistas minoritários da companhia incorporada. Estes, cientes da relação de substituição previstas no protocolo, bem como daquela resultante da avaliação dos patrimônios líquidos a preço de mercado, terão todos os elementos necessários para decidir se permanecerão ou não na companhia, além de conferir se terão ou não direito à opção do parágrafo 3º do art. 264 da LSA, conforme abaixo explicado.<sup>19</sup>

Assim, os instrumentos de justificação das operações que envolvam companhias em situação de controle comum deverão conter, em complemento ao previsto nos artigos 224 e 225 da LSA, a avaliação das ações da companhia controlada e da sua controladora, na mesma data, com base no patrimônio líquido e em preço de mercado ou, no caso de companhia aberta, com base em qualquer outro critério admitido pela Comissão de Valores Mobiliários (art. 264, *caput* da LSA).

Determina-se assim, que seja apresentado um cálculo da relação de troca teórico, apurado com base no patrimônio de ambas as companhias, avaliados com base no critério de patrimônio líquido a preço de mercado, tal qual como ocorreria em caso de liquidação.

Como explica Evandro Fernandes de Pontes esta medida tem como finalidade assegurar que a avaliação seja realizada com base na situação real da companhia, e não com base no valor contábil, que muitas vezes pode conferir estimativa que não corresponda a realidade das companhias.

Essa avaliação busca ampliar o eixo de equivalência das operações circunscritas a esse artigo por meio de avaliações específicas das companhias envolvidas, onde a “fotografia a ser tirada” do momento societário de cada companhia parte nas operações faça um foco e jogue luzes em seu aspecto patrimonial. Qual seja, o avaliador deverá verificar o balanço da companhia e, sobre as informações dispostas em balanço auditado, que reflete a situação patrimonial, ajustar as linhas desse balanço referente aos seus ativos, alterando-lhe o valor histórico para que reflita o seu valor de mercado, ou seja, o seu valor possível de liquidação imediato.<sup>20</sup>

Não obstante, importante ressaltar que a principal finalidade do procedimento especial previsto no art. 264 da LSA é conferir transparência e publicidade ao negócio

---

<sup>19</sup> KALANSKY, Daniel, **Incorporação de Ações estudo de casos precedentes**. São Paulo: Saraiva, 2012. p.86.

<sup>20</sup> PONTES. op.cit. p. 235.

jurídico pretendido, garantindo que sejam disponibilizadas aos acionistas minoritários informações suficientes para que estes possam avaliar sua situação político e econômica, após à implementação da operação.

Neste sentido, explicam Paulo Cezar Aragão e Monique M. Mavigner de Lima sobre o tema:

A confrontação dos patrimônios das sociedades controladora e controlada, pelos mesmos critérios e na mesma data, resulta na disponibilidade da informação acerca de uma relação de troca teórica, que possibilitará o acionista minoritário medir a equitatividade da relação de troca efetiva a ele oferecida nos termos do protocolo e da justificação de incorporação, comparando-a com a dita relação teórica resultante de laudos especiais elaborados nos termos do art. 264 da LSA ora examinado.<sup>21</sup>

Isto porque, não há vinculação aos critérios apresentados no instrumento de protocolo e justificação, para fins de implementação da relação de troca, conforme explica Modesto Carvalhosa e Nelson Eizirik:

Não obstante a proteção conferida aos acionistas minoritários para estes casos, importante se faz mencionar que, apesar de exigir que determinadas informações sejam fornecidas, a legislação societária não vincula os acionistas aos critérios apresentados, nos termos do art. 264.<sup>22</sup>

Não obstante, caso os minoritários verifiquem que a relação de troca proposta no instrumento de protocolo e justificação é menos vantajosa que a avaliação comparada, poderão optar por exercer o direito de recesso com base nesse critério (art. 264, §3º da LSA).

No entanto, a faculdade trazida pelo legislador para fins de exercício do direito de recesso muitas vezes não consiste em remédio adequado para mitigar eventuais prejuízos dos minoritários, seja em razão da sua inaplicabilidade para os casos de companhia com liquidez e dispersão, ou seja, pelo fato de que - ainda que haja um valor diferenciado para o reembolso este - muitas vezes, não reflete a contrapartida mais adequada para o acionista minoritário.

---

<sup>21</sup>ARAGÃO, Paulo Cezar e LIMA, Monique M. Mavigner de. Incorporação de controlada: A Disciplina do Art. 264 da Lei 6.404/76. In: Perin Junior, Elcio; Kalansky, Daniel e Peyser, Luiz. **Direito Empresarial: Aspectos Atuais de Direito Empresarial brasileiro e comparado**. 1. ed. São Paulo, SP: Método, 2005. p. 354.

<sup>22</sup> CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. **Estudos de direito empresarial**. São Paulo: Saraiva, 2010. p.185.



Motivo este que, que nos faz passar à análise de um novo tópico, que consiste na forma pela qual se dá a definição da relação de troca de ações, a atuação dos administradores neste processo e os mecanismos criados para coibir abusos por parte dos acionistas controladores.

### 3.4 Relação de troca

A relação de troca consiste na confrontação do patrimônio das companhias envolvidas em determinada operação societária, com a finalidade de apurar o quanto o investimento realizado por determinado acionista em uma companhia, deverá equivaler na outra, uma vez formalizada a operação pretendida.

Conforme mencionado no item precedente, a lei do anonimato não estipula um critério de relação de troca a ser observado nas operações de incorporação de ações, sejam estas sob o contexto de controle, ou não.

Isto porque, a legislação brasileira “*adota o princípio da liberdade convencional dos parâmetros para a relação de troca*”<sup>23</sup>, cabendo, portanto, à administração das companhias envolvidas negociarem a forma como se dará a relação de troca de ações quando da formalização da operação.

Referido princípio não é absoluto, visto que tanto a administração da companhia, como o acionista majoritário deverão aprovar a operação visando o interesse das companhias envolvidas, especialmente nos casos de incorporação de ações de companhia controlada ou quando envolver companhias sob controle comum.

A definição da relação de troca é importante, pois é a forma pela qual se determina quantas ações de emissão da incorporadora serão atribuídas a cada uma das então acionistas da incorporada, que não exercerem o seu direito de recesso por ocasião da submissão da operação.

Assim, a relação de troca é mecanismo pelo qual determina-se a quantidade de ações que serão entregues aos acionistas da controlada na incorporadora em contrapartida à cada ação de emissão da sociedade por ela incorporada.

---

<sup>23</sup> CONFORME: KALANSKY, Daniel, **Incorporação de Ações estudo de casos precedentes**. São Paulo: Saraiva, 2012. p.84.

No que se refere a importância da definição de relação de substituição de ações no âmbito das operações de reestruturação societária, em especial de incorporação de sociedades e incorporação de ações, Modesto Carvalhosa e Nelson Eizirik explicam:

A relação de substituição de ações é um dos aspectos mais relevantes e delicados da operação de incorporação. É pela determinação do valor comparativo das ações da sociedade incorporada e da incorporadora que se fará a retribuição aos acionistas minoritários pelos títulos extintos por ele detidos na sociedade incorporada, determinando-se a justa contrapartida em ações de valor equivalente na sociedade incorporadora, de forma a evitar-lhes, qualquer prejuízo patrimonial.<sup>24</sup>

Razão pela qual é essencial que a relação de troca se dê de forma equitativa entre os acionistas, de modo que não implique em “modificação do valor das participações antigas e novas, e assim definindo quantas ações da sociedade incorporada serão emitidas em substituição das ações extintas da sociedade incorporada”.<sup>25</sup>

Ou seja, entende-se por equitativa, a relação de troca realizada de forma justa. Não obstante, é difícil avaliar o que seria uma relação de troca justa, em especial devido ao fato de avaliação das companhias considerar elementos subjetivos para a sua determinação.

Conforme verificaremos nos próximos capítulo, a fixação de uma relação não equitativa de troca, poderá caracterizar o impedimento de voto do acionista não controlador e ainda no descumprimento do dever de diligência pelo administrador.

---

<sup>24</sup> CARVALHOSA. op.cit. p.182.

<sup>25</sup> LUCENA. op.cit. p. 980.

## 4 REGULAMENTAÇÃO CVM

Após ter sido demandada por diversas vezes a se manifestar sobre o tema, a CVM expediu instrução normativa e dois pareceres, a saber a Instrução Normativa n.º 565, de 15 de junho de 2015 (“ICVM 565/2015”) e os Pareceres de Orientação n.º 34 e n.º 35, publicados, respectivamente, no Diário Oficial da União em 22 de agosto de 2006 e 02 de setembro de 2008, com a finalidade de orientar os agentes do mercado acerca da matéria, de modo a estabelecer melhores práticas por parte dos controladores e administradores, face à implementação de operação de incorporação de ações.

A aplicabilidade de referidos pareceres costuma ser discutida pela doutrina, visto que alguns doutrinadores entendem que a CVM extrapola a competência que lhe foi outorgada para regular determinados assuntos.

Neste sentido, citamos a opinião de Luiz Leonardo Cantidiano:

Apesar de compreender a preocupação que tem a CVM sobre a condições estabelecidas pelas companhias abertas envolvidas em operações de incorporação de sociedades e incorporação de ações, entendo que a lei não defere competência à autarquia para impor requisitos especiais à operação, tais como (a) a prévia aceitação, pelos destinatários de oferta pública apresentada pela sociedade incorporadora, das condições da operação e (b) da retirada do direito de voto de alguns acionistas das sociedades que participam da operação, acompanhadas da outorga do direito político a outros seus integrantes.<sup>26</sup>

Não obstante, importante se faz lembrar que a CVM é uma autarquia, que tem dentre as suas atribuições, estimular a aplicação em valores mobiliários, assegurar que o funcionamento do mercado de capitais brasileiro ocorra de forma eficiente e regular e proteger investidores e emissores do mercado de capitais.

Para tanto, a Lei n. 6.385, de 7 de dezembro de 1976 (“Lei n.º 6.385/76”), dispõe no art.1º, §3º, que competirá à CVM, expedir normas, podendo exigir que determinados os emissores de valores mobiliários se organizem sob a forma de sociedade anônima, determinar que as suas demonstrações financeiras sejam auditadas por auditor independente registrado na CVM e, ainda, fixar padrões de

---

<sup>26</sup> CANTIDIANO, Luiz Leonardo. Incorporação de sociedades e incorporação de ações. In: Castro, Rodrigo R. Monteiro de; Azevedo, Luiz André N. de Moura Azevedo. **Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais**. 1. ed. São Paulo, SP: Quartier Latin, 2010. p. 156.

cláusulas e condições a serem adotadas para títulos e contratos de investimento negociáveis em balcão organizado ou não, podendo, para tanto, recusar a admissão de emissões que não satisfaçam a tais padrões.

#### **4.1 Instrução Normativa CVM nº 565/2015**

Por meio da ICVM nº 565/2015 (que revogou a instrução normativa nº 319/1999), a CVM estabeleceu determinadas regras a serem observadas nas operações incorporações de ações que envolvam, ao menos uma companhia emissora de valores mobiliários registrados na categoria A, a saber aquelas que possuem autorização para negociar seus valores mobiliários em mercados regulamentados, com a finalidade de prever requisitos adicionais de transparência a serem observados nesses casos.

A aplicabilidade desta instrução normativa restringe-se às companhias registradas sob a categoria A, ficando excluídas, portanto, as companhias registradas sob a categoria B, ou seja, aquelas com autorização para negociar ações, certificados e/ou quaisquer valores mobiliários que confirmam direito de adquirir ações por conversão.

Referida instrução normativa, reitera algumas premissas já previstas na legislação anterior, exigindo que determinadas informações sejam fornecidas com maior detalhamento, no momento da publicação do fato relevante, as quais incluem, entre outros, a descrição do propósito da operação, os principais riscos, benefícios e custos atinentes à sua implementação e, quando conhecidos a relação de substituição de ações, os critérios utilizados para sua fixação (ICVM nº 565/2015, anexo 3).

Exige-se, ainda, que as companhias, informem nesta mesma oportunidade caso haja qualquer limitação nas informações divulgadas ao mercado e as razões pelas quais tais informações estariam sob revisão e que divulguem as suas demonstrações financeiras com a mesma data base, que via de regra não poderá ser superior a 180 dias da data da assembleia que tenha como ordem do dia a operação.

No que se refere o laudo de avaliação a ser disponibilizado em atenção ao disposto no art. 264 da LSA, a CVM autoriza que as companhias registradas sob a categoria A, adotem como critério para fins de avaliação, o valor de patrimônio líquido a preços de mercado ou fluxo de caixa descontado, caso este ainda não tenha sido utilizado como critério determinante para estabelecer a relação de troca proposta (art.

8º, 1º, ICVM nº 565/2015), devendo, ainda, observar a regulamentação da CVM para a avaliação na hipótese de oferta pública de ações.

Verifica-se, ainda, que a CVM atribui aos administradores maior responsabilidade, à medida que considera como infração grave eventuais falhas nas demonstrações financeiras e na publicação de fato relevante. O descumprimento do dever fiduciário nestes casos, poderá implicar na aplicação de penas de suspensão no exercício das funções de administrador e até cassação de autorização junto à CVM.

#### **4.2 Impedimento de Voto e o Parecer de Orientação CVM nº 34/2006**

É pacífico o entendimento de que o acionista controlador não deverá ser impedido de votar em operações de incorporação e incorporação de ações de companhia controlada e/ou que estejam sob controle comum.

Isto porque, entende-se não ser razoável que o controlador fique de fora de deliberação de matéria com tamanha relevância, devendo as partes idealmente encontrar um ponto de equilíbrio entre a vontade da maioria e o interesse dos minoritários, tal qual como explica Paulo Cezar Aragão e Monique M. Mavigner de Lima:

Em vista do disposto no referido preceito legal, poder-se-ia algar, em uma primeira análise, que na hipótese de incorporação envolvendo sociedades sob o mesmo controle haveria conflito de interesses, potencial impeditivo do compute do voto do acionista controlador, sob o fundamento de que a mesma operação e o exercício do direito de voto em tais circunstâncias poderiam 'ensejar práticas abusivas contra os acionistas minoritários'. [...] A tal propósito, é bastante esclarecedora a opinião de D. Schmidt, para quem o abuso da maioria se configura pela 'intenção de usar o poder com um fim estranho ao interesse da coletividade dos sócios', conceituado tal interesse coletivo como ponto de equilíbrio entre a vontade de maioria e os direitos dos minoritários, pelo qual se assegura a ambos os grupos em igualdade no tratamento e no gozo das vantagens oriundas da condição de sócio.<sup>27</sup>

Não obstante, a prática demonstrou que este equilíbrio não é facilmente atingido, razão pela qual, após ter sido demandada a se manifestar em diversos casos

---

<sup>27</sup>ARAGÃO. op.cit. p. 348, 349.

concretos, a CVM expediu parecer de orientação a fim de interpretar a redação constante no art. 115, §1º da LSA e uniformizar a aplicação do instituto.

O art. 115 da LSA determina que o acionista deverá exercer seu direito de voto visando o interesse da companhia, devendo ser considerado como abusivo o voto que venha a ser exercido com finalidade diversa, seja com o objetivo de causar danos aos demais acionista ou valer-se da estrutura da companhia para obter vantagem em detrimento dos interesses da companhia.

Neste sentido, o §1º do art. 115 da LSA dispõe que os acionistas não poderão votar, entre outros casos, em quaisquer outras matérias em que possam ser beneficiados de modo particular ou quanto envolver interesse conflitante com o da companhia.

A CVM, após ter sido demandada a se manifestar sobre alguns casos concretos concluiu que os acionistas controladores estarão impedidos de votar quando se tratar de operações de incorporação de ações desproporcionais, ou seja, nas quais tenham sido “*atribuídos diferentes valores para as ações de emissão de companhia envolvida na operação, conforme sua espécie, classe ou titularidade*”<sup>28</sup> e que impliquem em contraprestação abusiva da companhia cujas ações serão incorporadas.

Sobre o impedimento de voto do acionista controlador para os casos em que tiverem sido atribuídas relações de troca desproporcionais, esclarece Daniel Kalansky:

Assim, o impedimento de voto do acionista controlador somente poderá ser configurado se ficar demonstrada uma contraposição abusiva ao interesse da controlada, devendo ser examinado caso a caso, em cada hipótese concreta, se a sua aprovação não desatende ao interesse social.<sup>29</sup>

Referido parecer critica a forma pela qual a avaliação das ações, para fins de relação de troca vem sendo realizada, que acaba por implicar uma relação de troca desproporcional para a sociedade holding, sem que haja fundamento apto para respaldar tal diferenciação.

---

<sup>28</sup> BRASIL. CVM. **Parecer de Orientação CVM 34**. São Paulo: Cvm, 2006. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/pareceres-orientacao/pare034.html>>. Acesso em: 20 jun. 2018.

<sup>29</sup> KALANSKY. op.cit. p.101.

Verifica-se, ainda, a existência de certa polêmica nos casos concretos, visto que é difícil estabelecer uma diferença clara da ocorrência de “benefício particular” ou “interesse conflitante com o da companhia”.

Neste sentido, fazemos referência à definição de benefício particular de Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes, em manifestação de voto proferido em consulta formulada por Tempo Capital Fundo de Investimento de Ações no Processo CVM n. RJ 2013/10913:

O conceito de benefício particular e quais acionistas devem se abster de votar quando confrontados com o benefício particular ainda é fonte de controvérsia nesta CVM. Na interpretação tradicional, o benefício particular é caracterizado por uma ruptura lícita da igualdade entre os acionistas em vista da concessão de uma liberalidade por parte da companhia. Além desta situação clássica, o Parecer de Orientação CVM n. 34 entendeu que o benefício particular também ocorre quando a relação de troca em operações de reorganização societária for fixada de forma distinta para acionistas titulares de ações de espécies ou classes diferentes, ou mesmo para ações integrantes do bloco do controle e ações com direito a voto dos demais acionistas minoritários, tal como nos casos Tele Norte Leste e Duratex.<sup>30</sup>

Em relação às limitações para o exercício do direito de voto pelo controlador, Evandro Fernandes de Pontes critica as soluções propostas pela CVM como meio a coibir eventuais abusos:

[...] seria adequado, em operações de migração e consolidação de controle, tentar resolver um problema que existe no âmbito do regime da avaliação das ações (*valuation*) com soluções que restringem direitos políticos como o de voto? Em outras palavras, estaria a CVM, no longo prazo, oferecendo uma solução razoável ao mercado quando responde com direitos políticos a uma demanda que é essencialmente de natureza patrimonial-econômica?<sup>31</sup>

#### 4.2.1 Reestruturação do Grupo Telemar

Referida operação de reestruturação societária deu origem ao Processo CVM n.º RJ 2006/6785, e teve por finalidade concentrar a base acionária do Grupo Telemar, até então dividida em três companhias e seis classes distintas, em uma única companhia, cujo capital seria dividido em ações ordinárias.

---

<sup>30</sup> BRASIL. CVM. Processo CVM n.º RJ 2013/10913. **Manifestação de Voto**: Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes. Rio de Janeiro, 20 mai. 2014. Disponível em:

<<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/2014/9012-4.pdf>>. Acesso em: 20 jun. 2018.

<sup>31</sup> PONTES. op.cit. p. 261.

Tal reestruturação societária foi dividida em três etapas, a saber:

- (i) A incorporação das ações da Tele Norte Leste Participações S.A. (“TeleNorte”) por sua controladora Telemar Participações S.A. (“Telemar Participações”);
- (ii) A conversão das ações preferenciais da Telemar Norte Leste S.A. (“Telemar Norte”), em ordinária, controlada pela TeleNorte; e
- (iii) A migração de acionistas ordinários da Telemar Norte para a base acionária da Telemar Participações.

Para formalização de referida operação, as companhias envolvidas adotaram diferentes critérios para fins de avaliação dos seus patrimônios. Verificou-se, ainda, a fixação de relação de troca de ações diferenciada para cada classe de ações.

O colegiado da CVM ao avaliar a aplicabilidade do Parecer de Orientação n.º 34 em face ao caso concreto, entendeu que os acionistas preferencialistas deveriam votar acerca da aprovação da operação de incorporação de ações. Isto porque, constatou-se que ao equacionar as dívidas líquidas da Telemar Participações, foi atribuído um sobrepreço para as ações.

Referido caso demonstrou uma mudança no entendimento da CVM, que até considerava que a apresentação dos critérios estabelecidos no art. 264 da LSA seria suficiente para resguardar o interesse dos acionistas minoritários. Em relação ao voto vencedor proferido por Marcelo Trindade, citamos Daniel Kalansky:

Sobre o assunto, o Presidente Marcelo Trindade deixou claro que benefício particular consistente no sobrepreço das ações seria auferido pelo ativo e não pelo acionista, pois alcança objetivamente toda espécie de ação. Ainda, ponderou que somente se poderia arguir o impedimento da pessoa do acionista quando decorrente de um benefício obtido por força de uma situação subjetiva, como as primeiras hipóteses mencionadas pelo §1º do art. 115 da LSA.<sup>32</sup>

#### **4.3 Deveres fiduciários e o Parecer de Orientação CVM n.º 35/2008**

O Parecer de Orientação CVM n.º 35, de 02.09.2008 (“Parecer de Orientação CVM n.º 35/2008”), recomenda a observância de determinados procedimentos pelos administradores de companhias abertas na hipótese de implementação de operações societárias (fusão, incorporação e incorporação de ações), envolvendo companhia controladora e sua controlada e/ou companhias sob controle comum, a fim de afastar

---

<sup>32</sup> KALANSKY. op.cit. p. 209.



o risco de fixação de uma relação de troca não comutativa entre as partes o que poderia configurar o descumprimento de dever fiduciário.

Isto porque, nas incorporações de ações deliberadas sob o contexto de controle existe maior risco de a relação de troca proposta pelos órgãos da administração não ser comutativa, visto que o interesse das companhias fica sujeito a um mesmo acionista controlador.

Devido ao fato de a relação de troca ser matéria de natureza negocial a ser estipulado pela administração e aprovado pela maioria, espera-se que tanto a administração, como os acionistas majoritários cumpram com as limitações impostas pela lei societária.

Sobre a atuação dos administradores na hipótese de operações de verticalização esclarece Evandro Fernandes de Pontes:

[...] a operação de verticalização, por suas características próprias, como ausência de um acionista controlador para interferir nas avaliações, métodos e critérios (sobretudo quando a administração não é profissional e o controlador tem assento na diretoria e no conselho), coloca em total evidência a responsabilidade dos administradores e os seus deveres fiduciários em relação aos acionistas que representam.<sup>33</sup>

Neste mesmo sentido explica José Ricardo de Azevedo Ribeiro:

O que se deve analisar é se a conduta dos administradores no processo de definição da relação de substituição, bem como a conduta dos acionistas controladores na deliberação da operação foram pautadas pelo atendimento dos deveres dessas partes previstos na LSA.<sup>34</sup>

Conforme determinam os artigos 154, 153 e 245 da LSA, os administradores deverão buscar sempre o melhor interesse da companhia, ainda que estes não coincidam com os interesses daqueles que o elegeram (a saber, acionista controlador), desempenhar suas atividades com diligência e zelar para que as operações que envolvam companhias sob controle comum sejam pautadas em condições comutativas.

---

<sup>33</sup> PONTES. op.cit. p. 177.

<sup>34</sup> RIBEIRO, José Ricardo de Azevedo. Notas sobre a relação de substituição em operações de incorporação envolvendo companhias abertas. In: Rovai, Armando Luiz; Neto, Alberto Murray. **As sociedades por ações na visão prática do advogado**. 1. ed. Rio de Janeiro, RJ: Elsevier, 2010. p. 133.

Assim tal parecer traz determinadas recomendações, complementares aos deveres fiduciários previstos na lei do anonimato, com a finalidade de nortear a atuação dos administradores em um contexto específico. Tais recomendações consistem na adoção, pela administração, de alguns procedimentos e medidas, que consistem, entre outros:

- (i) Na negociação efetiva pelas partes dos termos e condições da operação e da melhor relação de troca;
- (ii) Na divulgação de fato relevante, comunicando ao mercado sobre as negociações desde o seu início;
- (iii) Documentação das deliberações e negociações para que possam ser averiguadas posteriormente;
- (iv) Avaliar a adequação para a contratação de assessores jurídicos e financeiros que sejam independentes em relação ao controlador e remunerados adequadamente;
- (v) Na hipótese de os termos da operação venham se comprovar insatisfatórios, os administradores devem rejeitar a operação; e
- (vi) Disponibilizar aos demais acionistas toda a documentação que embasar a decisão da administração.

Ainda, a CVM recomenda que seja criado um comitê especial independente que ficará responsável por negociar e pautar suas recomendações ao órgão competente, nem como condicionar a concretização da operação à aprovação da maioria dos acionistas não controladores, inclusive quando houverem acionistas preferencialistas.

Importante esclarecer que tais recomendações expedidas pela CVM consistem em um rol exemplificativo, não exaustivo, razão pela qual a administração poderá, a seu exclusivo critério, estipular outros mecanismos que não estejam expressamente previstos no Parecer de Orientação n.º 35, e que entendam ser suficientes para respaldar a materialização ou não da operação.

#### 4.3.1 Incorporação de ações da HFF Participações S.A. (Caso BRF/Sadia)

Julgada no primeiro semestre de 2009 a operação em questão tinha por objeto a associação da Perdigão S.A. (“Perdigão”) e da Sadia S.A. (“Sadia”), duas das

maiores empresas de alimentos do mundo, como objetivo unificar suas operações sob a denominação de Brasil Foods S.A. (“BRF”, antiga Perdigão) e deu origem ao Processo CVM n.o RJ 2009/4691.

Dentre as sucessivas operações verificadas a fim de concretizar o negócio, a primeira etapa do processo de integração consistia no aporte pelos acionistas controladores da Sadia das suas participações na HFF Participações S.A. (“HFF”), e passaram a figurar como acionistas desta última.

Ato subsequente, a Perdigão teve a sua denominação alterada para BRF, e em momento subsequente incorporou a totalidade das ações de emissão da HFF Participações S.A. (“HFF”). Nesta ocasião, tanto a HFF como a BRF possuíam ações negociadas na bolsa de valores mobiliários.

A HFF tornou-se então subsidiária integral da BRF e os acionistas da Sadia, passaram a ser acionistas indiretos da BRF. Em seguida a BRF incorporou as ações detidas pelos minoritários da Sadia.

Com a formalização das operações sucessivas que tiveram como finalidade materializar o negócio jurídico formalizado entre partes independentes, a Superintendência de Relações com Empresas – SEP (“SEP”) entendeu à época que *“a operação em questão contemplou relações de trocas diferenciadas, sendo superior para os acionistas ex-integrantes do bloco de controle da Sadia e pessoas a eles ligadas”*.<sup>35</sup> Isto porque, entendeu-se que a relação de troca atribuída aos acionistas pertencentes ao bloco de controle não foi fixada com base em critérios objetivos.

Razão pela qual a SEP solicitou manifestação do Colegiado, que entendeu ser pertinente a criação de um comitê independente, aplicando, portanto, o disposto no Parecer de Orientação n.º 35/2008.

Nesta ocasião o Colegiado se manifestou no sentido de que o parecer em questão deveria ser aplicado em todos os casos no quais houvessem incorporação de companhia por sua controladora, nas quais houvessem relações de troca desproporcionais, ainda os termos a elas pertinentes tivessem sido formalizados entre partes independentes, tal qual como ocorreu no caso em questão.

Em voto vencedor proferido por Marcos Pinto, o Diretor esclarece ter ficado evidente a existência de um benefício particular, e apesar de tal fato não fazer com que a operação fosse considerada ilegal, seria considerado como fato impeditivo para

---

<sup>35</sup> KALANSKY. op.cit. p.252.

o exercício do direito de voto pelos acionistas dos controladores da Sadia, ou quaisquer outros que o tivessem sucedido<sup>36</sup>, não obstante a criação dos comitês especiais, conforme verificado no caso concreto.

Neste caso ficou evidente o quanto a aplicabilidade de referido parecer de orientação pode gerar controvérsia, visto que, não obstante o fato das companhias envolvidas terem adotados as recomendações propostas pela CVM, ainda assim os acionistas controladores foram considerados impedidos de votar.

Tal entendimento contraria a intenção do legislador a orientação criada pela própria autarquia acerca do tema.

---

<sup>36</sup> BRASIL. CVM. Processo CVM n.º RJ 2009/4691. **Manifestação de Voto**: Marcos Pinto. Rio de Janeiro, 11 ago. 2009. Disponível em: < <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisooes/anexos/0006/6584-2.pdf>>. Acesso em: 20 jun. 2018.

## 5 CONCLUSÃO

Diante do exposto neste trabalho, concluímos que a operação de incorporação de ações consiste em operação societária por meio da qual a totalidade das ações de uma companhia é incorporada por outra, tornando-se, assim subsidiária integral da segunda.

Como consequência desta operação o patrimônio da companhia cujas ações foram incorporadas permanece intacto e há uma modificação da configuração do patrimônio dos acionistas da companhia cujas ações foram incorporadas.

Referida operação tem sido amplamente utilizada por companhias brasileiras como forma de reorganização societária e com finalidade de concentração empresarial.

Apesar de conter um procedimento específico previsto na legislação brasileira, conclui-se que a eficácia da sua aplicação ainda é questionada, em especial quando se tratam de operações de incorporação de ações que envolvam relação de controle.

Os Pareceres do Orientação n. 34 e 35 expedidos pela CVM sobre o tema, implementados com a finalidade afastar a ocorrência de condutas lesivas aos acionistas minoritários, se resumem, respectivamente, em estabelecer os deveres dos administradores das companhias, face à implementação de operações de incorporação de ações, quando tomadas no âmbito de incorporação de ações de companhia controlada ou quando estejam sob o controle comum.

Atualmente a propositura de relação de troca desproporcional para o acionista controlador é interpretada como um benefício particular, ainda que tal relação de troca tenha sido fixada observado o procedimento recomendado por meio do Parecer de Orientação CVM n.º 35/2008, tal qual como verificou-se no caso da BRF.

Ainda, identificamos a existência de relevante lacunas no que tange os critérios para elaboração de laudos de avaliação.

Tal regulamentação não tem se demonstrado eficaz para solucionar o problema, em especial por não estabelecer de forma objetiva a forma como se estabelece a relação de troca em operações desta natureza e devido ao fato de não haver uma aplicação uniforme no julgamento de casos concretos.

Ao nosso ver, a relação de troca teórica apresentada por força do disposto no art. 264 da LSA, apesar de não ser vinculativa para fins de fixação da relação de troca, poderia servir para demonstrar a compatibilidade entre a relação de troca negocial que está sendo proposta e a apurada com base na avaliação.

Por fim, nos parece evidente que as normas atuais sobre a questão têm se demonstrado ineficientes para tutelar o interesse dos acionistas minoritários e em diversas ocasiões têm trazido insegurança jurídica aos acionistas majoritários, que podem ter a validade das operações estruturadas questionada. Razão pela qual entendemos que a legislação aplicável ao instituto de incorporação de ações, em especial quando envolver contexto de controle, deve ser revisada.

## REFERÊNCIAS

- CANTIDIANO, Luiz Leonardo. Incorporação de sociedades e incorporação de ações. In: Castro, Rodrigo R. Monteiro de; Azevedo, Luiz André N. de Moura Azevedo. **Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais**. 1. ed. São Paulo, SP: Quartier Latin, 2010.
- CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à lei de sociedades anônimas: arts.206 a 242**. 5. ed. rev. atual. São Paulo: Saraiva, 2011. v. 4. tomo 1.
- CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. **Estudos de direito empresarial**. São Paulo: Saraiva, 2010.
- CRISTIANO, Romano. **A Subsidiária integral no Brasil**, São Paulo: Revista dos Tribunais, 1986.
- EIZIRIK, Nelson et al. Warde Júnior, Walfrido (coord). **Fusão, cisão, incorporação e temas correlatos**. São Paulo: Quartier Latin, 2009.
- EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**. Volume IV – Arts. 206 ao 300. São Paulo: Quartier Latin, 2015.
- KALANSKY, Daniel, **Incorporação de Ações estudo de casos precedentes**. São Paulo: Saraiva, 2012.
- LAMY FILHO, Alfredo. **A Lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação**. Rio de Janeiro: Renovar, 1996.
- LUCENA, José Waldecy. **Das sociedades anônimas – comentários à lei (arts. 189 a 300)**. 3.v. Rio de Janeiro: Renovar, 2012. p. 811-812.
- PERIN JUNIOR, Elcio; Kalansky, Daniel e Peyser, Luiz. **Direito Empresarial: Aspectos Atuais de Direito Empresarial brasileiro e comparado**. 1. ed. São Paulo, SP: Método, 2005.
- PONTES, Evandro Fernandes de. **Incorporação de ações no direito brasileiro**. 1. ed. São Paulo, SP: Almedina, 2016.
- RIBEIRO, José Ricardo de Azevedo. Notas sobre a relação de substituição em operações de incorporação envolvendo companhias abertas. In: Rovai, Armando Luiz; Neto, Alberto Murray. **As sociedades por ações na visão prática do advogado**. 1. ed. Rio de Janeiro, RJ: Elsevier, 2010.
- XAVIER, Alberto. **Incorporação de Ações: Natureza Jurídica e Regime Tributário**. CASTRO, Rodrigo R. Monteiro e ARAGAO, Leandro Santos (coord.). Sociedade Anônima – 30 anos da Lei 6.404/76. São Paulo: Quartier Latin, 2007.

## LEGISLAÇÃO

BRASIL. Lei nº 6404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Palácio do Planalto Presidência da República, Brasília, DF, 15 dez. 1976. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404consol.htm)>. Acesso em: 01 jun. 2018.

BRASIL. CVM. **Parecer de Orientação CVM 34**. São Paulo: CVM, 2006. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/pareceres-orientacao/pare034.html>>. Acesso em: 20 jun. 2018.

BRASIL. CVM. **Parecer de Orientação CVM 35**. São Paulo: CVM, 2008. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/pareceres-orientacao/pare035.html>>. Acesso em: 20 jun. 2018.

BRASIL. CVM. Processo CVM n.º RJ 2009/4691. **Manifestação de Voto**: Marcos Pinto. Rio de Janeiro, 11 ago. 2009. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0006/6584-2.pdf>>. Acesso em: 20 jun. 2018.

BRASIL. CVM. Processo CVM n.º RJ 2013/10913. **Manifestação de Voto**: Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes. Rio de Janeiro, 20 mai. 2014. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/2014/9012-4.pdf>>. Acesso em: 20 jun. 2018.

BRASIL. **Instrução Normativa CVM nº 319, de 06 de dezembro de 1999**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst319.html>>. Acesso em: 20 jun. 2018. (PARCIALMENTE REVOGADA)

BRASIL. **Instrução Normativa CVM nº 565, de 16 de junho de 2015**. Dispõe sobre operações de fusão, cisão, incorporação e incorporação de ações envolvendo emissores de valores mobiliários registrados na categoria A. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst565.html>>. Acesso em: 20 jun. 2018.

SIMONSEN, Mário Henrique. **Exposição de Motivos nº 196, de 24 de junho de 1976, do Ministério da Fazenda**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/leis-decretos/anexos/EM196-Lei6404.pdf>>. Acesso em: 10 jun. 2018.



## REFERÊNCIAS COMPLEMENTARES

AZEVEDO, Luis Augusto Roux et al. França, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes (Coord.) **Direito societário contemporâneo I**. São Paulo: Quartier Latin, 2009. v. 1.

BORBA, José Edwaldo Tavares. **Direito Societário**. 10. ed. rev.aum.atual. Rio de Janeiro: Renovar, 2007.

CASQUET, Andréia Cristina Bezerra. **Os direitos de preferência e recesso em operações de incorporação de sociedade e incorporação de ações**. São Paulo, SP: Almedina, 2014. (Insper Direito)

EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**. Volume II – Arts. 80 ao 137. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

MARTINS, Frans. **Comentários à Lei das Sociedades Anônimas**. 4 ed. São Paulo: Forense, 2010.

MORE: **Mecanismo online para referências**, versão 2.0. Florianópolis: UFSC Rexlab, 2013. Disponível em: < <http://www.more.ufsc.br/>>. Acesso em: 27.jun.2018.

MUNIZ, Ian de Porto Alegre. **Fusões e aquisições: aspectos fiscais e societários**. 2. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2011.

OLIVEIRA, Ricardo Mariz de. **Incorporação de Ações no Direito Tributário**. São Paulo: Quartier Latin, 2014.

LAZZARESCHI Neto, Alfredo Sérgio. **Lei das sociedade por ações anotada**. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 2012.