

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
CENTRO DE CIÊNCIAS JURÍDICAS E ECONÔMICAS
FACULDADE DE DIREITO

**OFERTA PÚBLICA DE AQUISIÇÃO DE AÇÕES PARA CANCELAMENTO DE
REGISTRO DE COMPANHIA ABERTA PELA PERSPECTIVA DO ACIONISTA
MINORITÁRIO**

MILENA DE SOUZA LOZANO MONTEIRO

RIO DE JANEIRO
2018/ 1º SEMESTRE

MILENA DE SOUZA LOZANO MONTEIRO

**OFERTA PÚBLICA DE AQUISIÇÃO DE AÇÕES PARA CANCELAMENTO DE
REGISTRO DE COMPANHIA ABERTA PELA PERSPECTIVA DO ACIONISTA
MINORITÁRIO**

Monografia de final de curso, elaborada no âmbito da graduação em Direito da Universidade Federal do Rio de Janeiro, como pré-requisito para obtenção do grau de bacharel em Direito, sob a orientação do Professor Allan Nascimento Turano.

**RIO DE JANEIRO
2018/ 1º SEMESTRE**

De Souza Lozano Monteiro, Milena, 1995-

Oferta Pública de Aquisição de Ações para Cancelamento de Registro de Companhia Aberta pela Perspectiva do Acionista Minoritário / Milena de Souza Lozano Monteiro.– 2018.

64 f. : il. ; 1 cm.

Orientador: Allan Nascimento Turano.

Trabalho de conclusão de curso (graduação) – Universidade Federal do Rio de Janeiro, Curso de Direito, 2018.

1. Direito societário. 2. Mercado de capitais. 3. CVM. 4. Oferta Pública de Aquisição. 5. Cancelamento de Registro de Companhia Aberta. I. Turano, Allan Nascimento. II. Universidade Federal do Rio de Janeiro. Bacharelado em Ciências Jurídicas e Sociais. III. Oferta Pública de Aquisição de Ações para Cancelamento de Registro de Companhia Aberta pela Perspectiva do Acionista Minoritário.

MILENA DE SOUZA LOZANO MONTEIRO

**OFERTA PÚBLICA DE AQUISIÇÃO DE AÇÕES PARA CANCELAMENTO DE
REGISTRO DE COMPANHIA ABERTA PELA PERSPECTIVA DO ACIONISTA
MINORITÁRIO**

Monografia apresentada à Faculdade de Direito
da Universidade Federal do Rio de Janeiro,
como requisito parcial para obtenção do título
de Bacharel em Direito.

Data de aprovação: ____/____/____

Banca Examinadora:

Allan Turano Nascimento – Presidente da Banca Examinadora
LL.M (*Master of Laws*) em Direito Empresarial pela FGV Direito Rio
Prof. de Direito Comercial da FND/UFRJ – Orientador

Fernanda Freitas
LL.M (*Master of Laws*) em Direito Empresarial (*Corporate Law*) pela NYU - EUA.

João Pedro Barroso do Nascimento
Doutorando e Mestre em Direito Comercial pela USP
Prof. de Direito Empresarial da FGV Direito Rio

RESUMO

O objeto de estudo da presente monografia é o *modus operandi* do cancelamento de registro de uma companhia aberta no ordenamento jurídico brasileiro, com enfoque na proteção dada aos acionistas minoritários pela legislação vigente. A primeira parte volta-se à análise de conceitos do direito societário, chave para melhor compreensão do tema. Busca-se a pormenorização das razões determinantes para a tomada de decisão do cancelamento de registro. Na segunda parte do trabalho, objetiva-se compreender a evolução histórica do aparato normativo que regula o tema. Em um terceiro momento da presente exposição, são estudados os procedimentos e instrumentos jurídicos que devem ser empregados para obtenção do cancelamento de registro de companhia aberta; bem como os meios legais previstos para composição de interesses dos acionistas minoritários e acionistas controladores. Dedicar-se a última parte da monografia à análise de dois pontos controversos no que tange ao fechamento de capital de uma companhia aberta.

Palavras-chave: Direito Societário; Mercado de Capitais; Comissão de Valores Mobiliários; Oferta Pública de Aquisição de Ações – OPA; Cancelamento de Registro.

ABSTRACT

The current research analyses the *modus operandi* of the cancellation of registration of a publicly held company in the Brazilian legal system, focusing on the protection given to minority shareholders by the current legislation. The first analyses the concepts of corporate law, key to a better understanding of the subject. It is searched the details of the reasons for the decision to cancel the registration. In the second part of the paper, the objective is to understand the historical evolution of the normative apparatus that regulates the theme. In a third moment of this exhibition, the procedures and legal instruments that must be used to obtain the cancellation of public company registration are studied; as well as the legal means provided for the composition of interests of minority shareholders and controlling shareholders. The last part of the monograph is devoted to the analysis of controversial points regarding the "closing of capital" of a publicly-held company.

KEYWORDS: Corporate Law; Capital market; Securities Commission; Public Offer for Acquisition of Shares - OPA; Cancellation of Registration.

Keywords:

LISTAGEM DE SIGLAS E ABREVIACÕES

AGE	Assembleia Geral Extraordinária
Art.	Artigo
BOVESPA	Bolsa de Valores de São Paulo
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
Instrução CVM	Instrução normativa emitida pela CVM
Lei das S.A.	Lei 6.404. de 15 de dezembro de 1976 (Lei das Sociedades por Ações)
OPA	Oferta Pública de Aquisição de Ações
S.A.	Sociedade anônima

AGRADECIMENTOS

Agradeço, em primeiro lugar, à minha família, Clotilde, Caio e Mario, pela nossa família, raiz de tudo o que faço, desde o início e sempre.

Aos queridos amigos da Faculdade Nacional de Direito, especialmente, Manoel Veloso, Pedro Pessoa, Amanda Rostum e Ludmila Coelho, pela nossa jornada da Moncorvo Filho para a vida. Agradeço pelas risadas e pela parceria.

Aos amigos do Colégio Santo Inácio, André de Lucca, Daniel Cavalcanti e Fernanda Orlande, aos quais devo meu ingresso na UFRJ em primeiro lugar.

À Natalia Barros e Valeria Araujo, mestres e colegas de trabalho, pela generosidade diária, pelo apoio, pela dedicação, pelas opiniões e pelo tempo. A elas, meu profundo carinho e gratidão.

Ao time jurídico da Prumo Logística S.A., em especial Maria Clara Pires e Flavio Valle, pela confiança em mim depositada e pelos preciosos ensinamentos durante os anos de casa. Minha gratidão pelas palavras, pela acolhida e pelo exemplo, os quais serão sempre guardados.

Ao Andriei Cunha, Patricia Marques, João Sá e Livia Ikeda pelo tempo investido na minha formação profissional e pela insistência na excelência.

Por último, mas não menos importante, ao Professor Allan Turano, os meus mais sinceros e profundos agradecimentos, por sua orientação na pesquisa e na elaboração do presente trabalho, pela compreensão e flexibilidade.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	10
CAPÍTULO I - CONCEITOS FUNDAMENTAIS	15
1.1 Conceito de valores mobiliários	15
1.2 Companhia aberta e companhia fechada	18
1.3 Conceito de cancelamento de registro	19
1.4 Composição de interesses dos acionistas	20
1.5 Definição de oferta pública	21
CAPÍTULO II - EVOLUÇÃO HISTÓRICA E APARATO NORMATIVO DE SUPORTE PARA O CANCELAMENTO DE REGISTRO	23
2.1 Análise histórica	23
2.2 Lei 10.303, de 31 de outubro de 2001	26
2.3 Instrução CVM nº 361, de 5 de março de 2002	28
2.4 Instrução CVM nº 480, de 07 de dezembro de 2009	29
CAPÍTULO III - A OPA PARA CANCELAMENTO DE REGISTRO DE COMPANHIA ABERTA E A PROTEÇÃO AO ACIONISTA MINORITÁRIO	32
3.1 Razões determinantes para o cancelamento de registro	32
3.2 Procedimento	34
3.3 Ofertante permitidos	38
3.4 Quórum de aceitação	39
3.5 Critérios para determinação do preço de aquisição	41
3.6 Revisão do preço ofertado	43
3.7 <i>Squeeze-out</i>	46
3.8 Deslistagem	47
CAPÍTULO IV - ASPECTOS CONTOVERSOS	49
4.1 “Fechamento branco” de capital	49
4.2 Incorporação de ações	51
4.3 Companhias Abertas com Patrimônio Líquido Negativo	55
CONCLUSÃO	58
REFERÊNCIAS	61

INTRODUÇÃO

Historicamente, o mercado de capitais se apresenta como uma alternativa para captação de recursos pelas sociedades que buscam financiamento para desenvolvimento de seus projetos, seja por meio da emissão de títulos de dívida, seja por meio da admissão de novos sócios com injeção de capital próprio. Para admissão à negociação de valores mobiliários publicamente, tais como ações, debêntures e notas promissórias, a legislação exige que as sociedades anônimas obtenham o registro de companhia aberta junto à Comissão de Valores Mobiliários (CVM), entidade autárquica especial responsável pela fiscalização e disciplina do mercado de valores mobiliário brasileiro. Somente com o deferimento do registro, as companhias podem, então, acessar o mercado e negociar títulos de sua emissão em bolsa de valores ou entidade do mercado de balcão organizado.

Assim como em dado momento pode ser interessante para uma companhia registrar-se na CVM, é possível que esse interesse se esvaia no tempo. Nesse sentido, uma vez obtido o registro, a companhia aberta pode, a seu exclusivo critério, optar pelo fechamento de capital¹. Em regra, o mecanismo clássico e obrigatório previsto na legislação é o de oferta pública de aquisição de ações para cancelamento de registro de uma companhia aberta (OPA)². Inúmeros são os motivos que levam à opção pelo fechamento de capital: maior autonomia gerencial da administração, redução dos custos operacionais e de acompanhamento normativo exigido para adequação à regulação da CVM, priorização do crescimento orgânico e afastamento da valorização especulativa das ações, entre diversos outros que serão explorados ao longo do presente trabalho.

Independente da motivação, a decisão sobre o fechamento de capital de uma companhia é de caráter eminentemente privado, competindo somente aos seus acionistas decidir sobre as vantagens e desvantagens de se proceder ao cancelamento do registro de companhia aberta.³ Portanto, verificado um dos fatores acima listados, é de se justificar a reavaliação da decisão empresarial que originou a abertura de capital.

¹ As terminologias utilizadas pelo mercado “fechamento de capital” e “abertura de capital”, deverão ser entendidas como sinônimo de cancelamento de registro da companhia aberta e registro da companhia aberta, respectivamente.

² Outras modalidades menos usuais de cancelamento de registro de companhia aberta são o cancelamento voluntário, realizado mediante deliberação em assembleia geral e o cancelamento de ofício realizado pela CVM.

³ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de Capitais: Regime Jurídico**. Rio de Janeiro: Renovar. 2011. 3ª edição, p. 585.

Os números e estatísticas corroboram essa afirmativa. Segundo levantamento disponibilizado pela Associação Brasileira das Companhias Abertas (Abrasca), entre 2014 e 2016, apenas 3 (três) companhias fizeram registros para abertura de capital, enquanto 25 (vinte e cinco) seguiram o caminho oposto e optaram pelo fechamento de capital. De acordo com dados divulgados pela CVM⁴, 11 (onze) companhias optaram pelo cancelamento de registro de companhia aberta no ano de 2017. Não se trata de um evento isolado, pois ao analisar os dados divulgados pela CVM nos anos recentes, evidencia-se a tendência crescente de ocorrências de OPA para fechamento de capital. Nesse sentido, a CVM divulgou que ocorreram 5 (cinco) cancelamentos de registro em 2014, 7 (sete) em 2015 e 13 (treze) em 2016.⁵

A tendência quanto ao aumento de números de companhia fechando o capital é um assunto de extrema importância e que afeta diretamente o próprio mercado de capitais. O aumento do número de OPAs tem como efeito direto a diminuição da oferta de valores mobiliários ofertados ao público. Consequentemente, a redução do número de operações implica também na contração da liquidez do próprio mercado. Com uma menor gama de opções, é natural, ainda, que ocorra uma redução nos investimentos na cadeia produtiva (i.e., no financiamento às atividades empresariais). O encolhimento do mercado pode resultar na fuga de investimento estrangeiros do mercado brasileiro, tornando-o menos atraente para novos investidores, o que gera um ciclo vicioso de estagnação.⁶

Diante do aumento do número de companhias dispostas a fechar seu capital, torna-se necessário analisar os mecanismos e procedimentos exigidos para a realização da operação de fechamento de capital. Tal estudo objetiva evitar danos possivelmente causados à economia brasileira como um todo e, principalmente, para os acionistas minoritários. A sensibilidade da questão reside, principalmente, no ínfimo poder de escolha do acionista minoritário quanto à decisão de fechamento de capital da companhia.

⁴ Relatório Anual CVM 2017. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/publicacao/relatorio_anual/anexos/Relatorio_Anual_2017.pdf. Acesso em maio de 2018.

⁵ SELMI, Paula; MANDL, Carolina. **Em três anos, 25 empresas deixaram a bolsa.** *Valor Econômico*, São Paulo, 18 jan. 2017. Finanças, p. 8.

⁶ NÓBREGA, Maílson da; LOYOLA, Gustavo; GUEDES FILHO, Ernesto Moreira; BASIAL, Denise. **O mercado de capitais, sua importância para o desenvolvimento e o que se defronta no Brasil. Estudos para o desenvolvimento do mercado de capitais.** São Paulo: BOVESPA, 2000. Disponível em: www.bovespa.com.br. Acesso em maio de 2018.

O fechamento de capital se dá, em grande maioria das vezes, por questões alheias a vontade do acionista minoritário. Sendo assim, o detentor da ação se encontra, de forma inesperada, obrigado a escolher entre alienar suas ações ao acionista controlador ou ter seu investimento alocado em uma companhia fechada que lhe proporciona menos acesso à informação e menor liquidez.

Na síntese da doutrinadora Norma Parente, a “perda de liquidez da ação representa, portanto, um dos maiores prejuízos que se pode causar ao acionista minoritário”⁷. Por conta disso, como forma de reduzir os danos inevitáveis oriundos do fechamento de capital, todo o aparato normativo referente ao cancelamento de registro da companhia aberta tem como objetivo fundamental a proteção dos acionistas minoritários. Tal proteção pode ser claramente evidenciada em princípios.

O primeiro deles refere-se ao poder conferido aos minoritários titulares de percentual relevante de ações de impedir o fechamento de capital da companhia⁸. O segundo consiste em assegurar a todos os minoritários a possibilidade de alienar suas ações por preço conveniente, de modo a não os compelir a manter-se acionistas de uma companhia cujas ações não possuam liquidez no mercado e que não esteja obrigada a prestar mínimas informações aos investidores.

Em face destas considerações iniciais, o tema central do presente trabalho consiste em analisar a OPA de cancelamento de registro de companhia aberta pela perspectiva dos acionistas minoritários, isto é, todos os acionistas titulares de ação em circulação que não estejam ligados ao acionista controlador.

O grande dilema presente nas operações fechamento de capital reside na divergência entre as opiniões do acionista controlador e dos acionistas minoritários. Assim, o procedimento da OPA visa equilibrar a situação desigual fática. Ou seja, apesar da decisão de cancelar o registro da companhia aberta partir, em um momento inicial, exclusivamente da administração da companhia, respaldada pelo acionista controlador, o aparato normativo concede prerrogativas e direitos aos acionistas minoritários para atuar no procedimento de fechamento de capital, podendo até impedi-

⁷ PARENTE, Norma. Principais inovações trazidas pela lei no. 10.303, de 31 de outubro de 2001, à lei de sociedades por ações. In: LOBO, Jorge (Coord.) *Reforma da lei das sociedades anônimas – inovações e questões controvertidas da lei no. 10.303, de 31 de outubro de 2001*. 2. Ed. Rio de Janeiro: Forense, 2002, p.21.

⁸ Art. 16, II - acionistas titulares de mais de 2/3 (dois terços) das ações em circulação deverão aceitar a OPA ou concordar expressamente com o cancelamento do registro, considerando-se ações em circulação, para este só efeito, apenas as ações cujos titulares concordarem expressamente com o cancelamento de registro ou se habilitarem para o leilão de OPA, na forma do art. 22.

lo, conforme será melhor explicado ao longo do trabalho. O intuito dessa previsão legal é impedir que os acionistas minoritários, após participarem do financiamento da companhia e assumirem parte do risco do empreendimento, sejam simplesmente expulsos do negócio pelo acionista controlador, de forma injusta e arbitrária.

É inegável que o mero cancelamento de registro da companhia aberta traz prejuízos aos acionistas minoritários. Em primeiro lugar, o acionista sofrerá com a diminuição da liquidez dos valores mobiliários por ele detidos. Pela possibilidade de negociação em bolsa, os valores mobiliários de uma companhia aberta podem ser convertidos em moeda de maneira muito mais ágil e eficiente. Em segundo lugar, o nível de exigências legais, relativas à divulgação de informações em uma companhia aberta, é muito superior ao de uma companhia fechada.

Nesse contexto, a existência de normas, que disciplinam a OPA para cancelamento de registro, ganha enorme relevância e torna-se essencial para o desenvolvimento do mercado de capitais e a tutela dos interesses dos acionistas minoritários. Diante desse cenário, torna-se imprescindível avaliar se o tratamento normativo conferido ao cancelamento de registro destas companhias é capaz de equilibrar, de forma adequada, os direitos da pluralidade acionária¹.

Sendo assim, estando evidentes os interesses teóricos e práticos na discussão do tema, resta definir o como a presente monografia estará estruturada para enfrentá-lo, com o intuito de maximizar a capacidade contributiva do presente trabalho para o meio acadêmico.

Para tanto, a metodologia de pesquisa adotada para construção desta monografia terá por base a análise: (i) de dados coligidos na doutrina jurídica especializada; (ii) da literatura econômica referente ao procedimento e às razões que levam ao fechamento de capital; (iv) da evolução histórica da legislação pertinente; e (v) das decisões, instruções e relatórios elaborados pela CVM.

Dessa forma, o Capítulo 1 trará alguns conceitos fundamentais e introdutórios de direito societário que serão necessários para a compreensão a fundo do mecanismo de oferta pública de aquisição de ações para cancelamento de registro de companhia aberta. Objetiva-se conceituar valores mobiliários, companhia aberta, companhia fechada, controle acionário, acionista minoritário, cancelamento de registro e oferta pública.

Restando claros e fundamentados os conceitos, o Capítulo 2 é dedicado a uma contextualização sucinta do panorama legal. Sobre o aparato normativo, adianta-se que a legislação conferiu à CVM a competência para expedir normas que regulassem o cancelamento de registro de companhia aberta. Inclusive, concedeu-se a CVM a prerrogativa de especificar os casos em que o

registro de companhia aberta poderia ser dispensado, recusado, suspenso ou cancelado, nos termos do artigo 21, parágrafo 6º inciso I, da Lei no 6.385/76. Utilizando-se dessa competência, a CVM editou a Instrução CVM nº 03, de 17 de agosto de 1978 - o primeiro ato normativo a disciplinar o cancelamento de registro da companhia aberta no Brasil – no qual ficou condicionada a obrigatoriedade de realização de uma OPA, destinada à totalidade dos acionistas da companhia, para obtenção do cancelamento.

Mais adiante, o Capítulo 3 pormenorizará o conceito de OPA e seu procedimento, através da análise das normas que disciplinam o tema. Nesse capítulo, busca-se analisar como as etapas do procedimento de fechamento de capital previsto em lei, asseguram a tutela de interesses dos acionistas minoritários. Para tal, vamos analisar as previsões legal de: (i) aceitação da realização da oferta pública pelos acionistas detentores de ao menos 2/3 (dois terços) das ações em circulação; e (ii) procedimento de revisão do preço da oferta pública.

Ainda nesse capítulo, serão examinados outros pontos procedimentais relevantes, tais quais: a avaliação pelo preço justo da companhia alvo da OPA, os ofertantes permitidos pela legislação, o resgate de ações pelo ofertante após o cancelamento de registro de companhia aberta. Em complemento, será abordada a deslistagem da companhia aberta à luz do procedimento da OPA.

Por fim, o Capítulo 4 trará aspectos controversos relacionados ao cancelamento de registro de companhia aberta. O primeiro deles é o chamado “fechamento branco” de capital que consiste na aquisição paulatina das ações em circulação, pelo acionista controlador, com o intuito de adquirir a totalidade de ações emitidas pela companhia, burlando a exigência de realização da OPA. O segundo ponto controverso é a utilização do instituto de incorporação de ações para realizar o fechamento de capital, contornando a obrigatoriedade de realização de OPA. O terceiro e último ponto analisado diz respeito à possibilidade jurídica de uma companhia aberta com patrimônio líquido negativo fechar seu capital.

1. CONCEITOS FUNDAMENTAIS

Em todo início de trabalho de pesquisa no âmbito do direito empresarial, em que se objetiva desmembrar algum conceito societário complexo, faz-se necessário ingressar preliminarmente na busca dos outros conceitos societários que o sustentam. Diante disso, antes de aprofundar as considerações sobre o procedimento de oferta pública de aquisição de ações para cancelamento de registro de companhia aberta, é necessário traçar definições conceituais que ofereçam condições mínimas para entendimento do instituto da OPA para cancelamento de registro da companhia aberta. Como já foi dito por José Ortega y Gasset⁹ sobre a relevância das conceituações:

Sin el concepto no sabríamos bien donde empieza ni donde acaba una cosa; es decir, las cosas como impresiones son fugales, huinderas, se nos van de entre las manos, no las posemos. Al atar el concepto, unas con otras las fija y nos las entrega prisioneiras.

Sem a delimitação de conceitos fundamentais, não é possível explorar, em toda a sua complexidade, a discussão que envolve o instituto de OPA. O Professor Osmar Brina Corrêa-Lima, em sua obra clássica sobre as sociedades anônimas, discorre sobre a relevância da precisão terminológica dos conceitos no estudo do direito societário¹⁰:

O estudo do Direito Societário dificilmente se adapta a uma metodologia linear, partindo-se do “mais fácil” para o “mais difícil”, do “mais simples” para o “mais complexo”. Os conceitos consagrados na legislação acham-se de tal forma inter e correlacionados que se torna praticamente impossível a observância de uma sistemática mais ou menos hierarquizada na sua apresentação. O estudo jurídico da sociedade anônima requer e impõe a metodologia de tipo espiral. Conceitos aparecem em momentos e em contextos distintos. E só aos poucos o estudioso vai se desfazendo do desconforto inicial gerado pela fluidez metodológica.

1.1. Conceito de valores mobiliários

Em primeiro lugar, é de vital importância elucidar o conceito de valor mobiliário, pois esse será um preceito norteador para delimitar a competência da CVM. Ademais, será determinante para compreender a diferença entre companhia aberta e companhia fechada no próximo capítulo.

⁹ ORTEGA Y GASSET, José. **Meditaciones del Quijote**, in Revista de Occidente, Madri: Ed. De la Universidade de Puerto Rico, 1957, p. 115.

¹⁰ CORRÊA-LIMA, Osmar Brina. **Sociedade Anônima**, 2ª ed., Belo Horizonte: Del Rey, 2003, pp. 3-4.

Até o ano de 2001, a legislação brasileira não havia conceituado efetivamente valores mobiliários. O Art. 2º da Lei 6.358/1976 trazia uma listagem taxativa dos tipos de valores mobiliários existentes e reconhecidos pelo direito brasileiro, não tendo o legislador se preocupado em apresentar um conceito.¹¹

Esse panorama muda com o advento da Medida Provisória 1.637/1998, posteriormente convertida na Lei 10.198, de 14 de fevereiro de 2001, que traz em seu Art. 1º o conceito legal de valores mobiliários:

Constituem valores mobiliários, sujeitos ao regime da Lei 6.385, de 7 de dezembro de 1976, quando ofertados publicamente, os títulos ou contratos de investimentos coletivos, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empregador ou de terceiros.

Quanto ao artigo acima o professor José Waldemy Lucena completa¹²:

A partir desse texto legal podem-se conceituar valores mobiliários como títulos ou contratos de investimento, negociados em escala ou em massa mediante oferta pública, em que o investidor, visando lucro, adere a um empreendimento coletivo, no qual não tem ingerência e cujo êxito advém exclusivamente do esforço do empreendedor ou de terceiros.

No Brasil, todos os valores mobiliários negociados no mercado devem ser registrados na CVM antes de sua venda, promessa de venda, oferta à venda, aceitação do pedido de venda ou subscrição. Assim sendo, o primeiro procedimento para a sociedade estar apta a negociar valores mobiliários em mercado – em outras palavras, abrir seu capital - é entrar com o pedido de registro de companhia aberta na CVM.

Aqui é imperioso desmistificar um conceito reproduzido pelo senso comum: nem toda companhia que obtém o registro na CVM o faz para negociação de *ações*. Como mencionado, estas são apenas uma espécie do gênero valor mobiliário. Nesse sentido, prevê o parágrafo 3º do Art. 4º

¹¹ I - as ações, debêntures e bônus de subscrição; II - os cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento relativos aos valores mobiliários referidos no inciso II; III - os certificados de depósito de valores mobiliários; IV - as cédulas de debêntures; V - as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos; VI - as notas comerciais; VII - os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários; VIII - outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes; e IX - quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros.

¹² LUCENA, José Waldecy. **Das Sociedades Anônimas – Comentários à Lei 6.404 (arts. 1º ao 120)**, vol. 1. Rio de Janeiro: Renovar, 2009, pp. 111 -112.

da Lei das S.A. que “*a Comissão de Valores Mobiliários poderá classificar as companhias abertas em categorias, segundo as espécies e classes dos valores mobiliários por ela emitidos negociados no mercado, e especificará as normas sobre companhias abertas aplicáveis a cada categoria*”. (sem grifos no original).

Regulamentando o referido dispositivo, a Instrução CVM nº 480/2009 estabelece em seu Art. 2º as categorias A e B junto as quais a companhia pode ser registrada¹³. Na primeira, estão autorizadas as negociações envolvendo quaisquer valores mobiliários, ao passo que na segunda não se podem transacionar ações, por exemplo. Em ambas as hipóteses a companhia é considerada aberta.

Usualmente, em conjunto com o requerimento de registro de companhia aberta perante a CVM, as sociedades apresentam a solicitação para realizar distribuição pública de ações, habilitando-se a negociar suas ações com o grande público. Por se tratar da primeira colocação pública de títulos da companhia, tal requerimento é chamado de “oferta pública inicial”¹⁴.

Não obstante, a fim de negociar tais valores mobiliários no mercado de capitais brasileiro, a companhia deve ainda solicitar o pedido de listagem na bolsa de valores ou no mercado de balcão organizado. Por meio da listagem, a companhia vai optar por um dos ambientes possíveis para sua negociação. Consequentemente, será intitulado à companhia um nome de pregão e um código na bolsa de valores ou na entidade de mercado de balcão organizado.

¹³ Art. 2º O emissor pode requerer o registro na CVM em uma das seguintes categorias: I – categoria A; ou II – categoria B. § 1º O registro na categoria A autoriza a negociação de quaisquer valores mobiliários do emissor em mercados regulamentados de valores mobiliários. § 2º O registro na categoria B autoriza a negociação de valores mobiliários do emissor em mercados regulamentados de valores mobiliários, exceto os seguintes valores mobiliários: I – ações e certificados de depósito de ações; ou II – valores mobiliários que confirmam ao titular o direito de adquirir os valores mobiliários mencionados no inciso I, em consequência da sua conversão ou do exercício dos direitos que lhes são inerentes, desde que emitidos pelo próprio emissor dos valores mobiliários referidos no inciso I ou por uma sociedade pertencente ao grupo do referido emissor. § 3º As ações, bônus de subscrição, debêntures conversíveis ou permutáveis em ações ou certificados de depósito desses valores mobiliários emitidos por emissor em fase pré-operacional registrado na categoria A só podem ser negociados em mercados regulamentados entre investidores qualificados. § 4º A restrição prevista no § 3º cessará quando o emissor: I – se tornar operacional; ou II – realizar oferta pública de ações, bônus de subscrição, debêntures conversíveis ou permutáveis em ações ou certificados de depósito desses valores e de ações e cumprir os requisitos previstos na regulamentação específica que autorizam a negociação dos valores mobiliários ofertados entre investidores considerados não qualificados. § 5º Para fins do disposto neste artigo, o emissor será considerado pré-operacional enquanto não apresentar receita proveniente de suas operações, em demonstração financeira anual ou, quando houver, em demonstração financeira anual consolidada elaborada de acordo com as normas da CVM e auditada por auditor independente registrado na CVM.

¹⁴ Apesar de pouco usual, é de se ressaltar que nem toda companhia admitida a negociação de ações no mercado necessariamente emite novas ações e as oferta ao público. Recentemente, ganhou destaque a operação realizada pela empresa de streaming de conteúdo musical Spotify, que obteve a sua listagem apenas para conferir liquidez as ações existentes. Sobre o tema: AQUINO, Tiago Soares de; PERAÇOLI, Fernando de Azevedo. **Abertura de Capital sem IPO**. Jota, 2018. Disponível em: <https://www.jota.info/opiniao-e-analise/artigos/abertura-de-capital-sem-ipo-05052018>. Acesso em 24.06.2018 às 09:10.

1.2. Companhia aberta e companhia fechada

Dando continuidade ao processo de aprofundamento conceitual, com o intuito de obter uma melhor compreensão do processo de cancelamento de registro de companhia aberta, é necessário analisar as diferenciações entre companhia aberta e fechada, partindo da distinção legal constante no caput do Art. 4º da Lei das S.A.:

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.

Diante do texto do referido artigo, é possível destacar que embora os conceitos de companhia aberta e fechada constituam uma mesma espécie de tipo societário – sociedade anônima - o fator determinante para distinguir ambas as classificações será a possibilidade ou não de negociação de valores mobiliários no mercado.

Logo, torna-se claro que o direito brasileiro elegeu a modalidade de financiamento da sociedade como único fator determinante para classificação entre sociedade anônima e fechada. Reiterando esse entendimento, José Waldecy Lucena, ao distinguir os conceitos, afirma que¹⁵:

Se há oferta pública de ações ou envolvimento de quaisquer outros valores mobiliários, ou seja, se, por qualquer modo, se recorre ao mercado de valores mobiliários, a companhia é aberta. Não se preocuparam as leis com o número de sócios, nem com o montante do capital subscrito, como ocorre em outros sistemas jurídicos, para daí qualificarem a sociedade como aberta ou fechada. O que importa, em síntese, é a forma como a sociedade se financia, se recorre ou não ao mercado de valores mobiliários.

Ainda sobre a caracterização da companhia aberta, Tavares Borba afirma que independentemente da efetiva negociação de valores mobiliários, o mero registro na CVM concede a condição jurídica de companhia aberta para a sociedade anônima e explica¹⁶:

O que imprime a uma sociedade anônima a condição de companhia aberta é a admissão de seus valores mobiliários às negociações de mercado. Para tanto, impõe-se o registro da empresa na CVM (art. 21 da Lei no 6.385/76), quer para negociação na Bolsa, quer para

¹⁵ LUCENA, José Waldecy. **Das Sociedades Anônimas – Comentários à Lei 6.404 (arts. 1º ao 120)**, vol. 1. Rio de Janeiro: Renovar, 2009, p. 107.

¹⁶ BORBA, José Edwaldo Tavares. **Direito Societário**. 13ª ed. (revisada e atualizada). Rio de Janeiro: Renovar, 2012, pp. 176-177.

negociação no mercado de balcão. (...) O simples registro, só por si, transforma a companhia de fechada em aberta. (...) Ainda que nenhum título da sociedade tenha ido ao mercado, a formalidade do registro já a torna uma companhia aberta.

Nesse contexto, a finalidade principal da OPA para cancelamento de registro é permitir que uma companhia aberta torne-se fechada inviabilizando a negociação dos valores mobiliários de sua emissão em bolsa ou no mercado de balcão¹⁷.

1.3. Conceito de cancelamento de registro

Esclarecida o fim ao que se objetiva o cancelamento de registro, vale elucidar no que se constitui esse instrumento jurídico. Para tanto, valemo-nos do que ensinou Alfredo Lamy Filho em sua obra sobre direito das companhias. Esse autor define cancelamento de registro de companhia aberta como “o ato da CVM de desconstituição do registro da companhia naquela autarquia, que é requisito legal para que os valores mobiliários de sua emissão sejam negociados em bolsa e nos mercados de balcão, organizados ou não”¹⁸.

É necessário esclarecer, entretanto, que a definição trazida pelo professor Alfredo Lamy Filho refere-se ao “cancelamento de registro” no que tange ao procedimento. A outra designação possível, também encontrada na doutrina e no aparato normativo, diz respeito ao cancelamento de registro como ato administrativo.

O doutrinador Ricardo Guimarães Moreira diferencia o cancelamento de registro entre procedimento e ato normativo por meio das terminologias *lato sensu* e *stricto sensu*, respectivamente¹⁹. Pode-se conceituar o cancelamento de registro *lato sensu* como o procedimento que tem curso perante a CVM e ocorre quando o ofertante busca retirar da negociação pública no mercado de valores mobiliários a totalidade dos valores mobiliários emitidos pela companhia a qual se objetiva cancelar o registro.

Por sua vez, o cancelamento de registro *stricto sensu* pode ser definido como a ato administrativo pelo qual a CVM registra e confere ciência à retirada dos valores mobiliários da companhia objeto da OPA para fechamento de capital. Com efeito, a definição trazida por Ricardo

¹⁷ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de capitais-regime jurídico**. 3ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 585.

¹⁸ LAMY FILHO, Alfredo. **Temas de S.A.** Rio de Janeiro: Renovar, 2007, p.107.

¹⁹ MOREIRA, Ricardo Guimarães. **Sociedades Anônimas Brasileiras & Fechamento de Capital**. Curitiba: Juruá, 2006, p. 123.

Guimarães Moreira vai além dos instrumentos jurídicos costumeiros do direito das sociedades anônimas e ingressa em direção ao direito administrativo. Nesse sentido, o professor esclarece que o cancelamento de registro *stricto sensu* seria um ato administrativo vinculado. Ou seja, atendidas as exigências legais e regulamentares, a CVM deve cancelar o registro da companhia objeto²⁰.

1.4. Composição de interesses dos acionistas

Acionista é todo aquele, pessoa física ou jurídica, que é titular de ações de uma sociedade anônima.²¹ De forma simplista, pode-se classificar a totalidade de acionistas de uma companhia aberta em dois grupos, os que exercem controle e os que não exercem controle. O professor José Edwaldo Tavares Borba afirma que controle é um fenômeno de poder, definindo que “controla uma sociedade quem detém o poder de comandá-la, escolhendo os seus administradores e definindo as linhas básicas de sua atuação”²².

A relevância de tal conceito para o presente estudo reflete-se, em primeiro lugar, na decisão sobre o fechamento de capital. Tal prerrogativa compete única e exclusivamente aos acionistas titulares de controle. Por conta do desequilíbrio de poder decisório entre os acionistas que exercem e os que não exercem controle, a legislação oferece mecanismos de proteção aos acionistas minoritários. Entende-se por “minoritário” todo o proprietário de ação ou ações da companhia aberta que detém direito a voto, mas que a totalidade de ações por ele detida não lhe garante o controle da sociedade.

Desse modo, na estrutura do corpo acionário de uma sociedade anônima haverá sempre uma minoria não detentora do controle. Os acionistas minoritários, desse modo, constituem parte do organismo social da sociedade anônima. O capital social oriundo das ações compradas por acionistas minoritários realiza um papel primordial e indispensável no financiamento e capitalização da companhia. Nesse contexto, cabe ressaltar os ensinamentos do mestre italiano Tullio Ascarelli²³ no que tange à figura do acionista minoritário dentro da companhia:

²⁰ Ibidem, p. 124.

²¹ BORBA, José Edwaldo Tavares. **Direito Societário**. 13^a ed. (revista e atualizada). Rio de Janeiro: Renovar, 2012, p. 343.

²² _____. **Direito Societário**. 8^a ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2004., p. 333.

²³ ASCARELLI, Tullio. **Problemas das Sociedades Anônimas e de Direito Comparado**. São Paulo: Saraiva, 1945, p.107.

A possibilidade de um desenvolvimento sadio da sociedade anônima relaciona-se estritamente com uma efetiva tutela a minoria e do acionista singelo. Cumpre, de um lado, assegurar o direito da maioria, de outro lado, tutelar a minoria, e individualmente, o acionista singelo pois que, sem essa tutela, o poder da maioria pode-se transformar em arbítrio, o que aliás, acaba por obstar ao próprio desenvolvimento das sociedades anônimas e ao preenchimento de sua função.

Sem a efetiva e ponderada tutela das minorias o desenvolvimento do mercado de capitais é inviabilizado. A proteção concedida aos acionistas minoritários durante o processo de fechamento de capital se justifica, em primeiro lugar, como uma tentativa de se fazer justiça, dada a relevância dos mesmos no momento de financiamento do projeto da companhia por meio da abertura de capital. Em complemento a isso, os direitos e garantias concedidos aos acionistas minoritários pela legislação são condições essenciais para o desenvolvimento do mercado de capitais. Caso contrário, que estímulo existiria para o investimento em empresas de capital aberto, sabendo que a qualquer momento o investidor poderia ser excluído do negócio através do fechamento de capital?

1.5. Definição de oferta pública

Como mecanismo garantidor ao próspero funcionamento do mercado, a legislação instaurou a obrigatoriedade – em regra - de oferta pública de aquisição de ações para que fosse realizado o fechamento de capital em companhia aberta²⁴. Cabe conceituar, assim, a oferta pública de aquisição de ações para prosseguir com os estudos sobre o tema.

A oferta em sentido geral é um conceito trazido do direito civil, especificamente dos direitos dos contratos, para o direito societário. Os manuais de direito civil definem, em regra, a oferta como um negócio jurídico unilateral pelo qual o sujeito declara a sua vontade de contratar, em um momento pré-contratual. A diferenciação entre a oferta pública e a oferta privada reside nos ofertantes: será privada a oferta dirigida a uma pessoa ou a um grupo determinado de pessoas, enquanto, será tida como pública a oferta dirigida indiscriminada e indeterminadamente à coletividade.

²⁴ O art. 34 da Instrução CVM no 361/2002 prevê que há casos excepcionais em que a realização da OPA pode ser dispensada ou seguir um procedimento diferenciado.

Sendo assim, a oferta pública de aquisição para cancelamento de registro de companhia aberta constitui negócio jurídico unilateral, dirigida a sujeitos indeterminados - mas determináveis: uma vez que se limita aos acionistas da companhia.

Nelson Eizirik *et al.*, ao comentar a Lei das S.A., apresentam o seguinte conceito referente à natureza jurídica do procedimento²⁵:

A oferta pública de aquisição de ações, conhecida no mercado pela sigla OPA, constitui uma declaração unilateral de vontade por meio da qual o proponente manifesta, por determinado prazo, seu compromisso de adquirir um bloco de ações a um preço determinado e segundo cláusulas e condições previamente estabelecidas.

Nesse sentido, para efeitos de vinculação, a OPA assemelha-se à proposta contratual de natureza privada, nos termos do artigo 429 do Código Civil²⁶. Ou seja, da mesma forma que nas propostas contratuais reguladas no âmbito do direito civil, o ofertante vincula-se à oferta. Nelson Eizirik *et al.* ensinam que “a oferta produz efeitos vinculantes sobre o ofertante, o qual não poderá revogá-la, alterá-la unilateralmente, apenas em decorrência da sua vontade.”²⁷

²⁵ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de capitais-regime jurídico**. 2ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p. 551.

²⁶ Art. 429 do Código Civil: “A oferta ao público equivale a proposta quando encerra os requisitos essenciais ao contrato, salvo se o contrário resultar das circunstâncias ou dos usos. Parágrafo único. Pode revogar-se a oferta pela mesma via de sua divulgação, desde que ressalvada esta faculdade na oferta realizada.”

²⁷ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de capitais-regime jurídico**. 3ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 540.

2. EVOLUÇÃO HISTÓRICA E APARATO NORMATIVO DE SUPORTE PARA O CANCELAMENTO DE REGISTRO

Antes de ingressar na análise específica do aparato normativo que rege a OPA de fechamento de capital, é necessário dar um passo para trás e analisar a evolução histórica da legislação referente ao direito comercial brasileiro, especialmente no que tange aos valores mobiliários.

2.1. Análise histórica

Originalmente, o primeiro diploma legal que regulou o direito brasileiro foi a Lei nº 556 de 25 de junho de 1850, também conhecida como primeiro Código Comercial brasileiro. O texto foi redigido sob a influência da legislação portuguesa, francesa e espanhola. No que se refere às leis relativas às sociedades anônimas e suas relações comerciais, a grande base para criação das normas brasileiras foi o modelo adotado no ordenamento jurídico francês vigente à época.

A partir da instituição desse primeiro Código Comercial e do desenvolvimento do mercado brasileiro, outras diversas leis relativas às matérias comerciais, especificamente as sociedades anônimas foram aprovadas. Nesse sentido, foi promulgado o Decreto – Lei nº 434, em 4 de julho de 1891. O diploma legal consolidou a legislação referente às sociedades anônimas existentes em território nacional. Tal marco legislativo representou um momento de amadurecimento para o direito societário brasileiro, tendo em vista que, pela primeira vez estabeleciam-se critérios legais objetivos para viabilizar a criação de uma sociedade anônima no país.

De conseguinte, outras normas foram criadas, aprofundando a regulamentação do tema, entre elas, a Lei nº 2.024 de 17 de dezembro de 1908, que submetia as sociedades anônimas ao regime de falência, pondo fim ao processo de liquidação forçada instituído pela Lei nº 3.150/1882.

A promulgação de um novo Código Civil de 1916 representa um momento de revolução para os estudos e compreensão do direito societário. O Art. 16²⁸ do referido instrumento legal instituiu a personalidade jurídica de direito privado às sociedades mercantis, que continuaram a reger-se pelo disposto nas leis comerciais. Restava clara a necessidade de uma nova legislação para

²⁸ Art. 16.do Código Civil de 1916: “São pessoas jurídicas de direito privado: II - as sociedades mercantis”

regulamentar as sociedades anônimas. Surge, assim, em 26 de setembro de 1940, o Decreto-Lei nº 2.627 que regulamentou as sociedades por ações pelos 36 (trinta e seis) anos subsequentes à sua criação.

Em 1976 surgem dois textos legais que vão implementar significativas alterações no que tange a regulação das sociedades anônimas: a Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e a criação da CVM, e a Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que regula as sociedades por ações, inobstante as diversas modificações sofridas pelo texto legal até o presente momento.

A partir de 1976, a condição obrigatória ao cancelamento de registro de companhia aberta era disposta apenas em Instruções editadas pela CVM, com base legal nos incisos I e II e §6º do artigo 21 da Lei 6.385/76²⁹, mas não na legislação vigente. Essas instruções editadas pela CVM, vigentes até o advento da Lei 10.303/01, tutelavam de forma inicial os interesses dos acionistas minoritários mas ainda representavam alguns entraves ao desenvolvimento do mercado de capitais de forma segura.

Tais instruções, por exemplo, não outorgavam aos acionistas minoritários direito à revisão do preço. Assim, caso as precificações fossem arbitrariamente impostas pelo acionista controlador, restava aos acionistas minoritários apenas recorrer à via judicial para contestar o preço ofertado pelas ações de emissão da companhia. Conseqüentemente, o acionista controlador tinha a possibilidade de fixar o preço de sua oferta ao seu bel prazer.

José Waldemy Lucena explica que as instruções instituídas pela CVM eram insatisfatórias no que diz respeito à proteção dos interesses dos acionistas minoritários. Nesse sentido, manifestou-se da seguinte forma³⁰:

Tornou-se evidente que a procedência das críticas a respeito do procedimento que, a partir de 1978, foi instituído pela CVM, em que o acionista controlador fixava livremente o preço da oferta pública de compra de ações dos minoritários, que poderiam aceitá-la ou não, sendo que, sob pena de não ser cancelado o registro da companhia, a oferta deveria ser aceita por pelo menos 67% das ações em circulação no mercado (Instrução CVM 229/95).

²⁹Art 21. § 6º da Lei 6.385 de 1976: “Compete à Comissão expedir normas para a execução do disposto neste artigo, especificando: I - casos em que os registros podem ser dispensados, recusados, suspensos ou cancelados; II - informações e documentos que devam ser apresentados pela companhia para a obtenção do registro, e seu procedimento. ”

³⁰ LUCENA, José Waldecy. **Das Sociedades Anônimas – Comentários à Lei 6.404 (arts. 1º ao 120)**, vol. 1. Rio de Janeiro: Renovar, 2009, p. 18.

Modesto Carvalhosa também aponta para a problemática da falta de prerrogativa de revisão do preço ofertado, ressaltando que³¹:

Outra questão relevante – e polêmica – refere-se ao “fechamento de capital” das companhias abertas, que era, até a edição da Lei nº 10.303 de 2001, objeto de regulamentação administrativa da CVM, a qual obrigava o controlador a realizar oferta pública para os minoritários, mas nada dispunha sobre o preço a ser pago.

Essa situação, evidentemente, causava danos irreparáveis ao acionista minoritários. A esse respeito, José Waldemy Lucena continua³²:

Ora, ao minoritário o quadro se apresentava terrível. O controlador impunha-lhe um preço de compra de suas ações. Obviamente, um preço depreciado, porque em geral já sabia o controlador que apenas uma pequena quantidade de ações ainda circulava no mercado. A possibilidade do acionista então recusar a oferta e, assim, impedir o fechamento da companhia, era uma falácia já que, recusando-a, continua sócio de companhia aberta, mas com a liquidez de suas ações comprometida, ou, o que era ainda pior, acabava acionista de uma companhia fechada, com menor informações, menor proteção e titular de ações sem liquidez.

Nesse mesmo sentido, Luiz Leonardo Cantidiano manifestou-se da seguinte forma³³:

A postura que tradicionalmente vinha sendo adotada pela CVM sofre muitas críticas, principalmente porque deixaria os investidores à mercê dos desejos do acionista controlador. Segundo esse entendimento, quando é decidido pelo controlador proceder ao cancelamento de registro da companhia aberta, a sociedade normalmente tem pequena parcela dos valores mobiliários de sua emissão sendo negociada no mercado, o que leva a uma expressiva depreciação na cotação dos títulos negociados.

(...)

Em consequência, qualquer prêmio, por menor que seja, que venha a ser oferecido pelo controlador aos demais acionistas torna atrativa a oferta formulada, na medida em que o acionista não controlador prefere se desfazer do investimento a correr o risco de permanecer como acionista de uma companhia cujas ações não terão adequada liquidez, em mercado, se ela permanecer aberta ou, o que é pior, remanescer em uma sociedade fechada que, em princípio, será menos transparente e, por isso mesmo, na qual ele terá menor proteção.

De forma gradativa, com o progressivo aumento de investimentos de capital de origem estrangeira no mercado de capitais brasileiro, os aparatos normativos responsáveis por disciplinar

³¹ CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas: Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, com as modificações das Leis nº 9.457, de 5 de maio de 1997, e nº 10.303, de 31 de outubro de 2001**. V. 1 São Paulo: Saraiva, 2002, p. 124.

³² LUCENA, José Waldecy. **Das Sociedades Anônimas – Comentários à Lei 6.404 (arts. 1º ao 120)**, vol. 1. Rio de Janeiro: Renovar, 2009, p. 118.

³³ CANTIDIANO, Luiz Leonardo. **Características das Ações, Cancelamento de Registro e “Tag Along”**. In: LOBO, Jorge (org.). *Reforma da Lei de Sociedades Anônimas: inovações e questões controvertidas da Lei nº 10.303, de 31 de novembro de 2001*. Rio de Janeiro: Forense, 2002, pp. 61–105.

a matéria no Brasil passaram a sofrer mudanças de forma a proteger cada vez mais os interesses do acionista minoritário. Como exemplo desse movimento, a CVM editou a Instrução CVM nº 185 em 1982 e a Instrução CVM nº 229 em 1995, essa última estabelecia que o deferimento do cancelamento de registro de companhia aberta estava vinculado à aprovação de ao menos 67% dos ofertados³⁴.

2.2. Lei 10.303, de 31 de outubro de 2001

Após o ano de 1994, a economia brasileira se encontrava finalmente estabilizada devido à implantação do Plano Real. Esse foi o momento de auge da abertura de capital das empresas brasileiras. O fortalecimento de um mercado emergente e pouco explorado foi um atrativo para investimentos estrangeiros e institucionais brasileiros de grande porte nos valores mobiliários brasileiros.

Tal aumento no mercado de capitais gerou um otimismo por parte dos investidores e, de forma cíclica, reforçou a euforia do mercado, levando a um aumento ainda maior de companhias realizando aumento de capital nessa época. O mercado crescia como nunca antes. Nas palavras do professor João Pedro Nascimento: “O fortalecimento recente do mercado de capitais brasileiro inseriu-se em contexto de prosperidade econômica global e abundância de investimentos em países emergentes, mas, como pondera a doutrina pátria, também deve ser creditado a uma série de iniciativas coordenadas”³⁵.

Essas iniciativas coordenadas surgiram para apaziguar a falta de proteção ao acionista e as incertezas relativas às aplicações financeiras ainda caracterizavam um entrave para o comprometimento de capital no Brasil. Gestões não transparentes e falta de instrumentos de supervisão sobre as companhias aumentavam a percepção de risco dos investidores.

³⁴ Art. 1º da Instrução CVM nº 229 de 1995: “O cancelamento do registro de que trata o artigo 21 da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, somente será efetuado pela Comissão de Valores Mobiliários se: II - Acionistas minoritários, titulares de, no mínimo, 67% (sessenta e sete por cento) das ações em circulação no mercado, vierem a aceitar oferta pública de aquisição a ser feita pelo acionista controlador, ou concordarem expressamente com o cancelamento do registro, não sendo computadas as ações em circulação, cujos titulares não se manifestarem, concordando ou discordando do cancelamento do registro, nos termos do artigo 11 desta Instrução.”

³⁵ NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. **Medidas Defensivas à Tomada de Controle de Companhia**. Rio de Janeiro: Quartier Latin, 2011, p. 9.

Desse modo, em meio a um dos maiores momentos de crescimento econômico do país, o risco causado pela falta de segurança dos acionistas ainda dava causa a fuga de capitais para outros mercados. Visando combater essa situação, foi aprovada a Lei nº 10.303 de 2001.

A criação do aparato normativo foi conturbada, dada a falta de entendimento uníssono dos legisladores quando ao tratamento que seria dado aos acionistas controladores e aos acionistas minoritários. Parte defendia o tratamento igualitário, enquanto outra parte defendia o tratamento diferenciado, dada as condições de desigualdade em que se encontram. O resultado foi a aprovação do tratamento diferenciado.

Dentre as novidades trazidas pelo texto legal, deve-se destacar a definição de níveis diferenciados de regulação entre as companhias abertas. A CVM obteve o poder de classificar as companhias abertas em categorias, segundo as espécies e classes dos valores mobiliários por ela emitidos, negociados no mercado de valores mobiliários, especificando as normas que seriam aplicáveis a cada categoria.

A distinção de categorias teve como objetivo, entre outras coisas, reduzir os custos desnecessários das companhias abertas, uma vez que a falta de categorização implicava na aplicação de uma única norma regulamentar, obrigando todas às companhias abertas atenderem as mesmas obrigações de divulgação de informações, entre outros, conforme será pormenorizado mais adiante no presente trabalho.

No contexto das alterações trazidas pela presente norma no que tange ao procedimento de fechamento de capital, Modesto Carvalhosa³⁶ ensina:

A Lei nº 10.303, de 2001, estabelece, na confusa redação do §4º do art. 4º, que a oferta pública para fechamento de capital deve ser formulada pelo controlador ou pela própria companhia, por “preço justo” apurado com base em um ou alguns dos seguintes critérios: patrimônio líquido contábil, patrimônio líquido a preço de mercado, fluxo de caixa, descontado, comparação por múltiplos, de cotação das ações no mercado ou outro critério aceito pela CVM.

A despeito da redação do §4º do Art. 4º da Lei das S.A. ter sido considerada confusa por Modesto Carvalhosa, o referido dispositivo legal é um avanço no sistema de proteção dos acionistas minoritários contra os abusos que estão sujeitos por parte dos acionistas controladores, como se depreende das palavras do professor José Waldecy Lucena: “Esse dispositivo legal pode ser

³⁶ CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas: Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, com as modificações das Leis nº 9.457, de 5 de maio de 1997, e nº 10.303, de 31 de outubro de 2001.** Vol. 1 São Paulo: Saraiva, 2002. P.124.

considerado como um instrumento de defesa dos acionistas minoritários contra o poder, por vezes abusivo, do acionista controlador”³⁷.

Em complemento às inovações trazidas pelo texto legal, Modesto Carvalhosa³⁸ completa:

A Lei nº 10.303, de 2001, ainda permite o resgate das ações que permaneceram no mercado após a oferta pública, desde que representem menos de 5% (cinco por cento) do total das ações emitidas pela companhia. Assim, a minoria inerte poderá ter suas ações compulsoriamente adquiridas pela companhia.

Ainda em linha com a tutela dos acionistas minoritários no âmbito da OPA para cancelamento de registro, o Art. 4º-A da Lei das S.A. e seus parágrafos³⁹ também acrescentados pela Lei nº 10.303: (i) preveem as regras para pedido de revisão do preço da OPA, por parte dos acionistas da companhia em questão; (ii) definem as ações em circulação; e (iii) explicam o dever de a CVM disciplinar a OPA para cancelamento de registro.

2.3. Instrução CVM nº 361, de 5 de março de 2002

Com o intuito de aperfeiçoar as regras que regulavam o procedimento da OPA, decorrente da constante evolução e consolidação do mercado de capitais brasileiro, surge a Instrução CVM nº 361 de 2002. O aparato normativo regula o procedimento aplicável a quaisquer ofertas públicas de aquisição de ações de companhias abertas, não se limitando ao fechamento de capital. Por exemplo, o texto regula o procedimento da oferta pública de aquisição para alienação de controle, para aquisição de controle e por aumento de participação que possa colocar em risco a liquidez do mercado. Ademais, a referida instrução detalha o processo de registro das ofertas públicas para cancelamento de registro para negociação de ações nos mercados regulamentados de valores mobiliários, além das modalidades de OPA por aumento de participação, por alienação de controle e para aquisição de controle.

Apesar da obrigatoriedade da OPA para cancelamento de registro de companhia aberta já ter, nesse momento histórico, expressa previsão legal nos termos que em preceitua o §4º do Art.

³⁷ LUCENA, José Waldecy. **Das Sociedades Anônimas – Comentários à Lei 6.404 (arts. 1º ao 120)**, vol. 1. Rio de Janeiro: Renovar, 2009, p. 120.

³⁸ CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas: Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, com as modificações das Leis nº 9.457, de 5 de maio de 1997, e nº 10.303, de 31 de outubro de 2001**. Vol. 1 São Paulo: Saraiva, 2002. P.125.

4º da Lei das S.A., a CVM editou a Instrução CVM nº 361, que entrou em vigor em 2002, e definiu a referida oferta nos seguintes termos, constantes em seu art. 2º, inciso I, à época:

Art. 2º I – OPA para cancelamento de registro: é a OPA obrigatória, realizada como condição do cancelamento do registro de companhia aberta, por força do § 4º do art. 4º da Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e do § 6º do art. 21 da Lei 6.385, de 7 de dezembro de 1976. (redação original de 2002)

Ainda sobre a obrigatoriedade da OPA, cabe esclarecer que tal prerrogativa representou um avanço na proteção aos acionistas minoritários pois coibiu a realização de “fechamentos brancos”, que constituem casos em que o controlador adquiria paulatinamente as ações em circulação da companhia aberta por ele controlada, diminuindo a liquidez do valor mobiliário e causando danos irreparáveis⁴⁰.

Ademais, a mesma instrução determinou como requisitos essenciais ao cancelamento do registro de companhia aberta pela CVM a observância das seguintes regras: (i) o preço ofertado deve ser justo (ao menos igual ao valor de avaliação de companhia) e (ii) os acionistas titulares de mais de dois terços das ações em circulação deverão aceitar a OPA ou concordar expressamente com o cancelamento do registro da companhia.

2.4. Instrução CVM nº 480, de 07 de dezembro de 2009

Apesar de expressamente disposto na Lei nº 10.303 de 2001⁴¹ que a CVM poderia instituir categorias de classificação para companhias abertas e as respectivas normas aplicáveis a cada categoria, quando a Instrução CVM nº 361 foi editada no ano de 2002, a CVM ainda não tinha categorizado as companhias abertas em categoria A e categoria B.

Com o advento da Instrução CVM nº 480 de 2009, as companhias abertas são registradas na CVM em uma das seguintes duas categorias: A ou B. Assim, as companhias que emitem ações, se enquadram na categoria A e são as únicas autorizadas a ter as ações de sua emissão negociadas nos

⁴⁰ PENNA, Paulo Eduardo. **Fechamento branco de capital e oferta pública de aquisição de ações por aumento de participação**. In: Felipe Hanszmann. (Org.). *Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais*. 1ed. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2016, p. 393-427.

⁴¹ Art. 4º §3º A Comissão de Valores Mobiliários poderá classificar as companhias abertas em categorias, segundo as espécies e classes dos valores mobiliários por ela emitidos negociados no mercado, e especificará as normas sobre companhias abertas aplicáveis a cada categoria.

mercados regulamentados de valores mobiliários. Já as companhias que emitem, por exemplo, debêntures, pertencem à categoria B.

Antes da Instrução CVM nº 480 de 2009, a OPA para cancelamento de registro era considerada pelo mercado como uma oferta para “fechamento de capital”, ou seja, para voltar à condição de companhia fechada, independentemente do valor mobiliário negociado pela companhia aberta.

Nesse sentido, a Instrução CVM nº 480 de 2009 trouxe consigo a alteração da redação constante do inciso I do art 2º da Instrução CVM nº 361 de 2002, redefinindo a OPA para cancelamento de registro, nos seguintes termos:

Art. 2º, I – OPA para cancelamento de registro: é a OPA obrigatória, realizada como condição do cancelamento do registro para negociação de ações nos mercados regulamentados de valores mobiliários, por força do § 4º do art. 4º da Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e do § 6º do art. 21 da Lei 6.385, de 7 de dezembro de 1976.

Com relação às principais mudanças trazidas pela instrução para estudo da OPA, pode-se destacar duas características que permanecem em vigor até o presente momento no que tange à OPA de cancelamento de registro. A primeira seria a limitação de que as OPAs de fechamento de capital se aplicam apenas às companhias abertas registradas na categoria A, em razão de serem as únicas com ações negociadas em mercados regulamentados de valores mobiliários.

Já a segunda seria um esclarecimento do que diz respeito ao objetivo final da OPA. O procedimento de oferta pública de aquisição para cancelamento de registro de companhia aberta não tem por objetivo, exclusivamente, o conhecido “fechamento de capital”, ou seja, não visa apenas ao cancelamento de registro de companhia aberta, mas, como diz a regra destacada, ao “cancelamento do registro para negociação de ações nos mercados regulamentados de valores mobiliários”.

Logo, a referida OPA pode ter como finalidade tanto o cancelamento de registro de companhia aberta, o “fechamento de capital”, efetivamente, quanto a migração da companhia aberta, da categoria A para a B, caso em que permanecerá na condição de companhia aberta autorizada a ter valores mobiliários de sua emissão negociados em mercados regulamentados, à exceção das ações de sua emissão.

Não obstante os avanços trazidos, pela Instrução CVM n° 361 de 2002, o doutrinador Alfredo Lamy Filho⁴² crítica as normas que regulam o fechamento de capital, conforme abaixo:

A vigente regulação sobre fechamento de capital está defasada e não atende aos objetivos que constituem a razão de ser do instituto “sociedade anônima”, porque rompe o equilíbrio maioria x minoria, favorecendo o mais forte. Cabe, por isso, repensá-la e atualizá-la enquanto aos interessados e prejudicados resta a opção de ir a juízo buscar reparação do dano sofrido.

Resta claro, portanto, que a evolução do aparato normativo buscou promover um procedimento de cancelamento de registro de companhia aberta mais transparente, participativo e justo. Entretanto a norma existente ainda está longe de ideal, tendo em vista o desequilíbrio jurídico causado pela situação de concentração acionária assimétrica que existe entre acionistas controladores e acionista minoritários, oriundos da própria natureza das sociedades anônimas.

Nesse sentido, nosso próximo foco de estudo serão especificamente os mecanismos que a legislação supracitada prevê para combater a situação de desigualdade nítida e tutelas os interesses do acionista minoritário, através de pormenorização do procedimento da oferta pública de aquisição de ações para cancelamento de registro de companhia aberta. Como se sabe, o acionista controlador quando está decidido a fechar o capital da companhia, muitas vezes tenta o fazer em benefício próprio, mesmo que isso acarrete prejuízos aos acionistas minoritários.

⁴² LAMY FILHO, Alfredo. **Temas de S.A.** Rio de Janeiro: Renovar, 2007. P.220.

3. A OPA PARA CANCELAMENTO DE REGISTRO DE COMPANHIA ABERTA E A PROTEÇÃO AO ACIONISTA MINORITÁRIO

Antes de se falar em algum mecanismo específico para realizar o fechamento de capital de uma companhia aberta, o que constituía a realidade fática era a aquisição paulatina, pelo acionista controlador, das ações da companhia aberta por ele controlada, diretamente no mercado. Tal operação pelo acionista controlador poderia reduzir substancialmente a liquidez das ações em circulação, de forma que, após retirar grande parte das ações da companhia em operação, restava aos acionistas que ainda detinham ações de tal companhia, vendê-las a preço significativamente menor, uma vez que as ações seriam menos negociadas, e conseqüentemente teriam menor liquidez.

Sendo assim, a proteção aos investidores e ao próprio mercado são os princípios norteadores que regem a existência e obrigatoriedade da OPA para fechamento de capital. Sobre o tema, o doutrinador Nelson Eizirik nos ensina⁴³:

A caracterização de uma oferta pública deve levar em conta as finalidades essenciais da lei, quais sejam: (i) proteger os investidores, assegurando-lhes um nível adequado de informações sobre a companhia e sobre os papéis ofertados; e (ii) não inibir as empresas de promoverem a sua capitalização no mercado de valores mobiliários.

Para coibir tal mecanismo prejudicial ao desenvolvimento do mercado, condicionou-se o cancelamento do registro da companhia aberta à apresentação de oferta pública para a aquisição da totalidade das ações em mercado. Tal oferta deve ser formulada pela própria companhia emissora de ações ou pelo acionista controlador da companhia. Nesse sentido, ao longo desse capítulo vamos explorar alguns mecanismos previstos pelo legislador, referentes aos aspectos procedimentais da OPA que garantem ao acionista minoritário, maior conforto em saber que o cenário acima retratado não vai voltar a acontecer.

3.1. Razões determinantes para o cancelamento de registro

⁴³ EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada. Volume 1-Arts. 1º a 120.** São Paulo: Quartier Latin, 2011, pp. 56-57.

São vários os motivos que levam uma empresa a optar pelo fechamento de seu capital. De acordo com Ricardo Guimarães Moreira “as companhias fecham seu capital porque, em determinado momento, verificam que se tornou desvantajoso, do ponto de vista financeiro e/ou administrativo, o status de companhia aberta.”⁴⁴

Ainda sobre as razões que levam ao cancelamento de registro de companhia aberta, o professor Ricardo Guimarães Moreira⁴⁵ complementa que:

As razões que determinam o fechamento de capital extrapolam o universo jurídico, residindo especialmente na seara econômica. Assim, as condições do mercado de capitais em dado momento, que o tornam receptivo ou repulsivo aos títulos da companhia, afetam de modo particular cada uma delas, dependendo de seu setor de atuação, faturamento, estrutura de capital, dentre outros.

Em primeiro lugar, pode-se pensar que para compreender as razões que impulsionam o cancelamento de registro - por se tratar de uma decisão gerencial e administrativa – seria necessário realizar uma análise casualista dos acontecimentos fática e específicos que levaram uma específica companhia a abrir mão do seu status de companhia aberta.

Entretanto, em diversas análises e pesquisas doutrinárias e econômicas, percebeu-se que os motivos que levam ao cancelamento de registro estão interligados e frequentemente se repetem em mais de um caso de cancelamento de registro. Nessa linha, o professor Ari Cordeiro Filho listou em sua obra as principais desvantagens do status de companhia aberta, levadas em consideração para o encerramento da negociação de seus valores mobiliários no mercado, tais quais⁴⁶:

- 1 – Informações que a administração não gostaria de trazer a público terão que se tornar disponíveis aos investidores. Em alguns tipos de negócios, é ponto nevrálgico habilitar os concorrentes a conhecer os lucros da empresa (...)
- 2 – Uma série de consequências legais e práticas estão atadas à abertura. (...) Como quadro geral, essas consequências tiram flexibilidade operacional e administrativa às companhias abertas, em certas circunstâncias e com respeito a determinadas atitudes empresariais. (...)
- 3 – Distribuição de dividendos em fases de crescimento, ou em situações de dificuldade (que a prudência aconselha não revelar a público), somente para atender a acionistas “externos” pode ser um fator desencorajador de uma abertura.
- 4 – As contrições na flexibilidade da empresa e dos controladores da companhia aberta não se operam apenas pelas consequências legais, mas também, pelas conveniências de mercado, a se refletirem na cotação das ações (ou debêntures).
- 5 – Dependendo da divisão adotada entre ações ordinárias e preferenciais, na estrutura do capital social, a empresa aberta que esteja necessitando de recursos pode ter como única

⁴⁴ MOREIRA, Ricardo Guimarães. **Sociedades Anônimas Brasileiras & Fechamento de Capital**. Curitiba: Juruá, 2006. P. 103.

⁴⁵ Ibidem, p. 118.

⁴⁶ CORDEIRO FILHO, Ari. **Manual de Abertura das Companhias**. Rio de Janeiro: IBMEC/APEC, 1981, p. 44.

alternativa lançar também ações ordinárias, afetando, assim, o controle dos empresários sobre sua empresa.

Em complemento aos motivos listados pelo professor, um estudo mais atualizado⁴⁷ sobre o tema listou as seguintes vantagens para o fechamento de capital: (i) maior autonomia gerencial conferida à administração da companhia; e (ii) possibilidade de manter o foco no crescimento de longo prazo, ao invés de ter como principal objetivo valorizar a ação no curto prazo, através de melhores resultados trimestrais.

Diante da atual crise econômica vivenciada nos últimos anos, é importante ressaltar que os custos intrínsecos à mera existência de uma sociedade anônima de capital aberto podem representar uma razão determinante para que a administração opte pelo fechamento de capital. São eles os custos com auditoria externa, publicações de demonstrações financeiras, área de relações com investidores e outros, que têm aumentado nos últimos anos no Brasil, especialmente com novas exigências dos reguladores, como aquelas geradas para cumprimento de exigências da Instrução CVM nº 480 de 07 de dezembro 2009.

Recentemente, outro estudo econômico⁴⁸ defendeu a ideia de que a variável de tamanho da companhia pode influir diretamente na decisão pelo fechamento de capital. Segundo os autores, as pequenas e médias empresas são mais propensas a experimentar a subvalorização de seus ativos quanto comparadas às grandes corporações, estando mais ou menos propensas ao fechamento de capital. Em parte, esse aspecto se justifica pelo fato das pequenas e médias empresas produzirem informações de menor visibilidade e de menor interesse para os agentes do mercado, aumentando, com isso, a assimetria informacional que determina a desvalorização da companhia no mercado e, conseqüentemente, a atratividade pelo fechamento de capital.

3.2. Procedimento

Em seguida à decisão tomada pela administração da companhia quanto ao fechamento de capital, é necessário que tal matéria seja deliberada pelo órgão societário responsável – de acordo com as previsões do estatuto social – para deliberar sobre a aprovação da matéria. Isso porque nem

⁴⁷ Ver: SINNET, William. **Why private companies stay private**. *Financial Executives International* (FEI), 2002, outubro, p. 51-53.

⁴⁸ Ver: MICHELSEN, Marc; KLEIN, Christian. **Privacy please!: the public to private decision in Germany**. *Review of Managerial Science*, 2011, p. 49-85.

a Lei das S.A., nem a Instrução CVM nº 361 de 2002 dispuseram se o cancelamento de registro deveria ser matéria de competência do conselho de administração ou assembleia geral extraordinária.

Fato é que se o órgão aplicável determinado no estatuto social não aprovar o cancelamento de registro no momento de sua deliberação, o procedimento estará encerrado, no seu passo inicial. Caso não haja menção expressa no estatuto social sobre o órgão competente para aprovar a matéria, a doutrina aconselha que “a decisão seja levada à Assembleia Geral Extraordinária, dada a gravidade da deliberação para a sociedade”⁴⁹.

Após a aprovação da matéria no órgão societário competente, caberá publicação de fato relevante. Tal exigência atende o Art. 157, § 4º, da Lei das S.A.⁵⁰, bem como Art. 2º da Instrução CVM nº 358 de 2002⁵¹. Ambos estabelecem a obrigatoriedade de divulgação ao mercado de qualquer ato ou fato relevante que possa influir “de modo ponderável”: (i) na cotação dos valores

⁴⁹ MOREIRA, Ricardo Guimarães. **Sociedades Anônimas Brasileiras & Fechamento de Capital**. Curitiba: Juruá, 2016. P. 169.

⁵⁰ Art. 157. § 4º da Lei das S.A.: “Os administradores da companhia aberta são obrigados a comunicar imediatamente à bolsa de valores e a divulgar pela imprensa qualquer deliberação da assembleia-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.”

⁵¹ Art. 2º da Instrução CVM nº 358 de 2002: “Considera-se relevante, para os efeitos desta Instrução, 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; III - na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados. Parágrafo único. Observada a definição do caput, são exemplos de ato ou fato potencialmente relevante, dentre outros, os seguintes: 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; 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.”

mobiliários de emissão das companhias abertas ou a eles referenciados; ou (ii) na decisão de comprar, vender ou manter tais títulos, ou mesmo de exercer quaisquer direitos a eles inerentes

A segunda exigência legal diz respeito ao protocolo do pedido de realização de OPA perante a CVM, que deverá ser realizado nos moldes no artigo 9º da Instrução CVM nº 361 de 2002⁵², em até 30 (trinta dias) contados da data de publicação do fato relevante ou da deliberação que der notícia a realização a OPA

Nesse sentido, a terceira exigência legal é a contratação de um agente financeiro intermediário, conforme previsto no artigo 9º da Instrução CVM nº 361 de 2002.⁵³ Entre as várias obrigações da instituição financeira intermediária listada nos parágrafos do referido artigo, a mais relevante é a elaboração de laudo de avaliação da companhia, que constitui a quarta exigência legal nos termos do artigo 8º da Instrução CVM nº 361 de 2002⁵⁴. O laudo de avaliação da companhia é um dos principais pontos procedimentais da OPA pois será a base da precificação do valor de aquisição das ações no mercado para prosseguir com o fechamento de capital.

⁵² Art. 9º da Instrução CVM nº 361/2002: “Quando se tratar de OPA sujeita a registro, o pedido será protocolado na CVM pelo ofertante, através da instituição intermediária, no prazo máximo de 30 (trinta) dias, a contar da data de publicação do aviso de fato relevante ou da deliberação que der notícia da realização da OPA, com observância dos elementos mínimos que possibilitem a sua compreensão e exame, obedecendo aos requisitos descritos no Anexo I a esta Instrução.”

⁵³ Art. 7º da Instrução CVM nº 361/2002: “O ofertante deverá contratar a intermediação da OPA com sociedade corretora ou distribuidora de títulos e valores mobiliários ou instituição financeira com carteira de investimento. §1º O ofertante é responsável pela veracidade, qualidade e suficiência das informações fornecidas à CVM e ao mercado, bem como por eventuais danos causados à companhia objeto, aos seus acionistas e a terceiros, por culpa ou dolo, em razão da falsidade, imprecisão ou omissão de tais informações. §2º A instituição intermediária deverá tomar todas as cautelas e agir com elevados padrões de diligência para assegurar que as informações prestadas pelo ofertante sejam verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes, respondendo pela omissão nesse seu dever, devendo ainda verificar a suficiência e qualidade das informações fornecidas ao mercado durante todo o procedimento da OPA, necessárias à tomada de decisão por parte de investidores, inclusive as informações eventuais e periódicas devidas pela companhia, e as constantes do instrumento de OPA, do laudo de avaliação e do edital. §3º A instituição intermediária deverá auxiliar o ofertante em todas as fases da OPA, e dele solicitar a prática dos atos necessários ao correto desenvolvimento da oferta, bem como a cessação de atividades que prejudiquem tal desenvolvimento, devendo interromper seus serviços em hipótese de recusa do ofertante, sob pena de não eximir-se das responsabilidades impostas nesta Instrução. §4º A instituição intermediária garantirá a liquidação financeira da OPA e o pagamento do preço de compra, em caso de exercício da faculdade a que se refere o § 2º do art. 10. § 5º A instituição intermediária, seu controlador e pessoas a ela vinculadas, apresentarão as informações previstas nos itens “i” a “l” do inciso I do Anexo II em relação aos valores mobiliários e derivativos referenciados em valores mobiliários da companhia objeto de que sejam titulares, ou que estejam sob sua administração discricionária. § 6º Ao ser contratada para a intermediação de OPA, a sociedade corretora ou distribuidora de títulos e valores mobiliários ou instituição financeira com carteira de investimento, bem como pessoas a ela vinculadas que atuam no mercado financeiro, ficarão impedidas de negociar com valores mobiliários de emissão da companhia objeto, ou a eles referenciados, bem como de efetuar pesquisas e relatórios públicos sobre a companhia e a operação.”

⁵⁴ Art. 8º da Instrução CVM nº 361/2002: “Sempre que se tratar de OPA formulada pela própria companhia, pelo acionista controlador ou por pessoa a ele vinculada, ou ainda por administrador ou pessoa a ele vinculada, será elaborado laudo de avaliação da companhia objeto, exceto no caso de OPA por alienação de controle.”

O quinto e último requisito para OPA de cancelamento de registro, previsto na Instrução CVM nº 361 de 2002, é o disposto do artigo 12⁵⁵ que trata da efetivação da OPA por meio de um leilão a ser realizado na bolsa de valores ou entidade de balcão organizado em que as ações objeto da OPA sejam admitidas à negociação.

Não obstante os procedimentos gerais acima listados que se aplicam a todas as modalidades de OPA obrigatórias, o art.16 da Instrução CVM nº 361 de 2002 ⁵⁶ estabelece procedimentos e requisitos específicos para a formulação de uma OPA de cancelamento de registro, quais sejam: (i) a possibilidade de a companhia figurar no polo ofertante, (ii) determinação do preço justo da oferta; (iii) a possibilidade de revisão do preço da oferta a pedido de acionistas representando no mínimo 10% das ações em circulação; (iv) quórum de aprovação do cancelamento de registro de 2/3 das ações em circulação que tenham se credenciados para participar da OPA; e (v) a possibilidade de resgate compulsório das ações remanescentes após a realização da OPA, caso estas ações representem menos de 5% das ações em circulação, na terminologia de mercado usualmente referido como *squeeze-out*.

Todos esses procedimentos refletem o ideal da CVM em garantir a autonomia do acionista controlador quanto ao cancelamento de registro e, concomitantemente, ponderar os interesses da totalidade dos acionistas minoritários. Fato é que o fechamento de capital é matéria exclusivamente privada. Nas palavras de José Waldemir Lucena “o fechamento de capital é questão de livre-arbítrio do acionista ou dos acionistas controladores da sociedade, tratando-se de matéria exclusivamente empresarial na qual a Autarquia não deve jamais intervir.”⁵⁷

⁵⁵ Art. 12. da Instrução CVM nº 361/2002: “A OPA será efetivada em leilão na bolsa de valores ou no mercado de balcão organizado em que as ações objeto da OPA sejam admitidas à negociação.”

⁵⁶ Art. 16. da Instrução CVM nº 361/2002: “O cancelamento do registro para negociação de ações nos mercados regulamentados de valores mobiliários somente será deferido pela CVM caso seja precedido de uma OPA para cancelamento de registro, formulada pelo acionista controlador ou pela própria companhia aberta, e tendo por objeto todas as ações de emissão da companhia objeto, observando-se os seguintes requisitos: • Caput com redação dada pela Instrução CVM nº 487, de 25 de novembro de 2010. I – o preço ofertado deve ser justo, na forma estabelecida no § 4o do art. 4o da Lei 6.404/76, e tendo em vista a avaliação a que se refere o § 1o do art. 8o ; e II – acionistas titulares de mais de 2/3 (dois terços) das ações em circulação deverão aceitar a OPA ou concordar expressamente com o cancelamento do registro, considerando-se ações em circulação, para este só efeito, apenas as ações cujos titulares concordarem expressamente com o cancelamento de registro ou se habilitarem para o leilão de OPA, na forma do art. 22. Parágrafo único. Sem prejuízo das restrições legais aplicáveis, quando a OPA para cancelamento de registro for efetuada pela própria companhia, os limites de negociação com as próprias ações estabelecidos pela CVM em regulamentação própria somente incidirão caso não seja alcançado o requisito de aceitação do inciso II deste artigo, observando-se ainda, neste caso, o limite de que trata o inciso I do art. 15. ”

⁵⁷ LUCENA, José Waldecy. **Das Sociedades Anônimas – Comentários à Lei 6.404 (arts. 1º ao 120)**, vol. 1. Rio de Janeiro: Renovar, 2009, p. 118.

Sendo assim, o presente trabalho visa pormenorizar como algumas das facetas do procedimento descrito acima agem como mecanismo de proteção aos interesses dos acionistas minoritários, garantindo – ou tentando garantir – um equilíbrio de forças e composição de interesses dentro do quadro acionário de uma sociedade anônima de capital aberta que irá passar pelo processo de cancelamento de registro.

3.3. Ofertantes permitidos

Antes da Lei 10.303, de 31 de outubro de 2001, era concedido apenas ao acionista controlador o direito de dar início ao procedimento de OPA para cancelamento de registro da companhia. A companhia em si não podia praticar nenhum ato para esse fim, nem mesmo incorrer por meio do seu próprio caixa nos custos devidos para realização da OPA.

A partir de 2001, permitiu-se que a OPA fosse realizada tanto pela própria companhia, quanto pelo acionista controlador direto ou indireto. Para tanto, entretanto, o doutrinador Modesto Carvalhosa faz a ressalva da necessidade da OPA atender aos interesses da companhia e não do acionista controlador, para evitar que a apresentação da OPA pela própria companhia não constitua uma alocação dos custos que deveriam ser do controlador, no caixa da companhia, pelo que segue⁵⁸:

A Lei 10.303 estabelece, no novo § 4º do art. 4º, a possibilidade de a própria companhia promover a oferta pública de compra das ações de propriedade dos acionistas minoritários. (...) Trata-se de inovação criticável, uma vez que normalmente o interessado em fechar o capital da companhia é o acionista controlador, não se justificando que a companhia tenha de arcar com os custos de tal procedimento. Assim, somente deve ser admitido que a própria companhia promova a oferta pública quando demonstrado, na assembleia geral que deliberar a respeito, que tal procedimento atende ao interesse social.

Em concordância com entendimento de Modesto Carvalhosa, o Art. 4º, § 3º da Instrução CVM nº 361/2002 condiciona a realização da OPA formulada pela própria companhia à constatação de que o procedimento será realizado no melhor interesse da companhia⁵⁹:

⁵⁸ CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas. 1º volume: artigos 1º a 74.** 6ª ed. São Paulo: Saraiva, 2011. P.179.

⁵⁹ Art. 4º, § 3º da Instrução CVM nº 361 de 2002: “É vedada a transferência para a companhia objeto, a qualquer título, das despesas relativas ao lançamento e à liquidação de uma OPA, salvo se a OPA for formulada pela própria companhia, nos casos admitidos em lei.”

Não obstante, o Art. 20 da Instrução CVM nº 361 de 2002⁶⁰ estabelece que a companhia precisa comprovar a existência de lucros ou de reserva de capital para que a possa ser a ofertante da sua própria OPA para cancelamento de registro. Tal previsão nos remete ao artigo 30 da Lei das S.A.⁶¹ que estabelece que a companhia não pode negociar suas próprias ações, salvo se dispuser de lucros e reservas para tal, sem que tal negociação implique na diminuição do seu capital social.

Caso a companhia aberta não disponha de lucros e reservas suficientes para arcar com os custos da OPA, não há no direito brasileiro um mecanismo alternativo pelo qual a companhia possa realizar o fechamento de capital. A doutrina ainda está analisando como proceder em tal caso⁶². Diante do cenário econômico de crise, torna-se cada vez mais urgente a solução para essa lacuna legal, uma vez que, fechar o capital e reduzir os custos pode significar a única possibilidade de sobrevivência de uma sociedade.

3.4. Quórum de aceitação

⁶⁰ Art. 20. da Instrução CVM nº 361 de 2002: “Do instrumento da OPA para cancelamento de registro para negociação de ações nos mercados regulamentados de valores mobiliários, além dos requisitos estabelecidos no art. 10, deverá constar obrigatoriamente: • Caput com redação dada pela Instrução CVM nº 487, de 25 de novembro de 2010. I – convocação dos acionistas que desejarem manifestar a sua concordância em relação ao cancelamento do registro, especificando o prazo e o procedimento a ser adotado para tanto; • Inciso II revogado pela Instrução CVM nº 487, de 25 de novembro de 2010. III – declaração de que, caso a companhia venha a exercer a faculdade de que trata o § 5º do art. 4º da Lei 6.404/76, o depósito do valor de resgate deverá ser efetuado em até 15 (quinze) dias, contados da deliberação de resgate, em instituição financeira que mantenha agências aptas a realizar o pagamento aos acionistas, no mínimo, na localidade da sede da companhia e da bolsa de valores ou entidade de mercado de balcão organizado em que as ações fossem admitidas à negociação, e nas capitais de todos os estados do País, divulgando-se a informação através de notícia de fato relevante; e IV – nos casos de OPA lançada pela própria companhia, transcrição da deliberação do órgão da companhia que tiver aprovado o lançamento da OPA, contendo, no mínimo, a justificativa da operação, da desnecessidade de captação de recursos por meio de subscrição pública de ações no prazo de 2 (dois) anos, e a referência à existência das reservas exigidas por lei.”

⁶¹ Art. 30. da Instrução CVM nº 361 de 2002: “A companhia não poderá negociar com as próprias ações. § 1º Nessa proibição não se compreendem: a) as operações de resgate, reembolso ou amortização previstas em lei; b) a aquisição, para permanência em tesouraria ou cancelamento, desde que até o valor do saldo de lucros ou reservas, exceto a legal, e sem diminuição do capital social, ou por doação; c) a alienação das ações adquiridas nos termos da alínea b e mantidas em tesouraria; d) a compra quando, resolvida a redução do capital mediante restituição, em dinheiro, de parte do valor das ações, o preço destas em bolsa for inferior ou igual à importância que deve ser restituída. § 2º A aquisição das próprias ações pela companhia aberta obedecerá, sob pena de nulidade, às normas expedidas pela Comissão de Valores Mobiliários, que poderá subordiná-la à prévia autorização em cada caso. § 3º A companhia não poderá receber em garantia as próprias ações, salvo para assegurar a gestão dos seus administradores. § 4º As ações adquiridas nos termos da alínea b do § 1º, enquanto mantidas em tesouraria, não terão direito a dividendo nem a voto. § 5º No caso da alínea d do § 1º, as ações adquiridas serão retiradas definitivamente de circulação.”

⁶² Ver: BRANDÃO, Júlia Rodrigues Costa de Serpa. **Fechamento de capital em companhias abertas com patrimônio líquido negativo**. In: Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários 7ª ed semestral. Rio de Janeiro: Almedina, maio 2018.

Indiscutivelmente, uma das maiores garantias concedidas aos acionistas minoritários, está prevista no Art. 16 da Instrução CVM nº 361 de 2002. Tal dispositivo prevê a necessidade de aceitação da oferta pelos acionistas minoritários detentores de mais de 2/3 das ações em circulação especificada no inciso II do referido artigo⁶³.

Sobre o quórum de aceitação como garantidor de direitos ao acionista minoritário, Nelson Eizirik *et al.*, nos ensinam⁶⁴:

Um dos objetivos essenciais das normas que regulam os procedimentos de fechamento de capital, além de simplesmente assegurar o direito de saída, é conferir aos minoritários titulares de percentual relevante das ações em circulação no mercado a possibilidade de impedir o cancelamento de registro de companhia aberta.

(...)

Assim, as instruções editadas pela CVM sempre condicionaram o cancelamento de registro de companhia aberta à verificação de que acionistas minoritários representando parcela significativa de ações em circulação tivessem aceitado a oferta pública promovida pelo acionista controlador ou manifestado expressa concordância com o fechamento de capital.

Nesse sentido, os acionistas minoritários que pretendem atuar no fechamento de capital, seja em concordância ou em discordância devem, primeiramente, após a publicação do edital da OPA, credenciar uma sociedade corretora para representa-los no leilão de oferta pública, podendo tal credenciamento ser feito até a véspera do leilão.

Tais sociedades corretoras devem comunicar à bolsa de valores ou à entidade de mercado de balcão organizado onde for realizado o leilão, a quantidade de ações detidas pelos acionistas por ela representados, e informar, dessa totalidade de ações, o número de ações cujos titulares concordam com o cancelamento de registro. É com base nesses dois indicadores – totalidade de ações representadas por corretoras e parcela dos detentores de ações que aprovaram o cancelamento de registro – que será apurado o quórum de aprovação de 2/3 (dois terços) ou mais de acionistas aceitantes da OPA.

Ou seja, se o acionista não se habilitar, suas ações não serão consideradas como “em circulação” para efeitos de verificação do quórum de aprovação necessária para prosseguir com a OPA. É necessário que o acionista despense custos com uma sociedade corretora, engaje seu

⁶³ Não é necessário exatamente 2/3 da totalidade de ações em circulação, mas apenas sobre aquelas detidas sobre os acionistas que se credenciaram para participar da oferta pública, conforme dispõe o art. 16, inciso II, da Instrução CVM nº 361 de 2002.

⁶⁴ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de capitais-regime jurídico**. 3ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. P. 593.

tempo, dinheiro e esforços para que suas ações sejam contabilizadas, o que se mostra contraproducente e favorável ao acionista controlador.

Sobre a exigência de habilitação, o professor José Edwaldo Tavares Borba crítica⁶⁵:

A exigência imposta pelo art. 1º § 1º da Instrução CVM nº 361/2002, de que os acionistas que desejem discordar do fechamento de capital tenham que se habilitar ao procedimento especial, afigura-se curiosa e burocratizante, posto que a simples manifestação do acionista deveria ser considerada bastante. A CVM criou, para esse fim, um conceito específico de ação em circulação (somente considera ações em circulação as que concordarem com o fechamento ou se habilitarem ao leilão), e, ao fazê-lo, usou dois pesos e duas medidas, tanto que, para concordar com o fechamento de capital, contentou-se com a mera manifestação do acionista nesse sentido, mas, para discordar, exigiu que esse acionista se habilitasse ao leilão, e neste rejeitasse a proposta de fechamento.

Nesse sentido, no intuito de não prejudicar totalmente os acionistas não habilitados ao procedimento de OPA, é facultado a eles alienar suas ações pelo mesmo preço do leilão, observando o prazo de 3 (três) meses da data da realização, nos termos do artigo 21, § 1º⁶⁶ e do artigo 10, § 2º⁶⁷ Instrução CVM nº 361 de 2002.

3.5. Critérios para determinação do preço de aquisição

⁶⁵ BORBA, José Edwaldo Tavares. **Direito Societário**. 13ª ed. (revisada e atualizada). Rio de Janeiro: Renovar, 2012. Pp. 177-178.

⁶⁶ Art. 21. §1º da Instrução CVM nº 361 de 2002: “As ações dos acionistas que não se manifestarem concordando expressamente com o cancelamento de registro, nem se habilitarem para o leilão na forma do art. 22, não serão consideradas como ações em circulação, para os efeitos do inciso II do art. 16, sendo-lhes facultado, entretanto, alienar tais ações na forma e no prazo previstos no § 2º do art. 10. ”

⁶⁷ Art. 10 §2º da Instrução CVM nº 361 de 2002: “Ressalvada a hipótese de OPA por alienação de controle, do instrumento de qualquer OPA formulada pelo acionista controlador, pessoa a ele vinculada ou a própria companhia, que vise à aquisição de mais de 1/3 (um terço) das ações de uma mesma espécie ou classe em circulação, constará declaração do ofertante de que, caso venha a adquirir mais de 2/3 (dois terços) das ações de uma mesma espécie e classe em circulação, ficará obrigado a adquirir as ações em circulação remanescentes, pelo prazo de 3 (três) meses, contados da data da realização do leilão, pelo preço final do leilão de OPA, atualizado até a data do efetivo pagamento, nos termos do instrumento de OPA e da legislação em vigor, com pagamento em no máximo 15 (quinze) dias contados do último a ocorrer dos seguintes eventos: I – exercício da faculdade pelo acionista; ou II – pagamento aos demais acionistas que aceitaram a OPA, no caso de OPA com pagamento a prazo. ”

A Lei das S.A. determina de forma expressa e categórica em seu Art. 4º § 4º que a OPA deve ter como base o preço justo de avaliação da ação⁶⁸. Em complemento, o legislador indicou os critérios que devem ser utilizados de forma isolada ou combinada para se chegar ao referido valor justo de avaliação das ações da companhia que se pretende realizar o casamento de capital.

Conforme afirmado anteriormente a OPA de fechamento de capital é um procedimento totalmente privado, não existindo nenhum interesse na administração pública em avaliar ou aprovar o preço oferecido pelo acionista controlador. A extensão de ação da CVM, nesse sentido, se limita em garantir que os minoritários estavam diante de todas as informações necessárias para poder tomar a decisão de vender ou não suas ações⁶⁹.

Nas palavras de Nelson Eizirik *et al.* sobre a falta de interesse na administração pública em regular o preço ofertado⁷⁰:

Assim, a CVM jamais pretendeu impor determinado preço mínimo para a oferta pública de aquisição de ações, por entender que caberia aos investidores decidir sobre a conveniência ou não de aceitar a oferta. Vale dizer, quando o preço ofertado pelo acionista controlador fosse considerado baixo, os minoritários não venderiam as ações de sua propriedade e consequentemente, a companhia não lograria o fechamento de seu capital.

Sendo assim, o que vale na elaboração do preço justo - na terminologia do mercado denominado também *fair value* - são os múltiplos parâmetros trazidos pelo Art. 4º § 4º da Lei das S.A. A opção legislativa foi de não oferecer um único critério para fixação de preço aplicável para todas as companhias, tendo em vista os prejuízos que tal uniformização poderia trazer.

Desse modo, a CVM concedeu maior liberdade para o ofertante da OPA, seja a própria companhia ou o acionista controlador, permitindo que o ofertante fundamentasse seu preço da oferta com base no critério ou nos critérios mais compatíveis com a situação da companhia e das ações de sua emissão.

⁶⁸ Art. 4º § 4º da Instrução CVM nº 361 de 2002: “O registro de companhia aberta para negociação de ações no mercado somente poderá ser cancelado se a companhia emissora de ações, o acionista controlador ou a sociedade que a controle, direta ou indiretamente, formular oferta pública para adquirir a totalidade das ações em circulação no mercado, por preço justo, ao menos igual ao valor de avaliação da companhia, apurado com base nos critérios, adotados de forma isolada ou combinada, de patrimônio líquido contábil, de patrimônio líquido avaliado a preço de mercado, de fluxo de caixa descontado, de comparação por múltiplos, de cotação das ações no mercado de valores mobiliários, ou com base em outro critério aceito pela Comissão de Valores Mobiliários, assegurada a revisão do valor da oferta, em conformidade com o disposto no artigo.”

⁶⁹ Ver: Nota Explicativa CVM nº 08/1978.

⁷⁰ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de capitais-regime jurídico**. 3ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. P. 588.

Nesse sentido, mais importante do que o preço propriamente dito Ricardo Guimarães Moreira⁷¹ ressalta a importância da fundamentação pelo ofertante:

Pensamos que o mais importante não será o resultado em si aferido na avaliação, mas, sim, a lisura em seu procedimento. Caberá à CVM exercer vigilância rigorosa para que se assegure a produção de laudo com alto rigor técnico, elaborado na mais estrita boa-fé, ausente qualquer conflito de interesses entre o avaliador e a companhia objeto ou o ofertante. Dessa maneira, é possível que seu resultado seja mais facilmente aceito por todos os envolvidos, evitando-se discussões tanto dentro da sociedade quanto no Judiciário.

Além dos dispositivos legais de determinação do preço justo, a precificação também se baseia, obrigatoriamente, no laudo de avaliação independente contratado pelo ofertante. No laudo de avaliação deverão constar também os critérios de avaliação e métodos de comparação, bem como indicar quais os critérios do Art. 4º § 4º da Lei das S.A. foram utilizados para chegar no preço justo de avaliação da companhia.

Sobre esse tema, a CVM determinou a possibilidade de oferta de preços distintos propostos pelo ofertante para adquirir ações ordinárias e preferencias. Como justificativa, alegou que o preço justo poderia variar de acordo com a classe ou espécie de ações, desde que conste no laudo de avaliação a existência de diferentes elementos objetivos que justifiquem a mudança na avaliação, tais quais, diferentes direitos patrimoniais atribuídos a diferentes classes ou distintos valores de cotações em bolsa de valores ou em entidade de balcão organizado na qual as ações estejam sendo negociadas.

3.6. Revisão do preço ofertado

Conforme mencionado anteriormente, a legislação vigente não conferiu à CVM poderes para questionar o preço de oferta nas OPAs de fechamento de capital, cabendo tal prerrogativa aos próprios acionistas minoritários, a teor do que dispõe o Art. 4º-A da Lei das S.A.⁷².

⁷¹ MOREIRA, Ricardo Guimarães. **Sociedades Anônimas Brasileiras & Fechamento de Capital**. Curitiba: Juruá, 2006. P. 164.

⁷² Art. 4º-A. da Lei das S.A.: “Na companhia aberta, os titulares de, no mínimo, 10% (dez por cento) das ações em circulação no mercado poderão requerer aos administradores da companhia que convoquem assembleia especial dos acionistas titulares de ações em circulação no mercado, para deliberar sobre a realização de nova avaliação pelo mesmo ou por outro critério, para efeito de determinação do valor de avaliação da companhia, referido no § 4º do art. ”

O dispositivo legal admite que os acionistas minoritários que sejam titular de no mínimo 10% (dez por cento) das ações em circulação no mercado⁷³ que não estejam de acordo com o laudo de avaliação apresentado pelo ofertante, possam requerer a convocação de uma assembleia especial, com o intuito de realizar uma segunda avaliação da companhia.

Sendo assim, o requerimento para a convocação de tal assembleia deve ser apresentado no prazo de 15 (quinze) dias a contar da data de publicação do fato relevante que informou que o laudo de avaliação da OPA já se encontrava disponível para acesso dos acionistas, conforme consta no Art. 24 da Instrução CVM nº 361 de 2002⁷⁴.

⁷³ Entende-se, como base no art. 3º, inciso III, da instrução CVM nº 361/2002, ações em circulação no mercado todas as ações de capital da companhia, menos as de propriedade do acionista controlador e de pessoas a ele vinculadas, as detidas pelos administradores e as mantidas em tesouraria. ”

⁷⁴ Art. 24. da Instrução CVM nº 361 de 2002: “Na revisão do preço da OPA adotar-se-á o seguinte procedimento: I – o pedido de convocação da assembleia especial de acionistas titulares de ações em circulação, devidamente fundamentado e acompanhado de elementos de convicção que demonstrem a falha ou imprecisão no emprego da metodologia de cálculo ou no critério de avaliação adotado, deverá ser formulado no prazo de 15 (quinze) dias, contado da divulgação do valor da oferta pública, nos termos do § 1º do art. 4º -A da Lei 6.404/76, e suspenderá o curso do processo de registro ou, se já concedido este, o prazo do edital da OPA, adiando o respectivo leilão, devendo o ofertante providenciar a publicação de aviso de fato relevante dando notícia do adiamento e da data designada para a assembleia especial; II – caso a assembleia especial delibere pela não realização de nova avaliação da companhia, será retomado o curso do processo de registro, ou da própria OPA pelo prazo remanescente, conforme o caso, devendo o ofertante providenciar, nesta última hipótese, a publicação de aviso de fato relevante, com a nova data de realização do leilão; III – caso a assembleia delibere pela realização de nova avaliação, e o laudo de avaliação venha a apurar valor igual ou inferior ao valor inicial da OPA, será retomado o curso do processo de registro, ou da própria OPA pelo prazo remanescente, conforme o caso, devendo o ofertante providenciar, nesta última hipótese, a publicação de aviso de fato relevante, com a nova data de realização do leilão; e IV – caso a assembleia especial delibere pela realização de nova avaliação, e o laudo de avaliação venha a apurar valor superior ao valor inicial da OPA, o ofertante deverá publicar, no prazo de 5 (cinco) dias, a contar da apresentação do laudo, aviso de fato relevante, informando se mantém a OPA ou dela desiste, esclarecendo, na primeira hipótese, que será retomado o curso do processo de registro, ou da própria OPA pelo prazo remanescente, conforme o caso, devendo o ofertante providenciar, nesta última hipótese, a publicação de aviso de fato relevante, com a nova data de realização do leilão e o novo preço. §1º O prazo de 15 (quinze) dias referido no inciso I somente começará a correr após a entrega do laudo de avaliação original à CVM, ou após a sua disponibilização na forma do § 6º abaixo, se esta ocorrer antes, devendo o ofertante publicar aviso de fato relevante, dando notícia de tal entrega. § 2º O laudo de avaliação de revisão será elaborado por sociedade que atenda aos requisitos dos §§ 1º e 2º do art. 8º, e deverá observar todos os requisitos estabelecidos no Anexo III. • §2º com redação dada pela Instrução CVM nº 487, de 25 de novembro de 2010. §3º A assembleia especial que deliberar pela realização de nova avaliação deverá nomear o responsável pela elaboração do laudo, aprovar-lhe a remuneração, estabelecer prazo não superior a 30 (trinta) dias para o término dos serviços, e determinar que o laudo seja encaminhado à companhia objeto, na pessoa de seu diretor de relações com investidores, à bolsa de valores ou entidade do mercado de balcão organizado em que deva realizar-se o leilão, e à CVM, além de ser encaminhado também ao endereço eletrônico desta última, no formato específico indicado pela CVM. §4º A administração da companhia objeto deverá colaborar com o avaliador, visando à disponibilidade dos elementos necessários à elaboração do laudo de avaliação. §5º A instituição responsável pela elaboração do laudo de avaliação deverá ainda, na mesma data da entrega do laudo à CVM, comunicar à instituição intermediária o resultado da avaliação, para que esta e o ofertante adotem as providências cabíveis, dentre aquelas previstas nos incisos III e IV. §6º O laudo de avaliação de que trata este artigo ficará disponível nos mesmos lugares, e no mesmo formato, do laudo de avaliação de que trata o art. 8º. §7º A ata da assembleia especial a que se refere este artigo indicará, necessariamente, o nome dos acionistas que votarem a favor da proposta de realização de nova avaliação, para efeito de eventual aplicação do § 3º do art. 4-A da Lei 6.404/76. ”

A partir do requerimento para realização dessa assembleia, fica suspenso o prazo para registro da OPA, e conseqüentemente, adia-se o leilão. A administração da companhia tem o prazo de 8 (oito) dias para publicar o edital de convocação da assembleia requerida pelos acionistas minoritários, sob pena dos acionistas detentores de 10% (dez por cento) das ações em circulação no mercado poderem convocar a assembleia diretamente, caso o prazo não seja respeitado.

A assembleia tem como único objetivo deliberar sobre a realização do novo laudo de avaliação das ações, podendo ser o segundo realizado baseado no mesmo critério de avaliação do primeiro ou por outros, desde que observados os parâmetros do Art. 4º § 4º da Lei das S.A. Por óbvio, o pedido de revisão do preço da oferta deve ser fundamentado, sob pena de não ser acatado legitimamente pela administração da companhia.

Nesse sentido, uma vez convocada a assembleia, os titulares em circulação do mercado – nesse caso não se limitando apenas aos acionistas minoritários que se habilitaram a OPA – deverão deliberar por maioria absoluta dos votos, conforme determina o Art. 129 da Lei das S.A.⁷⁵, com o intuito de optar pela aprovação ou pela rejeição do pedido de revisão do preço oferecido pelo acionista controlador ou pela companhia emissora.

Diante disso, caso os acionistas optem por rejeitar o pedido de revisão na assembleia especial, o processo de oferta pública poderá seguir seu curso normal perante a CVM. Caso os acionistas decidam aprovar o pedido de revisão, caberá à assembleia especial: (i) nomear a empresa especializada responsável pela elaboração do laudo; (ii) aprovar a remuneração da empresa nomeada para prestação do serviço; e (iii) estabelecer o prazo para conclusão do laudo, considerando o limite máximo de 30 (trinta) dias.

Para determinar os próximos passos da OPA, após a elaboração do novo laudo, é necessário esclarecer se o valor da ação apresentado no segundo laudo aumentou, diminuiu ou manteve inalterado o valor inicialmente oferecido pelo acionista controlador ou pela própria companhia.

Sendo assim, caso o valor apresentado no segundo laudo seja igual ou inferior ao inicialmente proposto, a oferta pública de aquisição de ações para fechamento de capital poderá seguir de acordo com o preço inicialmente proposto, vigorando assim o maior valor e mais vantajoso para os acionistas minoritários. Nesse caso, os acionistas que foram responsáveis pelo requerimento da nova avaliação – isso é os acionistas que propuseram a reavaliação e os acionistas

⁷⁵ Art. 129. da Lei das S.A.: “As deliberações da assembleia-geral, ressalvadas as exceções previstas em lei, serão tomadas por maioria absoluta de votos, não se computando os votos em branco.”

que votaram em seu favor na assembleia – deverão ressarcir o ofertante pelos custos incorridos, de acordo com a determinação do Art. 4º § 3º da Lei das S.A.⁷⁶

Segundo a lógica legislativa, os acionistas que quiseram a nova avaliação, por terem ensejado um gasto desnecessário para o ofertante, devem reembolsar a companhia ou o acionista controlador, conforme o caso, pelos custos da nova avaliação comprovada desnecessária.

Em contrapartida, caso o segundo laudo de avaliação aponte um valor de ação superior ao originalmente oferecido pela companhia ou pelo acionista controlador, o prosseguimento da OPA fica vinculado ao novo valor. Contudo, nesse caso, o ofertante não será obrigado a continuar com a OPA e adquirir as ações de emissão da companhia alvo por um valor superior ao que se propôs a pagar.

Assim sendo, o acionista controlador ou a própria companhia deverá publicar um fato relevante informando sua concordância ou discordância com o preço constante no novo laudo de avaliação, com o intuito de prosseguir ou desistir respectivamente, do fechamento de capital da companhia. Tal fato relevante deve ser publicado em até 5 (cinco) dias contados da apresentação do segundo laudo.

3.7. *Squeeze-out*

O procedimento popularmente conhecido no mercado como *squeeze-out*, ou em português resgate de ações é o mecanismo pelo qual, ao final da oferta pública de aquisição de ações para fechamento de capital, já obtido o cancelamento de registro da companhia aberta, seja realizada a compra das ações que remanesceram em circulação.

Nas palavras de Nelson Eizirik *et al.* : “trata-se de faculdade atribuída à companhia, a qual – desde que possua os fundos necessários – poderá, a qualquer momento, proceder ao resgates das ações que compõem o seu capital social”⁷⁷.

Nesse sentido, por meio do *squeeze-out* e com o objetivo de retirar todas as ações de sua emissão de circulação, a companhia adquirirá compulsoriamente tais ações. Em razão do caráter compulsório, o resgate deve abranger a totalidade de ações de uma mesma espécie ou classe, ou

⁷⁶ Art. 4º § 3-da Lei das S.A.: “Os acionistas que quiserem a realização de nova avaliação e aqueles que votarem a seu favor deverão ressarcir a companhia pelos custos incorridos, caso o novo valor seja inferior ou igual ao valor inicial da oferta pública”

⁷⁷ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de capitais-regime jurídico**. 3ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 595.

ser realizado mediante sorteio. Tal regra, prevista no Art. 4º § 4º da Lei das S.A. visa impedir que o acionista controlador use do resgate de ações como um mecanismo de exclusão de determinados acionistas da companhia. Sendo assim, busca-se proteger o caráter impessoal do *squeeze-out*.

Ademais, para prosseguir com o resgate, seria necessário a obtenção de aprovação em assembleia especial, por parte de acionistas representando no mínimo 50% (cinquenta por cento) das ações da espécie ou classe que se pretende regatar, conforme previsão do Art. 4º § 6º da Lei das S.A. No entanto, a Lei 10.303/2001, ao incluir o § 5º ao referido artigo da Lei das S.A, possibilitou que a assembleia geral aprove o resgate das ações que permanecerem em circulação após o fechamento de capital da companhia, desde que a porcentagem dessa ações sejam equivalente ou menor a 5% (cinco por cento) da totalidade de ações emitidas pela companhia.

Caso o número de ações em circulação ultrapasse essa porcentagem, os acionistas que não alienaram suas ações durante a OPA de cancelamento de registro, permanecerão sendo acionistas de uma companhia fechada, com muito menos liquidez dos títulos e com muito menos informações disponíveis.

3.8. Deslistagem

Mesmo não se tratando de um requisito legal para a realização da OPA, usualmente, a deslistagem de uma companhia aberta pode indicar um dos primeiros passos para o fechamento de capital.

Conforme explorado anteriormente, listagem e abertura de capital não são termos sinônimos, apesar de serem muitas vezes utilizados como tal em estudos e pesquisas. A abertura de capital diz respeito à possibilidade da companhia ter seus valores mobiliários negociados em bolsa de valores ou em entidade do mercado de balcão organizado. Já a listagem diz respeito ao nível de padrão de governança corporativa que tal companhia escolheu aderir.

De forma totalmente voluntária, a companhia aberta pode vincular-se a um dos seguimentos de listagem existentes na sua jurisdição. Atualmente, as empresas listadas na BOVESPA têm a possibilidade de se enquadrar em dois níveis (Nível 1 e Nível 2) ou no Novo Mercado. Caso a empresa não seja listada, ela deverá cumprir com as prerrogativas de governança corporativa do mercado tradicional, dispostas na Lei das S.A. e nas instruções da CVM.

A saída de uma companhia de qualquer nível de listagem supracitado está sujeita a regime, em princípio, diverso, porém complementar ao das OPAs para cancelamento de registro de companhia aberta. O Regulamento do Novo Mercado determina que o procedimento aplicável à OPA para saída da companhia do Novo Mercado será aquele previsto na Instrução CVM nº 361 de 2002 sendo o quórum para deliberação da matéria em Assembleia Geral o de 1/3 (um terço) do capital social. Além disso, o valor a ser ofertado pelas ações deverá ser o seu preço justo.

De forma similar a decisão quanto à abertura ou fechamento de capital de uma companhia aberta, a decisão quanto à listagem e deslistagem consiste numa análise de custos de benefícios realizada pela administração da referida sociedade. Ainda na mesma linha lógica, pode-se estabelecer que o racional da administração que governa a decisão de deslistagem voluntária tem muitos pontos com a decisão que opta pelo fechamento de capital. Do mesmo modo, a lógica que rege a manutenção da condição de empresa listada em muito se assemelha com a lógica da abertura de capital.

4. ASPECTOS CONTROVERSOS

4.1. “Fechamento branco” de capital

O legislador, ao determinar a obrigatoriedade da OPA, teve por objetivo evitar a realização de “fechamentos brancos” de capital, que além de causarem insegurança ao mercado, afetam a liquidez dos títulos detidos pelos acionistas minoritários, podendo, ademais, causar danos patrimoniais irreversíveis.

Nas palavras de Modesto Carvalhosa, o “fechamento branco” de capital constitui: “a operação na qual o acionista controlador adquire praticamente a totalidade das ações de emissão de sua controlada em circulação no mercado, sem realizar OPA para cancelamento de registro de companhia aberta perante a CVM.”⁷⁸

José Waldecy Lucena, define no mesmo sentido, o fenômeno de maneira similar⁷⁹:

O chamado fechamento branco do capital social, qual dispõe o parágrafo 6º, do artigo 4º, sob comento, ocorre quando o acionista controlador ou a sociedade controladora venham a adquirir ações de companhia aberta sob seu controle, de tal arte a elevarem sua participação, direta ou indireta, em determinada espécie e classe de ações, à percentual que impeça a liquidez de mercado das ações remanescentes, operação que, como é de hialina evidência, resulta em prejuízo para os minoritários.

Nesse sentido, o legislador instituiu previsão expressa contra no Art. 4º § 6º da Lei das S.A.⁸⁰ que tem por objetivo coibir que o acionista controlador reduza a liquidez das ações da companhia por ele controlada, por meio de aquisições em grande escala das ações negociadas no mercado, em detrimento dos acionistas minoritários.

⁷⁸ CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas: Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, com as modificações das Leis nº 9.457, de 5 de maio de 1997, e nº 10.303, de 31 de outubro de 2001.** V. 1 São Paulo: Saraiva, 2002, p.85.

⁷⁹ LUCENA, José Waldecy. **Das Sociedades Anônimas – Comentários à Lei 6.404 (arts. 1º ao 120)**, vol. 1. Rio de Janeiro: Renovar, 2009, pp. 133-134.

⁸⁰ Art. 4º § 6º da Lei das S.A.: “O acionista controlador ou a sociedade controladora que adquirir ações da companhia aberta sob seu controle que elevem sua participação, direta ou indireta, em determinada espécie e classe de ações à porcentagem que, segundo normas gerais expedidas pela Comissão de Valores Mobiliários, impeça a liquidez de mercado das ações remanescentes, será obrigado a fazer oferta pública, por preço determinado nos termos do § 4º, para aquisição da totalidade das ações remanescentes no mercado.”

O texto legal determinou como competência da CVM determinar a porcentagem que apresentaria uma ameaça a liquidez do mercado. Nesse sentido, os artigos 26⁸¹ e 28⁸² da Instrução CVM nº 361 de 2002 determinam a obrigatoriedade de realização de OPA por aumento de participação sempre que o acionista controlador, ou pessoa direta ou indiretamente a ele vinculada⁸³, desejar adquirir ações que representem mais de 1/3 (um terço) do total de ações de determinada espécie ou classe em circulação.

⁸¹ Art. 26 da Instrução CVM nº 361 de 2002: “A OPA por aumento de participação, conforme prevista no § 6o do art. 4o da Lei 6.404, de 1976, deverá realizar-se sempre que o acionista controlador, pessoa a ele vinculada, e outras pessoas que atuem em conjunto com o acionista controlador ou pessoa a ele vinculada, adquiram, por outro meio que não uma OPA, ações que representem mais de 1/3 (um terço) do total das ações de cada espécie e classe em circulação, observado o disposto no §§ 1o e 2o do art. 37. • Caput com redação dada pela Instrução CVM nº 487, de 25 de novembro de 2010. §1o Caso as pessoas referidas no caput detenham, na entrada em vigor desta Instrução, em conjunto ou isoladamente, mais da metade das ações de emissão da companhia de determinada espécie e classe, e adquiram, a partir da entrada em vigor desta Instrução, isoladamente ou em conjunto, participação igual ou superior a 10% (dez por cento) daquela mesma espécie e classe em período de 12 (doze) meses, sem que seja atingido o limite de que trata o caput, a CVM poderá determinar a realização de aumento de participação, caso verifique, no prazo máximo de 6 (seis) meses a contar da comunicação de aquisição da referida participação, que tal aquisição teve o efeito de impedir a liquidez das ações da espécie e classe adquirida. §2o A OPA de que trata este artigo deverá ter por objeto todas as ações da classe ou espécie afetadas. §3o O requerimento de registro da OPA de que trata o caput deverá ser apresentado à CVM no prazo de 30 (trinta) dias, a contar da data em que se verificar a hipótese do caput, ou no prazo determinado pela CVM, na hipótese do § 1o. §4o Em qualquer das hipóteses deste artigo será lícito às pessoas mencionadas no caput adotar o procedimento alternativo de que trata o art. 28, nas condições ali referidas. § 5º Não sendo aplicável o disposto nos §§1º e 2º do art. 37, o limite de 1/3 (um terço) previsto no caput deverá ser calculado com base no número de ações em circulação na data de encerramento da primeira oferta pública de distribuição de ações da companhia ou, caso nenhuma oferta tenha sido realizada, na data da obtenção do registro da companhia para negociação de ações em mercados regulamentados de valores mobiliários. § 6º Uma vez ultrapassado o limite de 1/3 (um terço) das ações em circulação previsto no caput, o controlador, pessoa a ele vinculada e outras pessoas que atuem em conjunto com o acionista controlador ou pessoa a ele vinculada só poderão realizar novas aquisições de ações por meio de OPA por aumento de participação.”

⁸² Art. 28 da Instrução CVM nº 361 de 2002: “Caso se verifique qualquer das hipóteses do art. 26, ao acionista controlador será lícito solicitar à CVM autorização para não realizar a OPA por aumento de participação, desde que se comprometa a alienar o excesso de participação no prazo de 3 (três) meses, a contar da ocorrência da aquisição. §1o A alienação de que trata o caput somente produzirá efeito caso os adquirentes não sejam pessoas vinculadas ao acionista controlador, nem atuem em conjunto com ele ou pessoas a ele vinculadas. §2o Caso as ações não sejam alienadas no prazo e na forma previstos no caput e parágrafo primeiro deste artigo, o acionista controlador deverá apresentar à CVM requerimento de registro de OPA por aumento de participação no prazo de 30 (trinta) dias, a contar do término do prazo estabelecido no caput. §3o O procedimento alternativo à OPA por aumento de participação somente poderá ser utilizado uma vez, a cada período de 2 (dois) anos. §4o A CVM poderá prorrogar uma única vez o prazo de que trata o caput, caso verifique, a requerimento do interessado, que a alienação de todo o bloco no prazo inicial poderá afetar significativamente as cotações das ações na bolsa de valores ou no mercado de balcão organizado em que estejam admitidas à negociação.”

⁸³ Nesse aspecto, ressalta-se o aspecto recém julgado pela CVM no âmbito do Processo Administrativo CVM SEI Nº 19957.008059/2016-41. Trata-se de processo em que a Superintendência de Registro de Valores Mobiliários - SRE, com base em certos indícios, decidiu, que a 9 West Finance S.À. R. L. estaria atuando no mesmo interesse do grupo EIG, que controla a Prumo Logística SA. De forma que a 9 West Finance S.À. R. L seria parte vinculada à EIG e, portanto, teriam sido irregulares os votos por ela proferidos nas deliberações exclusivas para os titulares de ações em circulação no procedimento de Oferta Pública de Aquisição de Ações formulado pela Controladora para saída do Novo Mercado e fechamento de capital da Prumo Logística S.A.

Em complemento, nos artigos supracitados a CVM oferece a possibilidade do acionista controlador solicitar autorização para não realizar a OPA por aumento de participação, desde que se comprometa a alienar o excesso de participação a pessoas não vinculadas no prazo de 3 (três) meses, a contar da ocorrência da aquisição.

Com sua autoridade de expert na matéria Luiz Leonardo Cantidiano⁸⁴ teceu comentários sobre o percentual mínimo que pode ser adquirido sem ensejar realização de OPA:

Sempre que, por força de aquisições, pelo acionista controlador, de ações de emissão da companhia, a participação do adquirente em determinada espécie ou classe de ações tiver atingido o percentual mínimo que a CVM tiver estabelecido como índice adequado de liquidez de mercado das ações remanescentes, o controlador será obrigado a apresentar oferta pública, para aquisição de todas as ações em circulação no mercado, daquela espécie ou classe, pagando preço justo, observados os critérios que são estabelecidos pelo § 4º do mesmo dispositivo.

Entretanto, na hipótese de os acionistas minoritários não exercerem integralmente seu direito de preferência nos aumentos de capital da companhia, o controlador poderá aumentar sua participação no capital de sua controlada por meio da subscrição de sobras, sem que, com isso, possa ser obrigado a realizar oferta pública.

Entender o contrário praticamente inviabilizaria qualquer aumento de capital de companhia aberta, visto que, se os minoritários não exercerem o direito de preferência e não houver interesse de terceiros subscritores, o acionista controlador estaria obrigado a cancelar o aumento de capital ou a promover oferta pública para aquisição das ações pertencentes aos minoritários.⁸⁵

Não há dúvidas de que o objetivo do parágrafo 6º não é inviabilizar o desenvolvimento da companhia através do aumento de capital. Esse pouco interfere na liquidez das ações, uma vez que não interfere no aumento do número de ações em circulação.

4.2. Incorporação de Ações

⁸⁴ CANTIDIANO, Luiz Leonardo. **Características das Ações, Cancelamento de Registro e “Tag Along”**. In: LOBO, Jorge (org.). Reforma da Lei de Sociedades Anônimas: inovações e questões controvertidas da Lei nº 10.303, de 31 de novembro de 2001. Rio de Janeiro: Forense, 2002, p.115.

⁸⁵ CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas: Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, com as modificações das Leis nº 9.457, de 5 de maio de 1997, e nº 10.303, de 31 de outubro de 2001**. V. 1 São Paulo: Saraiva, 2002, pp.86-87.

A incorporação de ações surge com assunto controverso no que diz respeito à oferta pública de aquisição para fechamento de capital, uma vez que, a conversão de uma companhia aberta em subsidiária integral, por força de incorporação de ações pode resultar numa operação de fechamento de capital sem que sejam observados os procedimentos previstos na Lei das S.A. e na Instrução CVM nº 361 de 2002.

O Art. 252 da Lei das S.A.⁸⁶. nos traz o conceito de incorporação de ações como a operação societária por meio da qual a totalidade das ações de emissão da companhia é incorporada ao patrimônio de outra sociedade, convertendo aquela em subsidiária integral desta. Desse modo, os acionistas da companhia incorporada transferem a totalidade das suas ações para a incorporadora, que se torna a acionista única da primeira.

Tal operação não se confunde com a incorporação da sociedade, pela qual a sociedade incorporadora absorve o ativo e o passivo da sociedade incorporada, que deixa de existir para o ordenamento jurídico. Na incorporação de ações, a sociedade incorporada não se extingue, mas sim permanece como pessoa jurídica independente, tendo como diferença agora o quadro acionário composto unicamente pela sociedade incorporadora.

Nesse sentido, a incorporação de ações de uma companhia aberta, de modo a convertê-la em subsidiária integral de outra sociedade, pode ter como consequência o fechamento de capital da incorporada. Por este motivo, durante muito tempo, questionou-se se a incorporação de ações se tratava de um negócio indireto que tinha por único objetivo o cancelamento de registro da companhia incorporada sem que fossem atendidos os requisitos legais necessários, dentre os quais a realização da OPA.

⁸⁶ Art. 252. da Lei das S.A.: “A incorporação de todas as ações do capital social ao patrimônio de outra companhia brasileira, para convertê-la em subsidiária integral, será submetida à deliberação da assembleia-geral das duas companhias mediante protocolo e justificação, nos termos dos artigos 224 e 225. § 1º A assembleia-geral da companhia incorporadora, se aprovar a operação, deverá autorizar o aumento do capital, a ser realizado com as ações a serem incorporadas e nomear os peritos que as avaliarão; os acionistas não terão direito de preferência para subscrever o aumento de capital, mas os dissidentes poderão retirar-se da companhia, observado o disposto no art. 137, II, mediante o reembolso do valor de suas ações, nos termos do art. 230. § 2º A assembleia-geral da companhia cujas ações houverem de ser incorporadas somente poderá aprovar a operação pelo voto de metade, no mínimo, das ações com direito a voto, e se a aprovar, autorizará a diretoria a subscrever o aumento do capital da incorporadora, por conta dos seus acionistas; os dissidentes da deliberação terão direito de retirar-se da companhia, observado o disposto no art. 137, II, mediante o reembolso do valor de suas ações, nos termos do art. 230. § 3º Aprovado o laudo de avaliação pela assembleia-geral da incorporadora, efetivar-se-á a incorporação e os titulares das ações incorporadas receberão diretamente da incorporadora as ações que lhes couberem. § 4º A Comissão de Valores Mobiliários estabelecerá normas especiais de avaliação e contabilização aplicáveis às operações de incorporação de ações que envolvam companhia aberta. ”

Pode-se pensar em dois tipos de incorporação de ações. O primeiro se dá quando a empresa incorporada não é controlada pela incorporadora, que não é o foco da nossa análise. O segundo tipo e mais preocupante no que tange a possibilidade de realização de fechamentos de capital fraudulentos se dá quando a companhia controlada é incorporada pela controladora, que será regulado pelo Art. 264 da Lei das S.A., que segue *in verbis*:

“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.

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

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

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

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

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

A incorporação de ações consiste numa das poucas hipóteses em que se admite a “expropriação privada” de bens, na medida em que fica o minoritário obrigado a entregar suas ações contra a sua vontade, embora receba outras em substituição.⁸⁷ Desse modo, o mecanismo de incorporação de ações permitido em lei deve ser analisado de forma restritiva. Tal mecanismo está desalinhado com os dois principais objetivos da OPA evidenciados ao longo do presente trabalho: proteção efetiva dos interesses dos acionistas minoritário e justa compensação patrimonial pela alienação das ações.

⁸⁷ COSTA E SILVA, Francisco; MARTINS NETO, Carlos. **A Utilização do Instituto de Incorporação de Ações como Forma de Burlar a Exigência Legal de OPA para Fechamento de Capital**. In: Revista Semestral de Direito Empresarial – RSDE n° 1, julho- dezembro/2007, p. 17.

Muito já foi explorado sobre as exigências procedimentais para se cancelar o registro de uma companhia aberta. É evidente que o procedimento de oferta pública de aquisição de ações para cancelamento de registro de companhia aberta não é um processo simples tampouco célere para o ofertante. Diante desse cenário, pode-se observar como resultado a “solução criativa” descrita por Marília Camacho e Barbara Makant⁸⁸ abaixo:

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

Em outras palavras, muitos controladores vinham se utilizando do mecanismo da incorporação de ações para atingirem a finalidade de fechar o capital de uma companhia, constituindo assim um negócio jurídico indireto, com o fito de promover o “fechamento branco” de capital. Sobre esse entendimento, a respeito da utilização da incorporação de ações para atingir outros efeitos não típicos do instituto, Calixto Salomão Filho comenta⁸⁹:

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

Esclarecido o entendimento doutrinário a respeito do tema, cabe ressaltar o entendimento da CVM no que tange a incorporação de ações de companhia aberta. Nesse sentido, ressalva-se que a percepção da CVM tem variado bastante ao longo do tempo. Num primeiro momento, a CVM decidiu por entender que as ações de companhia aberta podiam ser incorporadas independentemente da necessidade de OPA para tanto.

Atualmente as decisões da CVM caminham em sentido contrário ao entendimento doutrinário e ao princípio de proteção aos acionistas minoritários contra os abusos praticados pelo

⁸⁸ CAMACHO, Marília; MAKANT, Barbara. **Da Utilização do Instituto da Incorporação de Ações como Meio de Efetuar o Fechamento de Capital de uma Companhia Aberta Sem a Realização de Oferta Pública.** In: Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, n° 28, abril-junho/2005. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais. P. 53.

⁸⁹ Ver: Parecer de autoria de Calixto Salomão Filho juntado aos autos do Processo n° 000.05.107254-8, que tramitou perante a 19ª Vara Cível do Foro Central da Comarca da Capital do Estado de São Paulo.

controlador. Em muitos julgados recentes a CVM concorda que a companhia tenha suas ações incorporadas e passe a ser subsidiária integral de outra, mas exige que ela permaneça com o status de companhia aberta, mesmo sem nenhum valor mobiliário em circulação.

A companhia dita aberta sem valor mobiliário em circulação no mercado encontra-se numa situação precária e a CVM não se deve valer de formalismos jurídicos para justificar e legitimar a precariedade da situação. Independentemente de qualquer julgamento e opinião que possa ser a respeito do posicionamento polêmico da CVM, fato é que, hoje, vide tal entendimento, para a realização de uma incorporação de ações deve-se apenas atender aos requisitos dispostos na Lei das S.A., sem a necessidade de cumprir os dispositivos relativos à OPA para cancelamento de registro de companhia aberta.⁹⁰

4.3. Companhias Abertas com Patrimônio Líquido Negativo

Evidenciou-se ao longo do trabalho, aspectos jurídicos relevantes da OPA sobre o procedimento para concretização do fechamento de capital, bem como, as garantias concedidas aos acionistas minoritários ao longo do processo. Entretanto, até o presente momento, não analisamos as desvantagens que a OPA pode apresentar em contextos específicos. A legislação previu alguns desses contextos e determinou a dispensa de OPA, conforme previsto no artigo 34, §1º da Instrução CVM nº 361⁹¹ de 2002.

Entretanto, como podemos prosseguir diante de uma situação fática em que a companhia não tem condições de seguir com o procedimento da OPA, e também não está prevista no rol taxativo do artigo supracitado como sendo uma situação excepcional? É o que acontece quando

⁹⁰ COSTA E SILVA, Francisco; MARTINS NETO, Carlos. **A Utilização do Instituto de Incorporação de Ações como Forma de Burlar a Exigência Legal de OPA para Fechamento de Capital**. In: Revista Semestral de Direito Empresarial – RSDE nº 1, 2007, p. 38.

⁹¹ Art. 34. da Instrução CVM nº 361 de 2002: “Situações excepcionais que justifiquem a aquisição de ações sem oferta pública ou com procedimento diferenciado, serão apreciadas pelo Colegiado da CVM, para efeito de dispensa ou aprovação de procedimento e formalidades próprios a serem seguidos, inclusive no que se refere à divulgação de informações ao público, quando for o caso. §1º São exemplos das situações excepcionais referidas no caput aquelas decorrentes: I - de a companhia possuir concentração extraordinária de suas ações, ou da dificuldade de identificação ou localização de um número significativo de acionistas; II - da pequena quantidade de ações a ser adquirida frente ao número de ações em circulação, ou do valor total, do objetivo ou do impacto da oferta para o mercado; III - da modalidade de registro de companhia aberta, conforme definido em regulamentação própria; IV - de tratar-se de operações envolvendo companhia com patrimônio líquido negativo, ou com atividades paralisadas ou interrompidas; e V - de tratar-se de operação envolvendo oferta simultânea em mercados não fiscalizados pela CVM.”

uma companhia com o patrimônio líquido negativo - isto é, uma companhia cujos prejuízos acumulados superam os recursos aportados e os lucros acumulados - decide fechar o capital.

Sobre a possibilidade de realização de oferta pública de aquisição de ações para cancelamento de registro, a advogada Julia Rodrigues Costa de Serpa Brandão teceu o seguinte comentário⁹²:

“(…) a realização da referida OPA, embora seja um mecanismo de proteção dos acionistas contra eventual ausência de liquidez das ações por eles detidas decorrente do fechamento de capital, representa um procedimento extremamente custoso para companhia ofertante. Assim, questiona-se: companhias abertas com patrimônio líquido negativo podem incorrer em tais custos e efetuar OPA? Mais além: companhias abertas nesta situação deveriam incorrer em tais custos?”

Conforme analisado ao longo do trabalho, um dos requisitos estabelecidos pela Instrução CVM nº 361 de 2002 é a comprovação de existência de lucros ou de reservas de capital. Como as companhias com patrimônio líquido negativo não dispõem de lucros ou de reservas de capital,⁹³ não poderia ser exigível a realização de OPA para cancelamento de registro para tais companhias. Além do impedimento legal, não seria possível, do ponto de vista prático, que uma companhia sem reservas de capital arcasse com os custos altos do procedimento da OPA e com os altos custos para a efetiva aquisição das ações ao final do processo.

Sendo assim, torna-se claro que, nas palavras de Julia Rodrigues Costa de Serpa Brandão: “não há no direito brasileiro um mecanismo pelo qual uma companhia com patrimônio líquido negativo possa realizar o fechamento de capital, salvo se possuir caixas e reservas de capital suficiente para arcar com os custos de realização da OPA para cancelamento de registro.”⁹⁴

É necessário, portanto, que seja oferecida e proposta uma solução legislativa, de forma a assegurar a companhia efetue o cancelamento de registro sem a incursão de custos que afetem de

⁹² BRANDÃO, Julia Rodrigues Costa de Serpa. Fechamento de Capital em Companhias Abertas com Patrimônio Líquido Negativo. **Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários**. 7.ed. Maio de 2018. São Paulo: Editora Almedina, 2018, p.2.

⁹³ Entende-se por reservas de capital os valores recebidos pela companhia em questão e que não transitam como receitas, por se referirem a valores destinados ao reforço de capital. Assim sendo, só pode-se acumular reserva de capital quando não houver prejuízo acumulado. Sendo assim, companhias com patrimônio líquido não possuem reserva de lucro.

⁹⁴ BRANDÃO, Julia Rodrigues Costa de Serpa. Fechamento de Capital em Companhias Abertas com Patrimônio Líquido Negativo. **Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários**. 7.ed. Maio de 2018. São Paulo: Editora Almedina, 2018, p.18.

forma expressiva a situação patrimonial da companhia. Tampouco pode a solução encontrada prejudicar o nível de segurança detido pelos acionistas minoritários dessas companhias.

5. CONCLUSÃO

Por todo o exposto, pode-se aduzir que a oferta pública de aquisição de ações para cancelamento de registro de companhia aberta é um mecanismo que foi idealizado pelo legislador como forma de respaldar os direitos dos acionistas minoritários, diante de um momento impreterivelmente oneroso para os mesmos: o momento do fechamento de seu capital.

Para explicar com clareza o funcionamento do referido mecanismo, coube a primeira parte do trabalho conceituar alguns termos básicos e correlatos do direito societário, como por exemplo, valores mobiliários, companhia aberta, companhia fechada, acionista minoritário, controle acionário e oferta pública.

Em um segundo momento, ainda tratando das “ferramentas” para melhor entender a OPA de cancelamento de registro, foi analisada como se deu a construção normativa dos textos legais que regem o tema ao longo das últimas décadas. Identificou-se o papel de destaque ocupado pela CVM na elaboração de normas que tutelassem o funcionamento da OPA.

Por um lado, percebeu-se ao analisar a evolução das normas legais, que os dispositivos legais existentes hoje refletem os avanços do mercado de capitais brasileiro e tutelam os interesses dos acionistas minoritários de forma muito mais eficaz do que há algumas décadas atrás. Por outro, as normas existentes estão longes de serem entendidas como ideais. Pode-se observar

Na sequência, tratou o presente trabalho de analisar, de forma crítica, os procedimentos de OPA à luz dos seus prejuízos causados. Isso pois, o fechamento de capital é uma operação que ou vai gerar a exclusão dos acionistas minoritários do negócio, ou vai transformar a natureza do tipo de investimento realizado por completo. A “natureza fechada” traz consigo menos obrigações de divulgação de informações por parte da administração da companhia e menos liquidez dos títulos emitidos. Essas variáveis não faziam parte da equação de risco e retorno no momento em que o acionista decidiu alocar seu dinheiro na companhia, tendo em vista que, no momento do investimento, tratava-se de uma companhia aberta.

Sendo assim, pode-se compreender porque as normas da CVM que regularam a matéria ao longo da história do direito brasileiro sempre tiveram em vista a tutela dos interesses dos acionistas minoritários.

As operações de fechamento de capital têm se tornado cada vez uma realidade mais constante no mercado de capitais brasileiro, tendo em vista o momento de crise econômica que se enfrenta no país. Dado o momento histórico atual, o foco do presente trabalho foi analisar se os diplomas legais existentes referentes ao cancelamento de registro de uma companhia aberta são capazes de garantir a segurança jurídica dos investidores, e por consequente, permitir o desenvolvimento pleno do mercado de capitais brasileiro.

Diante desse cenário, foi analisado de forma breve alguns dos fatores que podem levar ao cancelamento de registro de uma companhia aberta. Dentre eles, os elevados custos para manutenção do status societário de companhia aberta, a busca por maior independência da administração e o tamanho da companhia por si.

Após analisar as razões que levam ao fechamento, o presente trabalho tratou de analisar a OPA de cancelamento de registro da companhia aberta pelo viés procedimental. Pode-se observar, no desenvolvimento, a existência de uma sutil tendência legislativa em proteger o acionista controlador ao longo do procedimento. Tal fato fica claro ao analisar a existência de dois pesos e duas medidas durante a contabilização de acionistas em dois momentos distintos da oferta pública de aquisição de ações para cancelamento de registro.

Quando se refere ao quórum de aprovação do cancelamento de registro a totalidade de acionistas considera apenas os acionistas que se habilitaram a participar do procedimento. Por outro lado, para aprovar a reavaliação do preço das ações ofertadas, considera-se a totalidade de acionistas. Torna-se clara a intenção, mesmo que sutil, do legislador em facilitar a instauração da OPA de fechamento de capital e inviabilizar na medida do possível a reavaliação do preço ofertado pela companhia aberta ou pelo acionista controlador.

Não obstante, foi realizada a análise das demais prerrogativas estabelecidas pela legislação pátria como mecanismos de defesa disponíveis aos acionistas minoritários para evitar abusos praticados pelo acionista controlador ou pela companhia. Entre eles, a necessidade de aceitação da oferta pública por mais de 2/3 (dois terços) dos acionistas habilitados e a revisão do preço da oferta pública.

Ao final do capítulo que explorou a estrutura da OPA, pormenorizou-se, ainda, dois outros pontos: (I) o mecanismo de resgate de ações para realizar a compra forçada das ações que permaneceram no *free-float* após o fechamento de capital, desde que o número de ações não ultrapasse 5% (cinco por cento) do total em circulação; e (II) o mecanismo de deslistagem, pelo

qual a companhia aberta deixa de estar vinculada à algum dos segmentos de listagem existentes e suas respectivas obrigações referentes à governança corporativa.

Por fim, o trabalho tratou de analisar alguns pontos tidos como controversos pela doutrina majoritária e pela literatura especializada. O primeiro refere-se ao fechamento branco de capital. Tal fechamento de capital se dá por meio da compra paulatina de ações negociadas em bolsa de valores ou entidade do mercado de balcão organizado pelo acionista controlador da sociedade. Esse processo é rechaçado pelo ordenamento jurídico brasileiro por se tratar de uma ameaça à liquidez das ações e à segurança do mercado como um todo.

Nesse sentido, analisou-se a incorporação de ações como uma espécie de “brecha legislativa” para realização de fechamento de capital burlando a exigência legal de realização de OPA. Para compreender tal fenômeno, ressaltou-se a posição da CVM quanto a esse assunto, que em dissonância com a doutrina, entende por ser desnecessária a realização de OPA na incorporação de ações para constituição de subsidiária integral.

O último ponto controverso analisado foi a possibilidade jurídica de realização de OPA para cancelamento de registro sendo a companhia ofertante uma sociedade com patrimônio líquido negativo. Entendeu-se pela impossibilidade e nos deparamos de falta de provisão normativa de como proceder diante dessa situação.

Em geral - tendo em vista o estágio prematuro em que o mercado de capitais brasileiro se encontra quando comparado com outras sociedades de países desenvolvidas - o aparato normativo é eficaz em tutelar os direitos dos acionistas minoritários, evitando que as operações de fechamento de capital causem desestímulos ao investimento em companhias abertas.

6. REFERÊNCIAS

ASCARELLI, Tullio. **Problemas das Sociedades Anônimas e de Direito Comparado**. São Paulo: Saraiva, 1945.

AQUINO, Tiago Soares de; PERAÇOLI, Fernando de Azevedo. **Abertura de Capital sem IPO**. Jota, 2018. Disponível em: <<https://www.jota.info/opiniao-e-analise/artigos/abertura-de-capital-sem-ipo-05052018>>. Acesso em maio de 2018.

BORBA, José Edwaldo Tavares. **Direito Societário**. 13^a ed. (revisada e atualizada). Rio de Janeiro: Renovar, 2012.

_____. **Direito Societário**. 8^a ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2004.

BRANDÃO, Julia Rodrigues Costa de Serpa. Fechamento de Capital em Companhias Abertas com Patrimônio Líquido Negativo. **Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários**. 7.ed. Maio de 2018. São Paulo: Editora Almedina, 2018.

BRASIL. 1916. **Lei n° 3.071**. Institui o Código Civil Brasileiro. Rio de Janeiro, 1° de janeiro de 1916.

BRASIL. 1976, **Lei n° 6.385**. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Brasília, 7 de dezembro de 1976.

BRASIL. 1976, **Lei n° 6.404**. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Brasília, 15 de dezembro de 1976.

BRASIL. 1978, **Instrução CVM n° 03** de 17 de agosto de 1978.

BRASIL. 1995, **Instrução CVM n° 229** de 16 de janeiro de 1995.

BRASIL. 1995, **Instrução CVM nº 185** de 27 de fevereiro de 1992.

BRASIL. 2001, **Lei nº. 10.303**. Altera e acrescenta dispositivos na lei nº. 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações e na lei nº. 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores imobiliários e cria a Comissão de Valores Imobiliários. Brasília, 31 de outubro de 2001.

BRASIL.2002, **Instrução CVM nº 358** de 03 de janeiro de 2002.

BRASIL. 2002, **Lei nº 10.406**. Institui o Código Civil Brasileiro. Brasília, 10 de janeiro de 2002.

BRASIL.2002, **Instrução CVM nº 361** de 05 de março de 2002.

BRASIL. 2009, **Instrução CVM nº 480** de 07 de dezembro de 2009.

BRASIL. 2017. **Relatório Anual CVM 2017**. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/publicacao/relatorio_anual/anexos/Relatorio_Anual_2017.pdf.> Acesso em maio de 2018.

CAMACHO, Marilia; MAKANT, Barbara. **Da Utilização do Instituto da Incorporação de Ações como Meio de Efetuar o Fechamento de Capital de uma Companhia Aberta Sem a Realização de Oferta Pública**. In: Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, nº 28, 2005.

CANTIDIANO, Luiz Leonardo. **Características das Ações, Cancelamento de Registro e “Tag Along”**. In: LOBO, Jorge (org.). **Reforma da Lei de Sociedades Anônimas: inovações e questões controversas da Lei nº 10.303, de 31 de novembro de 2001**. Rio de Janeiro: Forense, 2002.

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas: Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, com as modificações das Leis nº 9.457, de 5 de maio de 1997, e nº 10.303, de 31 de outubro de 2001.** Vol. 1 São Paulo: Saraiva. 2002.

CORDEIRO FILHO, Ari. **Manual de Abertura das Companhias.** Rio de Janeiro: IBMEC/APEC, 1981.

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

COSTA E SILVA, Francisco; MARTINS NETO, Carlos. **A Utilização do Instituto de Incorporação de Ações como Forma de Burlar a Exigência Legal de OPA para Fechamento de Capital.** In: Revista Semestral de Direito Empresarial – RSDE nº 1, 2007.

EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de Capitais Regime Jurídico.** 3ª ed. Rio de Janeiro: Renovar. 2011.

_____. **Mercado de capitais- regime jurídico.** 2ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2008.

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

_____. Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **Direito das Companhias.** 2ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017.

LUCENA, José Waldecy. **Das Sociedades Anônimas – Comentários à Lei 6.404 (arts. 1º ao 120).** Vol. 1. Rio de Janeiro: Renovar, 2009.

MICHELSEN, Marc; KLEIN, Christian. **Privacy please!: the public to private decision in Germany.** *Review of Managerial Science*, 2011.

MOREIRA, Ricardo Guimarães. **Sociedades Anônimas Brasileiras & Fechamento de Capital.** Curitiba: Juruá, 2006.

NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. **Medidas Defensivas à Tomada de Controle de Companhia**. Rio de Janeiro: Quartier Latin, 2011.

NÓBREGA, Maílson da; LOYOLA, Gustavo; GUEDES FILHO, Ernesto Moreira; BASIAL, Denise. **O mercado de capitais, sua importância para o desenvolvimento e o que se defronta no Brasil. Estudos para o desenvolvimento do mercado de capitais**. São Paulo: BOVESPA, 2000. Disponível em: <www.bovespa.com.br>. Acesso em maio de 2018.

ORTEGA Y GASSET, José. **Meditaciones del Quijote**, in Revista de Occidente, Madri: Ed. De la Universidade de Puerto Rico, 1957.

PARENTE, Norma. **Principais inovações trazidas pela lei no. 10.303, de 31 de outubro de 2001, à lei de sociedades por ações**. In: LOBO, Jorge (Coord.) Reforma da lei das sociedades anônimas – inovações e questões controvertidas da lei no. 10.303, de 31 de outubro de 2001. 2ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2002.

PENNA, Paulo Eduardo. **Fechamento branco de capital e oferta pública de aquisição de ações por aumento de participação**. In: Felipe Hanszmann. (Org.). Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais, 1ª ed. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2016.

SELMÍ, Paula; MANDL, Carolina. **Em três anos, 25 empresas deixaram a bolsa**. *Valor Econômico*, São Paulo, 18 jan. 2017. Finanças.

SINNET, William. **Why private companies stay private**. *Financial Executives International* (FEI), 2002.
