

Fechamento Branco de Capital e Oferta Pública de Aquisição de Ações por Aumento de Participação

(Artigo publicado na seguinte obra coletiva: HANSZMANN, Felipe (org.). Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2016.)

por **Paulo Eduardo Penna**

SUMÁRIO:

1. Introdução: fechamento branco de capital e liquidez das ações - 2. Evolução da regulamentação que buscou coibir o fechamento branco, e a OPA por aumento de participação - 3. Hipóteses de incidência da OPA por aumento de participação - 4. Definição do número de ações em circulação - 5. Conceito de pessoa vinculada - 6. Determinação do preço e sua revisão - 7. Processamento da oferta - 8. Unificação de OPAs e resgate das ações dos minoritários - 9. Procedimento alternativo à oferta: alienação do excesso de participação - 10. Considerações finais

1. INTRODUÇÃO: FECHAMENTO BRANCO DE CAPITAL E LIQUIDEZ DAS AÇÕES

O § 6º do art. 4º da Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (Lei de Sociedades Anônimas ou “LSA”) dispõe que o acionista controlador que adquirir ações da companhia aberta sob seu controle que elevem sua participação acionária à porcentagem que, segundo as normas expedidas pela Comissão de Valores Mobiliários, impeça a liquidez de mercado das ações remanescentes, será obrigado a realizar oferta pública para aquisição da totalidade das ações no mercado.

Inserido na LSA por força da Lei 10.303, de 31 de outubro de 2001, no âmbito da reforma para aumentar a proteção aos acionistas minoritários, o § 6º do art. 4º busca coibir o “fechamento branco” de capital, expressão empregada pelo mercado para designar os casos em que o controlador passa a adquirir, paulatinamente, ações em circulação da companhia aberta por ele controlada, sem, entretanto, promover uma oferta pública para oficialmente cancelar o registro da companhia na CVM.

O bem jurídico tutelado por esse dispositivo é a liquidez das ações em circulação da companhia. Liquidez significa a facilidade e rapidez de converter determinado ativo em moeda¹. Considera-se que uma ação tem liquidez quando é facilmente negociada e conversível em dinheiro. Para tanto, é preciso que o volume de negociações com as ações seja suficiente para que seus titulares se sintam seguros de que, a qualquer momento, se assim desejarem, conseguirão passá-las adiante.

¹ ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Randolph W.; JAFFE, Jeffrey F. *Administração financeira – corporate finance*. São Paulo: Atlas, 1995, p. 676.

A liquidez é importante tanto do ponto de vista do investidor individual, na tomada de sua decisão de investir em determinada companhia aberta, quanto para o desenvolvimento do mercado como um todo. Conforme bem observa Rachel Sztajn, “investir em ações constitui decisão que leva em consideração não apenas a possibilidade de ganhos decorrentes da distribuição de lucros produzidos pela ação administrativa mas, também, a facilidade que se possa entrever para alienação desse investimento a qualquer tempo”². Na precisa síntese de Norma Parente, a “perda de liquidez da ação representa, portanto, um dos maiores prejuízos que se pode causar ao acionista minoritário”³. Daí porque a lei se preocupa em proteger os acionistas minoritários de uma situação em que a liquidez das suas ações possa ser comprometida por conta de atos voluntários do controlador que acarretem a diminuição na dispersão das ações em circulação⁴.

A aquisição paulatina, pelo acionista controlador, das ações da companhia aberta por ele controlada pode reduzir substancialmente a liquidez das ações em circulação. O mercado supõe, de modo geral, que o controlador, tendo elevado sua participação na companhia, não pretenderá dela nunca se desfazer, desencorajando possíveis investidores preocupados com a liquidez das ações a investir naquela companhia. Consequentemente, o acionista controlador se torna na prática o único potencial comprador das ações, o que lhe permite ditar o preço e as condições de venda das ações que remanescerem em circulação.

O fechamento branco de capital pode, assim, ser bastante prejudicial aos acionistas minoritários. Embora a companhia se mantenha registrada na CVM, sujeita a todas as normas aplicáveis às companhias abertas, e as ações por ela emitidas continuem listadas em bolsa ou podendo ser negociadas no mercado de balcão, a liquidez das ações diminui substancialmente, tal como ocorre na hipótese de cancelamento do registro de companhia aberta. No mais, dados históricos revelam que os acionistas minoritários não eram necessariamente tratados equitativamente nos fechamentos brancos de capital, já que o acionista controlador muitas vezes conseguia, a cada compra de ações, impor preços e condições diferenciados.

² SZTAJN, Raquel. Conceito de liquidez na disciplina do mercado de valores mobiliários. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: Revista dos Tribunais, n. 126, 2002, p. 13.

³ PARENTE, Norma. Principais inovações introduzidas pela lei n° 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 n° 10.303, de 31 de outubro de 2001*. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2002, p. 21.

⁴ Erik Frederico Oioli observa que a iliquidez poderia resultar da redução das ações em circulação – como é o caso aqui tratado –, mas também da redução do valor em bolsa da companhia (companhia pouco atrativa), razão pela qual as “regras jurídicas devem, assim, dentro de suas limitações, servir de ferramenta para propiciar e preservar a liquidez, seja, por exemplo, criando mecanismos adequados de monitoramento do acionista controlador ou da administração, seja tutelando a dispersão acionária.” (OIOLI, Erik Frederico. Oferta pública de aquisição de ações. In: COELHO, Fábio Ulhoa (Coord.). *Tratado de direito comercial – relações societárias – mercado de capitais* – vol. 4. São Paulo: Saraiva, 2015, p. 385).

A preocupação com a liquidez das ações da companhia aberta não é exclusiva da LSA, no seu art. 4º, § 6º. Conforme previsto nos Regulamentos de Listagem do Novo Mercado, do Nível 2 e do Nível 15, as companhias abertas que aderirem a qualquer um desses três segmentos especiais da BM&FBovespa ficam obrigadas a manter em circulação um percentual (*free float*) correspondente a 25% das ações de emissão da companhia. Na ocorrência de um aumento de capital que, na falta de interessados, termine sendo subscrito desproporcionalmente pelo acionista controlador, fazendo com que o *free float* fique abaixo de 25%, o acionista controlador deverá, nos 6 meses seguintes, tomar as medidas necessárias para recompor dito percentual mínimo de ações em circulação. Esse percentual mínimo também deverá ser refeito quando afetado em decorrência de uma oferta pública de aquisição de ações por alienação de controle.

A norma expedida pela CVM regulamentando o § 6º do art. 4º da LSA para proteger a liquidez das ações é distinta da regra do *free float* dos Regulamentos dos segmentos especiais da BM&FBovespa. Nos Regulamentos, a proteção da liquidez é estabelecida a partir de determinado patamar, por ora fixado em 25% das ações em circulação⁶, aplicável a todas as companhias listadas nos segmentos especiais. Ao disciplinar o § 6º do art. 4º da LSA, a CVM, conforme analisamos adiante, estabeleceu como limite a aquisição de 1/3 das ações em circulação⁷, preservando a liquidez das ações no estado em que se encontravam.

2. EVOLUÇÃO DA REGULAMENTAÇÃO QUE BUSCOU COIBIR O FECHAMENTO BRANCO, E A OPA POR AUMENTO DE PARTICIPAÇÃO

Concebida para um mercado em expansão, a LSA, em sua versão original, não se preocupou em regular o cancelamento de registro de companhia aberta e muito menos em coibir o “fechamento branco” de capital. O procedimento para o cancelamento de registro de companhia aberta era determinado por atos normativos da CVM e não havia norma reprimindo o fechamento branco.

⁵ Item 3.1 de todos os três Regulamentos.

⁶ Está em curso na BMF&Bovespa uma audiência pública para discutir minutas de novos regulamentos do Novo Mercado e do Nível 2. Dentre as alterações propostas, pretende-se flexibilizar o percentual mínimo das ações que devem ser mantidas em circulação. A ideia é que, caso o volume financeiro médio diário de negociação das ações da companhia se mantenha igual ou superior a R\$ 25 milhões de reais, considerados os negócios realizados nos 12 meses anteriores, a companhia seja obrigada a manter em circulação apenas 20% do capital social. Caso tal volume financeiro médio não seja alcançado, a companhia continuaria obrigada a manter em circulação 25% do capital social. Ocorrendo o desenquadramento por conta de aumento de capital não subscrito pelos demais acionistas, oferta pública de alienação de controle ou outras hipóteses previstas na minuta, haveria um prazo de 18 meses – e não apenas de 6 meses – para a recomposição do patamar mínimo de ações em circulação.

⁷ É interessante observar que a própria LSA vai adotar, em outro artigo e com propósito diverso, um conceito distinto de liquidez. O art. 137 da lei dispõe sobre o direito de retirada dos acionistas minoritários dissidentes e, no seu inciso II, estabelece que, em determinadas hipóteses, os minoritários não terão esse direito se a ação tiver liquidez e dispersão no mercado. Para este fim, considera-se que há liquidez quando a espécie e classe de ação integre índice geral representativo de carteira de valores mobiliários admitido à negociação no mercado de valores mobiliários, no Brasil ou no exterior, definido pela CVM.

A partir da década de noventa, sobretudo na sua segunda metade, adquirentes do controle de companhias abertas⁸, seja por que estavam impedidos de promover o fechamento de capital da companhia como no caso de empresas privatizadas – por vedação das regras de desestatização – ou para evitar os custos de fechamento, passaram a adquirir no mercado ações de emissão da companhia, diminuindo, sensivelmente a liquidez das ações em circulação remanescentes, em prejuízo dos acionistas minoritários. Em certa medida, era como se a companhia tivesse fechado seu capital, tamanha a queda na liquidez das ações, surgindo daí a expressão “fechamento branco” de capital.

As operações de fechamento branco podiam ser ainda mais prejudiciais aos minoritários, dado que muitas vezes eles não eram tratados equitativamente. O controlador frequentemente fazia ofertas para a compra de ações em número limitado, com prazos muito curtos e preços diferenciados, que variavam conforme a data de aceitação⁹. Os acionistas minoritários, receosos da progressiva queda de liquidez das ações, se sentiam pressionados a vendê-las, ainda que a preços considerados baixos.

Um dos casos de maior repercussão dessa época foi o que envolveu os acionistas minoritários das Lojas Renner e o controlador da companhia, a varejista norte-americana JC Penney¹⁰. Em dezembro de 1998, a JC Penney adquiriu o controle da Renner pagando cerca de R\$ 70 por lote de mil ações ordinárias. No dia 8 de dezembro de 1998, a JC Penney fez uma oferta de compra de 70% das ações preferenciais da Renner, propondo-se a pagar o preço de R\$ 25 por lote de mil ações aos primeiros 50% que acorressem à oferta e o preço de R\$ 20,49 por lote de mil ações aos 20% restantes. Houve uma forte reação dos minoritários, que consideraram os valores baixos e se insurgiram contra a proposta por preços diferenciados; a pedido desses minoritários, a CVM determinou a suspensão da oferta. Em 23 de dezembro a JC Penney apresentou nova oferta, estendendo o preço de R\$ 25 por lote de mil a todos os destinatários, além de um crédito de R\$ 1,32 a título de juros sobre capital próprio, aumentando o preço médio em 11%. Ainda que achando o preço baixo, sem muitas alternativas e com receio do fechamento branco de capital, cerca de 55% dos acionistas preferenciais optaram por vender suas ações. Para complicar ainda mais a situação, logo depois, no dia 19 de janeiro 1999, a JC Penney comprou em bolsa mais 21,6% do capital da Renner, pagando R\$ 37,61 por lote de mil ações, revoltando os minoritários que tinham, poucos dias antes, vendido suas ações pelo preço de R\$ 25 por lote de mil.

⁸ Lembre-se que nesse período não havia regra obrigando o adquirente do controle de companhia aberta a promover a oferta pública de alienação de controle, posto que o art. 254 da LSA havia sido revogado pela Lei 9.457/97. A esse respeito, veja-se PENNA, Paulo Eduardo. *Alienação de controle de companhia aberta*. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 59-62.

⁹ SIQUEIRA, Carlos Augusto Junqueira de. *Fechamento do capital social – oferta pública de aquisição de ações e outras modalidades*. Ribeirão Preto: Migalhas, 2010, p. 177.

¹⁰ *Ibid.*, p. 177-179.

Diante desse quadro, a CVM baixou a Instrução CVM 299, de 9 de fevereiro de 1999 (“Instrução 299”), que dispôs, em seu art. 12, que, quando o acionista controlador já tivesse elevado a sua participação acionária em 10% ou mais do total de uma espécie e classe em circulação, qualquer nova compra de ações desta espécie e classe pelo controlador teria que ser efetuada por meio de oferta pública, sujeita a prévio registro na CVM e com prazo de validade de, no mínimo, 15 dias. Ao formular a oferta, o ofertante tinha que declarar sua intenção de promover ou não o cancelamento de registro. No caso de declaração negativa, a companhia deveria ser mantida como aberta por no mínimo 2 anos.

A partir desse ato normativo, a redução da liquidez das ações só poderia ocorrer por meio de oferta pública de aquisição de ações (OPA), assegurando o tratamento equitativo a todos os destinatários. O controlador, todavia, tinha ampla liberdade para estipular o preço da oferta e podia limitá-la a um número máximo de ações (hipótese em que seria assegurado o rateio proporcional entre os aceitantes). No entanto, verificada a habilitação na oferta de minoritários detentores de mais de 1/3 das ações em circulação, o ofertante tinha que estender o prazo de validade da oferta e ficava forçado a adquirir não apenas as ações daqueles que se habilitaram inicialmente, mas também dos minoritários que se habilitaram no prazo adicional. Caso não estivesse disposto a adquirir todas essas ações, teria a opção de desistir da oferta.

Embora de legalidade questionável, tendo em vista que a lei não impunha a oferta pública como único meio pelo qual o controlador, a partir de certo patamar, poderia adquirir ações da companhia¹¹, o art. 12 da Instrução 299 constituiu uma primeira tentativa de evitar os abusos da prática do tratamento não equitativo dos acionistas nas operações de fechamento branco. Foi o embrião da atual OPA por aumento de participação¹².

A oferta pública imposta pela Instrução 299, entretanto, não foi suficiente para na prática inibir o fechamento branco de capital. Como relatam Eizirik, Gaal, Parente e Henriques, o “acionista controlador continuava a poder adquirir parcela significativa das ações de emissão de sua controlada, reduzindo a liquidez de tais ações no mercado, sem que fossem assegurados aos minoritários os mecanismos de proteção previstos nas ofertas públicas de cancelamento de

¹¹ Recorde-se, a esse respeito, as considerações feitas por Marcelo Trindade, então Presidente da CVM, no voto que proferiu no Processo CVM RJ 2007/5587: “Passo mais ousado, do ponto de vista da interpretação da lei, se deu com a edição da Instrução 299/99, que criou uma outra modalidade de OPA, que seria o embrião da atual OPA por aumento de participação. A Instrução 299 faz referência a um grande número de normas legais que lhe dariam respaldo (arts. 4º, incisos V, VI e VII, 8º, incisos I e III, 18, inciso II, alínea “a”, e 22, incisos III, V, VI e VIII, da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, e no art. 30, § 2º, da Lei nº 6.404), mas a leitura dessas regras não permite uma imediata identificação do fundamento que autorizava a criação da obrigação da realização de uma OPA, como prevista no art. 12 da Instrução.” Íntegra do voto disponível em: www.cvm.gov.br. Acesso em: 10 mai. 2016.

¹² Conforme o voto proferido por Marcelo Trindade no Processo CVM RJ 2007/5587 referido na nota anterior.

companhia aberta”¹³. Como o ofertante tinha ampla liberdade para fixar o preço, conseguia, em muitos casos, aproveitando-se do receio dos acionistas minoritários quanto à provável perda de liquidez das ações, se valer do mecanismo da oferta para pressioná-los a vender suas ações por preços baixos.

Por esse motivo, a CVM editou a Instrução CVM 345, de 4 de setembro de 2000 (“Instrução 345”), que, ao alterar a Instrução 299, dispôs que, se titulares de mais de 1/3 das ações em circulação se habilitassem na oferta, o ofertante poderia optar entre desistir da oferta, adquirir um número proporcional de ações até o limite de 1/3 das ações em circulação, ou iniciar um novo procedimento de oferta pública com observância das regras aplicáveis ao cancelamento de registro de companhia aberta. Por conta da Instrução 345, o controlador só conseguia adquirir mais de 1/3 das ações detidas pelos minoritários caso lançasse a oferta pública de acordo com o procedimento aplicável ao cancelamento de registro de companhia aberta, inclusive no que diz respeito à prévia aprovação dos minoritários titulares de 2/3 das ações em circulação. Com a Instrução 345, a prática do fechamento branco ficou inviabilizada¹⁴.

As regras de proteção dos acionistas minoritários em relação ao fechamento branco de capital foram posteriormente institucionalizadas pela Lei 10.303/01. Elaborada com o propósito de atrair mais investidores para o mercado de capitais brasileiros e aumentar a proteção conferida aos acionistas minoritários, a Lei 10.303/01 fez relevantes alterações na LSA e na Lei 6.385/76. Introduziu na LSA, junto com os dispositivos que regulam o cancelamento de registro de companhia aberta, o § 6º do art. 4º, abaixo transcrito, que passou a impor ao acionista controlador o dever de promover a oferta pública de aquisição de ações por aumento de participação, ficando superada qualquer eventual dúvida sobre a legalidade da obrigatoriedade dessa oferta:

Art. 4º. (...)

§ 6º: 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 no mercado.

¹³ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais – regime jurídico*. 2. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p. 580.

¹⁴ *Ibid.*, mesma página.

Esse dispositivo busca, assim, impedir que o acionista controlador venha, por ato voluntário, reduzir a liquidez das ações da companhia, em detrimento dos acionistas minoritários. Para que o controlador possa adquirir quantidade relevante de ações em circulação, deverá oferecer aos minoritários a oportunidade de vender suas ações, por preço considerado justo.

No § 6º do art. 4º o legislador delega à CVM o poder de determinar a porcentagem de ações a partir da qual o acionista controlador estará obrigado a disparar a OPA por aumento de participação, e, no § 6º do art. 4º-A da LSA, confere à CVM o poder de disciplinar essa oferta. A CVM regulamentou tais matérias baixando a Instrução CVM 361, de 5 de março de 2002 (“Instrução 361”), posteriormente alterada pelas Instruções CVM 436/06, 480/09, 487/10 e 492/11, que dispõe não somente sobre a OPA por aumento de participação, mas também sobre todas as demais ofertas públicas previstas na LSA.

A OPA por aumento de participação está, assim, disciplinada pelas regras gerais da Instrução 361 aplicáveis a todas as ofertas públicas e, especificamente, pelos seus arts. 26 a 28, com regras próprias desta modalidade de oferta. A OPA por aumento de participação também está sujeita aos arts. 23 e 24 da Instrução 361, que cuidam da revisão do preço na OPA para cancelamento de registro.

Junto com a OPA para cancelamento de registro e a OPA por alienação de controle, a OPA por aumento de participação é uma das três modalidades de ofertas públicas obrigatórias previstas na LSA. Por ser obrigatória, está sujeita a registro na CVM e o preço da oferta, conforme examinado adiante, não pode ser livremente estipulado pelo ofertante, devendo seguir determinados parâmetros.

3. HIPÓTESES DE INCIDÊNCIA DA OPA POR AUMENTO DE PARTICIPAÇÃO

De acordo com o *caput* do art. 26 da Instrução 361, o acionista controlador estará obrigado a formular a OPA por aumento de participação sempre que adquirir, por outro meio que não uma OPA, ações que representem mais de 1/3 do total das ações de cada espécie e classe em circulação. Segundo o inciso III do art. 3º da Instrução 361, consideram-se ações em circulação todas as ações emitidas pela companhia, com exceção das ações detidas pelo acionista controlador, por pessoas a ele vinculadas, pelos administradores da companhia e aquelas em tesouraria. Como analisamos no item 5 abaixo, haverá igualmente obrigação de lançar a oferta nas hipóteses em que o limite de 1/3 das ações seja adquirido por pessoa vinculada ao controlador, e outras pessoas que atuem em conjunto com o controlador ou pessoa a ele vinculada.

Seguindo a mesma orientação adotada anteriormente pela CVM na Instrução 345, o *caput* do art. 26 da Instrução 361 pressupõe que a compra de até 1/3 das ações de cada espécie e classe pelo controlador não impede a liquidez das ações remanescentes. Dentro desse limite, o controlador e as pessoas a ele ligadas estão livres para comprar ações, sem ter que formular uma OPA por aumento de participação. Acima desse limite a liquidez estaria comprometida, e os minoritários teriam que ter a oportunidade de se desfazer de suas ações por preço considerado justo.

Desse modo, caso o acionista controlador venha a comprar diretamente mais de 1/3 das ações de cada espécie ou classe em circulação, estará obrigado a lançar a OPA por aumento de participação. O § 6º do art. 4º da LSA inicialmente faz referência à aquisição de “ações da companhia aberta”, o que poderia parecer que se restringe à compra direta de ações. Entretanto, como, em seguida, alude a hipóteses que elevem a participação “indireta” do controlador em determinada espécie e classe de ações, a CVM já se posicionou no sentido de que a OPA por aumento de participação é obrigatória nos casos em que o controlador aumenta sua participação na controlada em mais de 1/3 das ações por meio da aquisição *indireta* de ações¹⁵. É o que pode ocorrer, por exemplo, quando o acionista controlador, em vez de comprar ações de emissão da companhia aberta por ele controlada detidas por um minoritário que seja uma sociedade limitada, adquire a totalidade das quotas representativas do capital social da própria sociedade limitada, passando a controlá-la. A sociedade limitada passa a ser uma pessoa vinculada ao controlador, e este termina por elevar a sua participação indireta na companhia controlada na proporção das ações detidas pela sociedade limitada.

Conforme excepcionado no próprio *caput do art. 26*, não há obrigação de lançar a OPA por aumento de participação quando o controlador adquire mais de 1/3 das ações por meio de outra OPA. Essa exceção decorre do fato de que a própria Instrução 361 já contém norma que protege os acionistas minoritários na hipótese de OPA formulada pelo controlador.

Com efeito, o art. 15 da Instrução prescreve que, em qualquer OPA formulada pelo acionista controlador ou por pessoas a ele vinculadas, havendo a aceitação de titulares de mais de 1/3 e menos de 2/3 das ações em circulação, o ofertante somente poderá: (i) adquirir até 1/3 das ações em circulação da mesma espécie e classe, procedendo-se ao rateio entre os aceitantes; ou (ii) desistir da OPA, desde que tenha explicitado essa possibilidade no instrumento da OPA, ficando a

¹⁵ Processo CVM RJ 2003/4010, envolvendo a Telpart Participações S.A. Em seu voto, o Diretor Relator Wladimir Castelo Branco conclui que “tomar como correta a alegação da recorrente de que a OPA é obrigatória apenas quando o controlador faz uma compra direta das ações da controlada é o mesmo que revogar a expressão ‘ou indireta’ presente no texto legal, já que não há como o controlador, comprando diretamente as ações, aumentar sua participação indireta.” O Colegiado, por unanimidade, acompanhou o voto do relator. Vale transcrever o curto voto em separado apresentado pelo então Presidente da CVM, Luiz Leonardo Cantidiano, que serve de alerta para futuras ocorrências: “Considero que a CVM, ao apreciar operações de compra e venda de ações de emissão de companhias abertas, ainda que realizadas de forma indireta, deve estar atenta para evitar que estruturas alternativas, acaso utilizadas, possam possibilitar o descumprimento do disposto na regulamentação vigente no que concerne à apresentação de OPA por aumento de participação (conforme previsto no art. 4º, § 6º, da Lei n. 6.404/76, combinado com o disposto no art. 26 da Instrução CVM n. 361).” Íntegra dos votos disponíveis em www.cvm.gov.br. Acesso em 10 jun. 2016).

oferta sujeita apenas à condição de não ser aceita por acionistas titulares de 2/3 das ações em circulação. Em outras palavras, o ofertante terá apenas a opção de desistir de prosseguir com a oferta, ou comprar ações até o patamar que, dentro do pressuposto adotado pela Instrução 361, não impede a liquidez das ações, isto é, 1/3 das ações em circulação.

O art. 15 incide somente nas ofertas cuja aceitação tenha ficado dentro de intervalo superior a 1/3 e inferior a 2/3 das ações em circulação. Novamente, seguindo a lógica de que a liquidez das ações só é impedida quando o controlador adquire mais de 1/3 das ações em circulação, não há necessidade de proteger os acionistas minoritários quando o percentual de aceitação fica abaixo desse patamar.

Por outro lado, a aceitação de mais de 2/3 das ações em circulação indicaria que a expressiva maioria dos minoritários concordou com a oferta e o seu preço, não fazendo mais sentido impor limitação às ações que podem ser adquiridas pelo ofertante, desde que seja garantido aos demais minoritários o direito de alienarem suas ações subsequentemente, nos termos do § 2º do art. 10 da Instrução 361, pelo qual o ofertante fica compelido a adquirir as ações em circulação remanescentes, pelo preço final da OPA, devidamente atualizado, pelo prazo de 3 meses após o leilão da oferta. Assim, os acionistas que de início optaram por não aderir à oferta, seja porque preferiam manter suas ações, seja porque não estavam satisfeitos com o preço ofertado, verificando o sucesso da oferta entre seus pares e para que não tenham que ficar encalhados com ações de reduzida liquidez, teriam uma opção de venda de suas ações (*put*).

O § 6º do art. 26 da Instrução 361 dispõe que, ultrapassado o limite de 1/3 das ações em circulação previsto no *caput*, o controlador e as pessoas a ele vinculadas só poderiam realizar novas aquisições por meio de OPA por aumento de participação. O alcance desse § 6º tem suscitado certo debate na CVM.

Uma primeira interpretação é de que esse § 6º seria uma obrigação autônoma em relação ao *caput* do art. 26, incidindo apenas em um segundo momento, quando o grupo controlador já tivesse em mãos mais de 1/3 das ações em circulação. Por esse raciocínio, o *caput* do art. 26 seria aplicável em um primeiro momento, quando o controlador adquirisse ações em circulação que ultrapassassem o limite de 1/3. Como acabamos de ver, se esse limite for ultrapassado por meio de compras privadas ou em bolsa, o controlador está obrigado a lançar a OPA; caso seja ultrapassado por conta de aquisição feita por outra OPA, não há obrigação de formular a OPA por aumento de participação. A partir daí – tendo ou não formulado a OPA por aumento de participação – é que passaria a incidir o § 6º. Ou seja, se o controlador, a partir desse segundo momento, adquirisse qualquer nova ação em circulação, teria que necessariamente realizar uma OPA por aumento de participação. Na prática essa interpretação leva à conclusão de que, se o controlador decidisse, nesse segundo momento, adquirir ações por meio de uma oferta pública,

esta operação teria que seguir as regras da OPA por aumento de participação. Em outras palavras, o controlador só poderia adquirir novas ações por seu “preço justo” (examinamos esse conceito no item 6 abaixo).

Já uma segunda interpretação é de que o § 6º apenas reforça a regra do *caput* do art. 26 da Instrução 361. A obrigação de formular a OPA decorreria da hipótese prevista no *caput* do art. 26, e o § 6º teria por finalidade apenas impedir que novas aquisições fossem feitas pelo controlador até que ele promovesse esta OPA por aumento de participação. Como o *caput* do art. 26 não impõe a obrigação de lançar a OPA por aumento de participação quando o controlador adquire ações em circulação por meio de outra OPA, na prática essa interpretação leva à conclusão de que, se o controlador já detém mais de 1/3 das ações em circulação, e decide adquirir novas ações por meio de uma oferta pública, não precisaria seguir as regras da OPA por aumento de participação. Em outras palavras, caso optasse por implementar essa compra por meio de oferta pública, o controlador não estaria obrigado a adquirir novas ações por seu “preço justo”, tendo ampla liberdade para fixar o preço da oferta.

A nosso ver, a primeira interpretação parece ser mais apropriada. Essa interpretação, inclusive, está em linha com o § 2º do art. 37 da Instrução, que estabelece que, caso controlador já tenha adquirido o limite de 1/3 das ações em circulação por meio de oferta pública de que trata o art. 15, só poderá adquirir novas ações mediante OPA por aumento de participação. Reforça a ideia de que, a partir do momento que o grupo controlador já adquiriu mais de 1/3 das ações em circulação e, portanto, já comprometeu a liquidez das ações, qualquer nova aquisição deve ser feita por meio de OPA por aumento de participação, que confere maior proteção aos minoritários quanto à determinação do preço.

De qualquer modo, a CVM tem adotado a segunda interpretação, entendendo que o § 6º do art. 26 da Instrução 361 apenas reforça o *caput* desse mesmo artigo¹⁶.

Além do caso de aquisição de mais de 1/3 das ações em circulação, o § 1º do art. 26 prevê outra hipótese em que a OPA poderá ser exigida, aplicável às situações em que o acionista controlador, as pessoas a ele vinculadas, e outras pessoas que atuem em conjunto com o acionista controlador ou pessoas a ele vinculadas, detenham, em conjunto ou isoladamente, na entrada em vigor da Instrução 361, mais da metade das ações de emissão da companhia de determinada espécie e classe. De acordo com o § 1º, caso esse grupo venha, a partir da entrada em vigor da Instrução, adquirir participação igual ou superior a 10% daquela mesma espécie e classe em período de 12 meses, sem que seja atingido o limite de 1/3 previsto no *caput* do art. 26, a CVM poderá determinar a realização de OPA por aumento de participação. Note-se que esse limite de 10% refere-se à totalidade das ações daquela espécie e classe e não apenas às ações em circulação¹⁷.

¹⁶ Processos CVM RJ 2012/14764 e CVM RJ 2014/2399.

¹⁷ Veja-se, a esse respeito, o Processo CVM RJ 2002/2608.

Ao contrário do que ocorre na hipótese prevista no *caput* do art. 26 da Instrução 361, o controlador não estará automaticamente obrigado a formular a OPA caso seja verificada a presença dos requisitos do § 1º. Nessa circunstância, o controlador só será impelido a formular a OPA caso a CVM assim determine. Cabe à CVM impor a realização da OPA, dentro do prazo máximo de 6 meses a contar da comunicação de aquisição da referida participação, se entender que tal aquisição teve o efeito de impedir a liquidez das ações da espécie e classe adquirida.

Há, por certo, alguma dose de subjetividade na aplicação desse § 1º, já que a Instrução 361 não prevê parâmetros para determinar se a liquidez das ações foi *impedida*. De qualquer modo, o que se busca aqui não é verificar se a intenção do acionista controlador foi a de impedir a liquidez, mas sim se a aquisição de mais de 10% das ações de fato causou tal efeito. A comparação dos volumes de negociação das ações antes e depois do aumento na participação pode ser um elemento relevante para essa aferição¹⁸.

4. DEFINIÇÃO DO NÚMERO DE AÇÕES EM CIRCULAÇÃO

No item anterior, tratamos do limite de 1/3 das ações em circulação que podem ser adquiridas pelo controlador sem disparar a obrigação de formular a OPA por aumento de participação. Para calcular o efetivo número de ações que o controlador pode comprar antes de atingir esse limite de 1/3, é preciso antes definir a base inicial das ações em circulação da companhia. Como se sabe, são ações em circulação todas as ações emitidas pela companhia, com exceção daquelas detidas pelo acionista controlador, por pessoas a ele vinculadas e pelos administradores da companhia, ou mantidas em tesouraria¹⁹.

De acordo com o art. 37, § 1º, da Instrução 361, se a companhia já era aberta na data em que a Instrução entrou em vigor, isto é, 7 de março de 2002, o limite de 1/3 será calculado considerando-se as ações em circulação na data de entrada em vigor da Instrução 345, isto é, 5 de setembro de 2000. A data em que passou a vigorar a Instrução 345 é usada como parâmetro porque este foi o primeiro ato normativo que, como comentado no item 2 acima, correlacionou o limite de 1/3 à perda de liquidez das ações no fechamento branco de capital. Em outras palavras, o número de ações em circulação em 5 de setembro de 2000 é considerado a base inicial para o cálculo do limite de 1/3.

¹⁸ Adriano Castello Branco anota que, caso a companhia seja listada no Novo Mercado e o controlador titular de mais da metade das ações ordinárias venha a adquirir mais 10% das ações, seria razoável concluir que não houve redução de liquidez que enseje a realização da OPA por aumento de participação se a companhia mantiver um percentual mínimo de ações em circulação de 25%, já que este é o *free float* exigido pelo Regulamento do Novo Mercado (BRANCO, Adriano Castello. Breves notas sobre ofertas públicas de ações no direito brasileiro e governança corporativa. In: SILVA, Alexandre Couto (Coord.). *Direito societário – estudos sobre a lei de sociedades por ações*. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 214).

¹⁹ Art. 3º, inciso III, da Instrução 361.

Se a companhia, contudo, não era aberta em 7 de março de 2002, o limite de 1/3, segundo consigna o § 5º do art. 26 da Instrução 361, será 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 em que a companhia foi registrada como aberta na CVM. Entendemos que esses parâmetros também são aplicáveis às companhias que não tinham ações em circulação em 5 de setembro de 2000.

De qualquer modo, seja qual for a data base do cálculo inicial das ações em circulação, é possível que, a partir daquela data, tenham ocorrido alterações no número total de ações emitidas pela companhia em razão de aumentos de capital, ofertas públicas de distribuição ou operações societárias, que façam com que seja necessário ajustar o número de ações em circulação sobre o qual incidirá o limite de 1/3 previsto no art. 26 (e também no art. 15, inciso I) da Instrução 361. Essa necessidade foi reconhecida pela CVM, que, por meio da Instrução CVM 487/10, introduziu na Instrução 361 o art. 35-A, estabelecendo que, a pedido do acionista controlador, a CVM poderá autorizar que sejam realizados ajustes no número de ações em circulação.

Nessa linha, a CVM, no julgamento do Processo CVM RJ 2010/13241, aprovou uma metodologia para os eventuais ajustes na base inicial do cálculo do limite de 1/3 das ações em circulação, em decorrência de alterações relevantes na base acionária da companhia. De acordo com essa metodologia, o limite de 1/3 será computado da seguinte forma:

- (a) em primeiro lugar, soma-se o número de ações da respectiva classe ou espécie em circulação na respectiva data base (5 de setembro de 2000 ou a data do encerramento da primeira oferta pública de distribuição de ações da companhia) com o número adicional de ações colocadas em circulação a partir daquela data, em decorrência de aumentos de capital com subscrição de ações, bonificações de ações, alienação de ações mantidas em tesouraria pela própria companhia, e conversões de ações de outra classe ou espécie em ações da classe ou espécie que se pretende adquirir;
- (b) em seguida, subtrai-se desse resultado as ações retiradas de circulação a partir da data base, em razão de operações de resgate, amortização, reembolso, aquisição de ações pela própria companhia para manutenção em tesouraria²⁰ ou cancelamento

²⁰ A subtração, nesse cálculo, das ações adquiridas pela companhia para manutenção em tesouraria foi objeto de discussão no Processo CVM RJ 2014/3723, que tratou da obrigação da controladora do Banco Sofisa S.A. de formular OPA por aumento de participação. A controladora alegou que a fórmula resultante da metodologia acima não deveria levar em conta as ações recompradas pela companhia para manutenção em tesouraria, sob o argumento de que haveria uma equiparação indevida das recompras às aquisições feitas pelo controlador, o que seria contrário ao art. 3º, § 3º, da Instrução 361, que estabelece que “*não se presume a companhia objeto como atuando no mesmo interesse do acionista controlador*”. Ao analisar a questão, a Superintendência de Registro de Valores Mobiliários, em

e conversões de ações da classe ou espécie a serem adquiridas em ações de outra classe e espécie;

(c) soma-se ao resultado acima as ações alienadas a partir da data base pelo controlador (ou por pessoas vinculadas ou que com ele atuam em conjunto), por meio de ofertas públicas de distribuições secundárias;

(d) multiplica-se o resultado obtido nas operações descritas nos itens 'a' a 'c' acima por 1/3;

(e) por fim, subtrai-se do saldo do item 'd' acima as ações adquiridas pelo controlador (ou por pessoas vinculadas ou que com ele atuam em conjunto) a partir da data base, por meio de compra em bolsa, negociação privada ou OPA.

O resultado obtido a partir da aplicação da metodologia acima aponta o número de ações em circulação que o grupo controlador pode adquirir antes de ser obrigado a formular a OPA por aumento de participação. Naturalmente, conforme ressaltado pelo Colegiado no Processo CVM RJ 2010/13241, poderia ainda ser necessário ajustar o cálculo no número de ações por conta de eventuais grupamentos e desdobramentos.

No cômputo do limite de 1/3 das ações em circulação, não se deve levar em conta as ações eventualmente subscritas pelo acionista controlador em aumento de capital da companhia por ele controlada da qual não participem os acionistas minoritários (ou da qual os acionistas minoritários participem, mas subscrevendo ações em percentual inferior àquele representado pelas ações então em circulação). Em outras palavras, não se deve incluir no item 'e' acima as ações subscritas pelo acionista controlador em aumentos de capital. Esse tem sido o entendimento da CVM a partir da metodologia adotada no Processo CVM RJ 2010/13241, conforme revela trecho do memorando da Superintendência de Registro de Valores Mobiliários submetido ao Colegiado no julgamento do Processo CVM RJ 2014/12977:

A CVM tem claro entendimento de que as ações subscritas pelo acionista controlador, através de aumento de capital, não são consideradas para os fins do cômputo do limite de 1/3 previsto no art. 26 da Instrução CVM 361, na forma da decisão do

posicionamento seguido pelo Colegiado e com o qual concordamos, entendeu que a metodologia não fere o art. 3º, § 3º, da Instrução 361 e nem equipara as recompras das ações pela própria companhia com as aquisições das ações pelo acionista controlador. Conforme exposto no MEMO/SRE/GER-1/Nº 17/2014, a subtração das ações recompradas pela companhia para manutenção em tesouraria visa apenas a adequar a base inicial das ações em circulação, que, de fato, nessa situação diminui. No mais, a fração de 1/3 é multiplicada ao número resultante da subtração das ações recompradas pela companhia, e é do resultado dessa multiplicação que se subtrai o número de ações adquiridas pelo controlador, o que demonstra que a metodologia não equipara essas duas operações.

Colegiado de 19 de abril de 2011, o que faz total sentido, uma vez que, do contrário, acionistas controladores de companhias abertas que participassem de aumentos de capital poderiam se ver constantemente obrigados a realizar OPA por aumento de participação por superarem os limites previstos na Instrução CVM 361, mesmo que em razão do exercício de seu direito de preferência dentro do limite de sua participação no capital.²¹

Diante do desinteresse dos acionistas minoritários de participarem do aumento de capital, não seria razoável impedir o acionista controlador de aportar recursos na companhia ou condicionar esse aporte à realização de uma oferta para a compra das ações dos minoritários. No mais, conforme observam Eizirik, Gaal, Parente e Henriques, a subscrição desproporcional ou total das ações pelo acionista controlador em aumento de capital da companhia não interfere no número de ações em circulação e, conseqüentemente, não deverá afetar a liquidez das ações no mercado²².

5. CONCEITO DE PESSOA VINCULADA

De acordo com o art. 26 da Instrução 361, a obrigação de formular a OPA por aumento de participação incide caso o acionista controlador, pessoa a ele vinculada, e outras pessoas que atuem em conjunto com o acionista controlador ou com pessoa a ele vinculada venham a adquirir ações que atinjam os limites ali previstos. Tal como se faz em outros dispositivos da Instrução 361, o acionista controlador e as pessoas a ele vinculadas são tratados de forma conjunta.

Segundo o art. 3º, inciso VI, da Instrução 361, considera-se pessoa vinculada a pessoa natural ou jurídica, fundo ou universalidade de direitos, que atue representando o mesmo interesse de outra pessoa, natural ou jurídica, fundo ou universalidade de direitos. O §2º do mesmo artigo, por sua vez, dispõe que se presume representando o mesmo interesse de outra pessoa quem: (i) a controle, direta ou indiretamente, sob qualquer forma, seja por ela controlada ou esteja com ela submetido a controle comum, ou (ii) tenha adquirido o seu controle ou o controle da companhia objeto, ou seja promitente comprador ou detentor de opção de compra do controle acionário da companhia objeto, ou intermediário em negócio de transferência daquele controle.

Ao incluir, no âmbito do art. 26 da Instrução 361, as pessoas vinculadas, assim como as pessoas que atuem em conjunto com o controlador e pessoa a ele vinculada, poderia parecer, à primeira vista, que a CVM teria extrapolado seu poder regulamentar, posto que o § 6º do art. 4º da LSA

²¹ Memorando nº 8/2015-CVM/SER/GER-1, de 05.02.2015. Íntegra do memorando disponível em www.cvm.gov.br. Acesso em 10 jun. 2016.

²² EIZIRIK; GAAL; PARENTE; HENRIQUES, op. cit., p. 582.

refere-se apenas ao acionista controlador ou à sociedade controlada. No entanto, a definição dada à pessoa vinculada, construída principalmente a partir da combinação do art. 3º, inciso VI, da Instrução com o §2º desse mesmo artigo, bem como a referência a pessoas que atuem em conjunto, está em linha com o art. 116 da LSA, que, ao definir o acionista controlador, abarca o *“grupo de pessoas vinculadas por acordo de votos, ou sob controle comum”*. A pessoa vinculada deve, assim, ser compreendida como aquela que estará atuando de forma combinada com o controlador, com ele, em certo sentido, se confundindo, para os fins do § 6º do art. 4º da LSA. Busca a CVM obrigar o controlador a lançar a OPA por aumento de participação em decorrência de aquisições excessivas feitas por pessoas dentro do seu grupo, submetidas ao mesmo controle, ou atuando com ele concertadamente, uma vez que nessa situação a liquidez das ações restará prejudicada da mesma forma.

Não obstante, a possível existência de vínculos entre o acionista controlador e outras pessoas, bem como a verificação de uma eventual atuação em conjunto, deve ser interpretada restritivamente²³ e, portanto, restar devidamente comprovada, tendo em vista que o § 6º do art. 4º da LSA é norma excepcional, que impõe um ônus ao acionista controlador, na medida em que, por um lado, restringe o seu direito de livremente adquirir ações da companhia e, por outro, impinge sobre o controlador o dever de formular a OPA, com todos os custos daí decorrentes.

Uma questão que tem sido debatida na CVM é até que ponto parentes do acionista controlador devem ser considerados pessoas vinculadas apenas por conta da relação de parentesco, em situações em que é preciso quantificar as ações em circulação ou detidas pelo grupo controlador, como no caso da OPA por aumento de participação.

Tal questão ganhou relevância no Processo CVM RJ 99/5850, envolvendo a companhia Baumer S.A., em que se discutiu se, para os fins do art. 1º, inciso II, da Instrução CVM 229/95, que tratava do *quorum* necessário para que fosse dado seguimento ao cancelamento de registro de companhia aberta, os filhos de integrante do grupo controlador representavam o mesmo grupo de interesses do controle. Naquela ocasião, o Colegiado da CVM decidiu, por maioria, que os interesses dos filhos se coadunam com os de seu pai, devendo, portanto, suas ações serem excluídas do cálculo das ações em circulação. O Diretor Marcelo Trindade foi voto vencido, afirmando que não se poderia considerar *“determinados acionistas como integrantes de um mesmo grupo de interesses, e, portanto, participantes do bloco de controle, pelo simples fato de existir relação de parentesco (...)”*, uma vez que *“a relação de parentesco não tem previsão legal nem tampouco foi cogitada na Instrução CVM 229 como elemento determinante para estabelecer relações jurídicas entre acionistas, do ponto de vista societário”*²⁴. Para Trindade, seria necessário haver elementos fáticos ou jurídicos que demonstrassem a participação dos filhos no grupo de interesses que ditava o rumo da sociedade, o que não teria ocorrido no caso.

²³ Em igual sentido, EIZIRIK, Nelson. *Direito societário – estudos e pareceres*. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 498.

²⁴ Íntegra do voto disponível em www.cvm.gov.br. Acesso em 10 jun. 2016.

A discussão foi retomada no Processo CVM RJ 2001/1466, envolvendo a Trilux Participações S.A., em que o Colegiado, por maioria, firmou o entendimento de haver *presunção relativa* de que pertencem ao mesmo grupo de interesses os parentes na linha ascendente e descendente, bem como os colaterais de segundo grau (irmãos), do acionista controlador. O Processo CVM SP 2000/0389 voltou a examinar esse assunto, porém como tratava de situação envolvendo não um ascendente, descendente ou colateral até o 2º grau, mas sim sobrinhos do administrador, o Colegiado, por unanimidade, entendeu que não podiam ser considerados pessoas vinculadas ao administrador da companhia, unicamente por conta da relação de parentesco.

Mais recentemente, a CVM voltou a examinar essa questão, agora em caso tratando especificamente da OPA por aumento de participação, no Processo CVM RJ 2014/3723, envolvendo o Banco Sofisa S.A., controlado pela Sra. Hilda Burmaian. Ao longo de vários anos, quatro acionistas da companhia, filhos da Sra. Hilda, aumentaram as respectivas participações nas ações de emissão da companhia. Caso fossem todos considerados pessoas vinculadas, o limite de 1/3 das ações em circulação do *caput* do art. 26 da Instrução 361 teria sido ultrapassado, deflagrando a obrigação de lançar a OPA por aumento de participação. Era, portanto, preciso definir se os quatro filhos deveriam ser considerados pessoas vinculadas ou pertencentes ao grupo de controle da Sra. Hilda.

Um dos quatro filhos ocupava cargo na administração da companhia e comparecia com frequência às assembleias, inclusive como procurador da Sra. Hilda, constando nas informações prestadas à CVM como acionista controlador, em conjunto com a Sra. Hilda. Não havia dúvidas de que as ações de sua titularidade deveriam ser levadas em conta no cômputo do limite do art. 26. Os outros três filhos, porém, não exerciam qualquer função na companhia, não eram parte de acordo de acionistas, e nunca chegaram a participar de qualquer assembleia de acionistas.

Por ocasião da abertura de capital da companhia, todos os quatro filhos foram tratados como acionistas controladores no respectivo prospecto. No entanto, já no primeiro formulário de Informações Anuais (IAN) apresentado pela companhia, e nos IANs e Formulários de Referência dos anos subsequentes, apenas o filho que ocupava cargo na administração da companhia foi apontado como integrante do grupo controlador.

O Colegiado, baseando-se nos precedentes acima referentes às companhias Baumer e Trilux, ratificou o entendimento de que, em situações com essa, deve ser aplicada a *presunção relativa* de que parentes na linha ascendente e descendente, bem como os colaterais de segundo grau do acionista controlador, são pessoas vinculadas, nos termos do art. 3º, inciso VI, da Instrução 361. No caso concreto, por não terem sido apresentadas evidências suficientes que pudessem afastar essa *presunção relativa*, o Colegiado, por unanimidade, entendeu que todos os quatro filhos deveriam ser considerados pessoas que atuam representando o mesmo interesse da controladora e que esta, portanto, estava obrigada a lançar OPA por aumento de participação.

Não concordamos com o entendimento que vem sendo adotado pelo Colegiado da CVM, neste episódio recente de forma unânime, porém em casos anteriores por deliberação majoritária. Com muita propriedade, Nelson Eizirik, em parecer versando sobre esse ponto, aponta que “os interesses de determinados indivíduos são evidentemente pessoais, não se admitindo que a mera existência de uma relação de parentesco possa fazer com que ele e um terceiro (...) partilhem necessariamente os mesmos interesses”²⁵.

No mais, como já mencionado, o conceito de pessoa vinculada e o alcance do § 6º do art. 4º da LSA devem ser interpretados restritivamente, o que, a nosso ver, não se coaduna com o entendimento de que a relação de parentesco constitui presunção relativa de que as pessoas atuam de forma conjunta, compelindo o controlador a fazer a difícil prova em contrário.

Naturalmente, como bem salientou Trindade no voto vencido proferido no Processo CVM RJ 99/5850, “uma relação de parentesco, em princípio, pode ser considerada como indício da existência de um mesmo grupo de interesses”²⁶, mas seria preciso haver outros elementos ou provas que pudessem dar suporte a esse entendimento. A mera existência de relação de parentesco, ainda que próxima, não deveria ser usada como único elemento a sustentar a existência de um mesmo grupo de interesses, especialmente na falta de norma legal ou regulamentar nesse sentido.

6. DETERMINAÇÃO DO PREÇO DA OFERTA E SUA REVISÃO

De acordo com a parte final do § 6º do art. 4º da LSA, o preço da OPA por aumento de participação será determinado nos termos do § 4º do mesmo artigo, isto é, consoante as regras aplicáveis ao cálculo do preço da OPA por cancelamento de registro. Assim, quanto à fixação do preço da oferta, aplicam-se à OPA por cancelamento de registro e à OPA por aumento de participação as mesmas regras.

Em vez de determinar a aplicação de um critério único para a fixação do preço dessas ofertas, a lei consagrou no § 4º o conceito de “preço justo”, que não poderá ser inferior ao valor de avaliação da companhia apurado com base nos parâmetros, adotados de forma isolada ou combinada, listados em tal dispositivo ou aceito pela CVM²⁷. Exige-se, assim, apenas que o

²⁵ EIZIRIK, op. cit., p. 499.

²⁶ Íntegra do voto disponível em www.cvm.gov.br. Acesso em 9 jun. 2016.

²⁷ O emprego da expressão “preço justo” no § 4º do art. 4º da LSA é criticado pela doutrina, dado o seu caráter subjetivo. A esse respeito, Modesto Carvalhosa tece os seguintes comentários: “(...) é criticável a utilização, em texto legal, da expressão preço justo, devido ao seu evidente caráter subjetivo; de fato, tratando-se de uma compra e venda de ações, os interesses das partes são naturalmente opostos, não existindo um único ‘preço justo’, mas sim aquele pelo qual, independentemente do critério utilizado para sua fixação, os minoritários aceitam vender suas ações e o controlador concorda em adquiri-las.” (CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei de sociedades anônimas – 1º volume – arts. 1º a 74*. 6ª ed. São Paulo: Saraiva, 2014, p. 172).

ofertante fundamente o preço justo da oferta, com base no critério 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, conforme esclarece o Anexo III da Instrução 361, outro critério geralmente aceito no ramo de atividade da companhia avaliada, previsto em lei ou aceito pela CVM.

O valor proposto na OPA será, assim, fixado com base em um laudo de avaliação elaborado pela instituição intermediária contratada pelo ofertante para lhe auxiliar em todas as fases da oferta, ou por empresa especializada com experiência comprovada.

O laudo de avaliação deverá apresentar uma descrição dos critérios de avaliação e conter uma análise da aplicabilidade de cada um dos possíveis critérios listados acima. Embora o ofertante e o avaliador não estejam vinculados a um critério específico, devem escolher o critério – ou a combinação de critérios – que seja justificável tendo em vista a situação da companhia. Exemplificativamente, sendo as ações da companhia bastante negociadas no mercado secundário, a cotação das ações no mercado será um critério adequado. Inversamente, caso as ações da companhia já sejam pouco líquidas, sua cotação em bolsa não será um parâmetro adequado para inferir o preço justo.

Se o preço da oferta for diferente daquele praticado pelo ofertante em negociações privadas com as ações nos 12 meses anteriores, o ofertante deverá justificar porque não adotou na OPA o preço dessas negociações²⁸.

Como analisado no item seguinte, a OPA por aumento de participação está sujeita a registro na CVM. Nessa linha, o acionista controlador deverá encaminhar à CVM o laudo de avaliação que embasou o preço da oferta. A competência da CVM para examinar o pedido de registro da oferta constitui função estritamente vinculada. Como esclarece Eizirik, a CVM não poderá “indeferir o registro da oferta (...) por entender que o critério adotado não é adequado ou que o preço não é ‘justo’”²⁹. Cabe à Comissão apenas confirmar que o laudo está justificado e foi elaborado com observância das regras previstas na lei e na Instrução 361, em especial seu Anexo III. Os destinatários da oferta, como visto adiante, é que poderão eventualmente requerer a convocação de assembleia especial para deliberar sobre a realização de nova avaliação pelo mesmo ou outro critério.

A oferta deverá ser lançada por preço uniforme. No entanto, caso venha abranger ações de espécies e classes distintas, poderão ser estabelecido preços diversos para cada espécie e classe, como acertadamente admite o art. 4º, V, da Instrução 361. A diferença nos preços precisa ser justificada no laudo de avaliação.

²⁸ Art. 10, § 6º, da Instrução 361.

²⁹ EIZIRIK, Nelson. *A lei das S/A comentada – volume I – arts. 1º a 79*. 2ª ed. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 95-96.

O preço de compra deverá ser pago à vista, em moeda corrente. Não obstante, nada impede que o ofertante apresente preços à vista e a prazo distintos. Desde que a escolha caiba aos destinatários, não há qualquer prejuízo. Da mesma forma, entendemos que o ofertante pode formular oferta alternativa, conferindo aos destinatários a opção de vender suas ações pelo preço fixado no laudo ou permutá-las por outros valores mobiliários.

É fundamental dar ampla divulgação ao laudo de avaliação, para que os destinatários da oferta tenham elementos para a tomada de decisão quanto à aceitação da OPA ou à apresentação do pedido de revisão do preço, na forma examinada abaixo. Para tanto, determina a Instrução 361 que o laudo ficará disponível a eventuais interessados, pelo menos, na CVM, na bolsa de valores ou entidade do mercado de balcão organizado em que as ações objeto da oferta são admitidas à negociação, no endereço do próprio ofertante, na sede da instituição intermediária e da própria companhia, e, bem assim, na internet, no endereço eletrônico da CVM e da companhia, se esta o possuir.

Os acionistas titulares de, no mínimo, 10% das ações em circulação no mercado que entenderem que o laudo apresentado pelo ofertante não reflete o preço justo da companhia ou não foi preparado com base nos critérios adequados, poderão, nos termos do art. 4º-A da LSA, requerer aos administradores da companhia que convoquem assembleia especial para deliberar sobre a realização de nova avaliação pelo mesmo ou por outro critério, para efeito de determinação do valor de avaliação da companhia. Apesar de a lei não fazer distinção, até porque seu texto, no que se refere ao § 4º do art. 4º e ao art. 4º-A, foi pensado sobretudo para lidar com ofertas de cancelamento de registro, nas OPAs de aumento de participação, por uma questão lógica, o percentual de 10% deve ser calculado levando em conta apenas as espécies e classes das ações afetadas.

O requerimento de convocação da assembleia deverá, nos termos do § 1º do art. 4º da LSA, ser apresentado no prazo de 15 dias da divulgação do valor da OPA e estar 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. Caso, os administradores não venham a atender ao pedido dos minoritários dentro de 8 dias, os requerentes poderão convocar a assembleia especial por conta própria.

O pedido de convocação da assembleia geral suspenderá o curso do processo de registro ou, caso este já tenha sido concedido, o prazo do edital da OPA, adiando o respectivo leilão³⁰.

³⁰ Art. 24, I, da Instrução 361.

A assembleia que irá deliberar sobre a realização de nova avaliação é uma assembleia especial, da qual, no âmbito de uma OPA por aumento de participação, tomam parte apenas os titulares das espécies e classes de ações em circulação afetadas. Não participam dela o controlador, as pessoas a ele vinculadas e os administradores da companhia. Na assembleia, os acionistas minoritários deverão deliberar, por maioria absoluta dos votos dos presentes em consonância com o art. 129 da LSA, pela realização ou não de nova avaliação da companhia.

Caso a assembleia especial delibere pela não realização de nova avaliação, será retomado o curso do processo de registro ou da própria OPA, pelo prazo remanescente. Por outro lado, decidindo a assembleia pela realização de nova avaliação, deverá nomear o responsável pela elaboração do laudo, aprovar sua remuneração e estabelecer prazo não superior a 30 dias para a conclusão desse trabalho³¹. Os custos da nova avaliação serão arcados pela companhia.

Se o novo laudo de avaliação apurar valor igual ou inferior ao valor inicial da OPA, o curso do processo de registro ou da própria OPA será retomado. Neste caso, de acordo com o art. 4º-A, § 3º da LSA, os acionistas minoritários que tiverem requerido a realização da nova avaliação ou votado a seu favor deverão ressarcir a companhia pelos custos incorridos³². Essa obrigação de ressarcimento serve, em certa medida, para evitar que minoritários abusem do seu direito de pedir a revisão do preço³³.

Já se o novo laudo chegar a um valor superior ao valor inicial da OPA, o ofertante poderá apenas escolher entre prosseguir com a oferta pelo valor superior, ou, nos termos do art. 27 da Instrução 361, comprometer-se a recolocar em circulação o excesso de participação que ensejou a obrigatoriedade da oferta, adotando o procedimento alternativo de que tratamos no item 9 abaixo³⁴.

7. PROCESSAMENTO DA OFERTA

A OPA por aumento de participação é uma proposta pública, efetuada fora de bolsa de valores ou de entidade de balcão organizado, que vise à aquisição de todas as ações em circulação afetadas pela elevação da participação acionária do grupo controlador. Embora o § 6º do art. 4º da LSA faça referência, genericamente, à aquisição da *“totalidade das ações remanescentes no*

³¹ Art. 24, §3º, da Instrução 361.

³² Para tanto, o art. 24, § 7º, da Instrução 361 estabelece que a ata da assembleia especial indicará o nome dos acionistas que votarem a favor da proposta de realização de nova avaliação.

³³ Nessa linha de raciocínio, Norma Parente assinala que essa regra *“pode vir a ser um elemento inibidor da solicitação [de revisão do preço], mas terá a missão de evitar abusos das minorias”*, e a compara à regra do Código de Processo Civil, em que o vencido paga ao vencedor as despesas processuais (PARENTE, op. cit., p. 24).

³⁴ Difere, pois, da OPA para cancelamento de registro, em que o ofertante, diante de um novo laudo que aponte um valor superior ao preço originalmente proposto, pode simplesmente desistir da OPA.

mercado”, o § 2º do art. 26 da Instrução 361 deixa claro que a oferta só precisa abranger as “ações ou classes afetadas”. Caso, exemplificativamente, a companhia tenha tanto ações ordinárias quanto preferenciais em circulação, mas os limites previstos no art. 26 da Instrução 361 tenham sido ultrapassados apenas em relação às ações preferenciais, a oferta só precisará abranger esta espécie. A OPA por aumento de participação não pode ser parcial, devendo abranger todas as ações afetadas.

A proposta não se confunde com o contrato de compra e venda de ações que dela vier a resultar. A proposta é um dos elementos para a formação dos contratos de venda. Nesse sentido, a OPA pode dar origem a tantos contratos quantos forem os destinatários da oferta que optarem por vender suas ações ao proponente.

Como já comentado, sendo uma oferta obrigatória, a OPA por aumento de participação está sujeita a registro na CVM. Segundo o § 3º do art. 26 da Instrução 361, o requerimento de registro deverá ser apresentado à CVM no prazo de 30 dias a contar da data em que for atingido o limite previsto no *caput* do art. 26 (aquisição de mais de 1/3 das ações) ou, na hipótese do § 1º deste artigo (aquisição de 10% das ações, quando já se detém mais da metade das ações), no prazo determinado pela CVM.

Note-se que ao atingir os limites do art. 26, e passando a estar obrigado a realizar a OPA por aumento de participação, o acionista controlador deverá, nos termos do § 5º do art. 12 da Instrução CVM 358/02, promover a divulgação de aviso com informações, dentre outras, sobre as ações adquiridas e o objetivo da participação. Além disso, a obrigação de lançar a OPA constitui, naturalmente, fato que pode influir, de modo ponderável, na cotação das ações da companhia e na decisão de investidores de comprar, vender ou manter essas ações, e, portanto, a teor do que dispõe os arts. 3º e 9º da Instrução CVM 358/02, exige que a companhia e seu controlador divulguem fato relevante dando conhecimento da oferta.

Para formular a OPA, o controlador deverá contratar os serviços de intermediação de uma sociedade corretora ou distribuidora de títulos e valores mobiliários ou instituição financeira com carteira de investimentos³⁵. A instituição intermediária auxiliará o ofertante em todas as fases da OPA, desde a apresentação do pedido de registro à CVM até a liquidação financeira da compra das ações. Nesta fase final, a instituição intermediária garantirá a liquidação financeira da OPA e o pagamento do preço de compra aos acionistas que a ela aderirem. A instituição intermediária também atuará como uma espécie de garante de que a oferta será processada em respeito às normas regulamentares e legais.

³⁵ Art. 7º da Instrução 361.

O pedido de registro deverá conter as informações listadas no Anexo I da Instrução 361, bem como a minuta do instrumento da OPA e cópia de todos os contratos relacionados à operação que resultou no aumento de participação. Como examinado no item antecedente, o ofertante também deverá submeter à CVM o laudo de avaliação que justifica o preço ofertado.

Cabe à CVM averiguar se a oferta está sendo realizada em conformidade com a lei e seus regulamentos, com o *disclosure* de informações exigido nessas normas. A Comissão deverá confirmar que o laudo foi preparado com observância das regras constantes da Instrução 361 e do seu Anexo III. Como já comentado, não compete à CVM, todavia, indeferir o registro por acreditar que o critério com base no qual foi fixado o preço não é apropriado ou que o preço não é “justo”.

Deferido o registro da oferta, deverá o ofertante, no prazo máximo de 10 dias, publicar o instrumento da OPA, sob a forma de edital, nos jornais de grande circulação habitualmente utilizados pela companhia³⁶.

O instrumento da OPA conterá todos os elementos indispensáveis à formação dos contratos de compra e venda de ações entre o ofertante e os destinatários da oferta, bem como dotar os destinatários de todas as informações necessárias para que possam tomar uma decisão fundamentada acerca da adesão à OPA. Deverá, assim, dentre outras informações, indicar as ações objeto da OPA, os principais termos da oferta, os valores mobiliários da companhia detidos pelo ofertante e pessoas vinculadas, e que o laudo de avaliação se encontra à disposição a eventuais interessados nos locais já mencionados no item 6 acima. Responde o ofertante (e, conforme o caso, a instituição intermediária), por eventuais danos causados à companhia, aos seus acionistas e a terceiros, por culpa ou dolo, em razão de falsidade, imprecisão ou omissão das informações prestadas à CVM e ao mercado no instrumento da OPA.

O já comentado § 2º do art. 10 da Instrução 361 manda que o instrumento contenha declaração do ofertante de que, após a efetivação da oferta, caso venha a adquirir mais de 2/3 das ações de uma mesma espécie e classe em circulação, ficará, pelo prazo de 3 meses contados da data do leilão, obrigado a adquirir as ações remanescentes, pelo preço final da OPA, devidamente atualizado. Essa opção de venda (*put*) dá uma saída ao acionista minoritário que a princípio não tem intenção de aderir à OPA, mas que preferirá vendê-las se houver ampla adesão à oferta, diminuindo ainda mais a liquidez das ações. Reduz a pressão para que este acionista minoritário desde logo aceite a oferta, por mero receio do seu eventual sucesso.

³⁶ Art. 11 da Instrução 361.

Por força do art. 10, I, da Instrução 361, o instrumento também deverá conter declaração do ofertante de que se obriga a pagar aos aceitantes da OPA a diferença a maior, se houver, entre o preço que receberem pela venda das suas ações e o preço por ação que seria devido, caso se verifique, no prazo de 1 ano contado da compra das ações, fato que imponha a realização de outra OPA obrigatória. O art. 14 da Instrução 361, por sua vez, determina que a companhia objeto, o acionista controlador e pessoas a ele vinculadas não poderão, pelo prazo de 1 ano, efetuar nova OPA tendo por objeto as mesmas ações da OPA anterior, a não ser que estejam obrigados a tanto ou se vierem a estender aos aceitantes da oferta anterior as mesmas condições da nova oferta, pagando-lhes a eventual diferença de preço. Tais regras buscam proteger os minoritários que venham a vender suas ações na OPA por aumento de participação de situações como aquela descrita no item 2 acima, envolvendo a JC Penney e os acionistas minoritários da Renner, em que, logo após uma primeira oferta, o ofertante fez nova oferta para a compra das ações remanescentes, por preço mais elevado, sem estender tal preço aos minoritários que venderam suas ações na primeira oferta.

Nessa linha e também em decorrência do art. 10, inciso I, da Instrução 361, o ofertante deverá se comprometer no instrumento a pagar aos aceitantes a diferença a maior, se houver, entre o preço recebido na venda³⁷ e o valor de reembolso a que poderiam ter direito caso, dentro do prazo de 1 ano contado da compra de suas ações, venha a ser aprovada matéria que dê ensejo ao direito de recesso.

De qualquer forma, o ofertante não estará obrigado aos pagamentos descritos no art. 10, inciso I, caso a informação sobre a futura ocorrência da OPA obrigatória ou da pretendida aprovação da matéria que dará ensejo ao direito de recesso já esteja divulgada quando da publicação do edital da OPA. Nessa situação, os destinatários da oferta já estarão desde logo devidamente informados e poderão optar por vender suas ações na oferta ou aguardar o evento futuro para delas se desfazer.

Após a publicação do edital, a OPA por aumento de participação em princípio será irrevogável e imutável³⁸. Naturalmente, caso, por algum motivo, sejam desfeitos os negócios envolvendo a aquisição de ações que deram ensejo à oferta, a OPA deixará de ser obrigatória e, portanto, poderá ser revogada, mediante autorização da CVM. A OPA também poderá ser modificada, independentemente de autorização da Comissão, na hipótese de melhoria da oferta em favor dos seus destinatários.

³⁷ Tanto neste caso como na hipótese acima, envolvendo a realização de outra OPA obrigatória dentro do prazo de 1 ano, no cálculo da diferença a pagar, o preço pago àqueles que tiverem optado por vender suas ações na OPA por aumento de participação deverá ser atualizado nos termos do instrumento da OPA e da legislação em vigor, e ajustado pelas alterações no número de ações decorrentes de bonificações, desdobramentos, grupamentos e conversões eventualmente ocorridos.

³⁸ Veja-se, a esse respeito, o art. 5º da Instrução 361.

A aceitação da proposta da OPA pelos destinatários ocorrerá, segundo determina a Instrução 36139, em leilão realizado na bolsa de valores ou no mercado de balcão organizado em que as ações objeto da OPA sejam admitidas à negociação.

Como já examinado no item 3 acima, o art. 15 da Instrução 361 dispõe que, em qualquer OPA formulada pelo acionista controlador, havendo adesão de titulares de mais de 1/3 e menos de 2/3 das ações em circulação, o ofertante poderá optar entre adquirir até 1/3 das ações em circulação ou desistir da oferta. Pela redação do art. 15, tal regra dirige-se a qualquer OPA formulada pelo acionista controlador, com exceção da OPA por alienação de controle, e, portanto, em princípio abarcaria a OPA por aumento de participação. Temos dúvidas, entretanto, se essa regra deveria de fato alcançar a OPA por aumento de participação.

Com efeito, o controlador em geral estará obrigado a lançar esta oferta quando já tiver previamente adquirido mais de 1/3 das ações em circulação. Não há, portanto, como ocorrer a aceitação ou não de acionistas titulares de mais de 1/3 das ações em circulação. O que poderia acontecer é não haver a adesão de titulares de 2/3 das ações em circulação. Nessa circunstância, pela redação do art. 15, o ofertante poderia, nos termos do inciso I desse dispositivo, adquirir até 1/3 das ações em circulação, procedendo-se ao rateio entre os aceitantes, ou, segundo o inciso II, desistir da oferta. Como a opção do inciso I não seria aplicável, já que o ofertante teria previamente adquirido mais de 1/3 das ações, só restaria ao ofertante desistir da oferta, o que não seria compatível com uma oferta obrigatória. No mais, não parece ser razoável impedir os aceitantes de vender suas ações, principalmente se o controlador já tiver adquirido mais de 1/3 das ações em circulação, o que, pela sistemática da Instrução 361, já impediria a liquidez das remanescentes.

De qualquer modo, a CVM tem registrado editais de OPAs por aumento de participação submetidos à regra do art. 15 da Instrução 36140.

Aceita a oferta, conclui-se o contrato de compra e venda das ações, nos exatos termos e condições estipulados no edital. O ofertante, nesse momento convertido em comprador, deverá liquidar a venda das ações pelo aceitante da oferta.

39 A Instrução 361, em seu art. 12, determina que a aceitação da OPA será realizada em leilão, de modo a possibilitar a elevação do preço pago pelas ações pelo ofertante, bem como a interferência de terceiros compradores. A ocorrência desses eventos em ofertas públicas por aumento de participação, no entanto, não parece ser provável, de modo que em geral o procedimento de aceitação das ofertas não será um verdadeiro leilão, mas apenas um procedimento para colher as aceitações da proposta.

40 Veja-se, a esse respeito, o item 2.6(ii) do Edital de Oferta Pública de Aquisição de Ações Ordinárias por Aumento de Participação da Ampla Energia e Serviços S.A., datado de 15.03.2012 (disponível em www.cvm.gov.br – acesso em 17 set. 2016).

Em situações excepcionais, como, por exemplo, quando há pequena quantidade de ações a ser adquirida, a CVM pode autorizar a compra das ações detidas pelos acionistas minoritários sem oferta pública ou por meio de procedimento diferenciado⁴¹. Justifica-se a aplicação da regra quando o alto custo de realização da OPA, com observância de todos os procedimentos regulamentares, é desproporcional ao benefício que trará aos minoritários ou às condições do negócio.

A não realização da OPA por aumento de participação é considerada infração grave, para efeito do art. 11, § 3º, da Lei 6.385/76⁴², ficando o acionista controlador sujeito às penalidades previstas nesta lei, dentre as quais multa e proibição de atuar em uma ou mais modalidades de operação no mercado de valores mobiliários.

8. UNIFICAÇÃO DE OPAS E RESGATE DAS AÇÕES DOS MINORITÁRIOS

O procedimento da OPA por aumento de participação em muito se assemelha àquele da OPA para cancelamento de registro, tendo em vista que recaem sobre as duas ofertas as mesmas regras a respeito da determinação do preço. Caso, ao final de uma OPA para cancelamento de registro, remanesçam em circulação menos de 5% do total das ações emitidas da companhia, o § 5º do art. 4º da LSA permite que a assembleia geral, com o voto do seu acionista controlador, aprove o resgate dessas ações pelo valor da OPA. Trata-se de um resgate especial, que recairá somente sobre as ações ainda em circulação, sem sorteio. O controlador permanece com a titularidade de suas ações, uma vez que estas não são consideradas ações em circulação. O objetivo dessa regra, conforme lição de Eizirik, é de:

(...) permitir que a companhia que cancelou o registro como aberta não seja obrigada a manter, indefinidamente, nos seus quadros, uma quantidade muito pequena de acionistas, possuidores de menos de 5% (cinco por cento) do capital, o que poderia representar custos desnecessários para a companhia fechada, com serviços de emissão e registro, transferência e guarda de ações.⁴³

A possibilidade de resgate compulsório apenas das ações em circulação constitui, assim, uma vantagem do procedimento oficial de fechamento de capital. A regra consignada no § 5º do art. 4º da LSA, todavia, a rigor não alcança a OPA por aumento de participação, o que impede o acionista controlador de realizar assembleia para deliberar o resgate apenas das ações em circulação.

⁴¹ Art. 34 da Instrução 361.

⁴² Art. 36 da Instrução 361.

⁴³ EIZIRIK, op. cit., p. 99. José Waldecy Lucena também aponta que o § 5º do art. 4º da LSA resolve o problema de acionistas descuidados dos assuntos da companhia, que, caso estivessem bem informados, teriam optado por vender suas ações na OPA (LUCENA, José Waldecy. *Das sociedades anônimas – comentários à lei (arts. 1º a 120)*. Rio de Janeiro: Renovar, 2009, v. 1, p. 132.).

Para evitar que, nessa situação, o controlador se veja forçado a lançar na sequência uma nova OPA para cancelamento de registro, incorrendo em todos os custos de uma segunda oferta, poderá ele, desde o início, formular uma oferta única abrangendo as modalidades de OPA por aumento de participação e OPA para cancelamento de registro. A unificação de OPAs visando a mais de uma finalidade é expressamente admitida pelo § 2º do art. 34 da Instrução 361, quando for possível compatibilizar os procedimentos de ambas as modalidades e não haja prejuízo aos destinatários da oferta. É este o caso das OPAs por aumento de participação e para cancelamento de registro, com procedimentos já bastante similares, conforme tem sido reconhecido pela CVM⁴⁴. Dessa forma, formulando uma oferta unificada e restando em circulação menos de 5% do total de ações emitidas pela companhia, o ofertante poderá, em assembleia da companhia, no âmbito da OPA para cancelamento de registro, deliberar pelo resgate das ações.

A OPA por aumento de participação pode também se dar em conjunto com outras modalidades de oferta, como, por exemplo, a OPA por alienação de controle, ou mesmo ser agregada a duas ou mais modalidades⁴⁵.

9. PROCEDIMENTO ALTERNATIVO À OPA: ALIENAÇÃO DO EXCESSO DE PARTICIPAÇÃO

Atingido os limites previstos no *caput* e no § 1º do art. 26 da Instrução 361 e, especificamente no caso do § 1º, havendo determinação da CVM nesse sentido, deverá o acionista controlador realizar a OPA por aumento de participação. No entanto, tendo em vista que o objetivo do § 6º do art. 4º da LSA é o de resguardar a liquidez das ações, o art. 28 da Instrução 361 permite que o acionista controlador, como alternativa à realização da oferta, opte por alienar o excesso de participação. Na medida em que o acionista controlador recoloca em circulação ações em montante superior aos limites estabelecidos no art. 26, refaz-se o patamar de liquidez mínimo, o bem jurídico tutelado, tornando-se, portanto, dispensável que se recorra ao mecanismo extremo da OPA por aumento de participação para proteger os minoritários.

O procedimento alternativo de alienação do excesso de participação também poderá ser adotado – conforme já comentado – quando o controlador lançar a OPA por aumento de participação e ocorrer a revisão do preço da oferta na forma prevista no art. 4-A da LSA, resultando em um preço maior do que aquele originalmente proposto.

⁴⁴ Veja-se, a esse respeito, o Processo RJ 2007/12121, envolvendo o registro da OPA unificada por aumento de participação e para cancelamento de registro da companhia Granóleo S.A. Comércio e Indústria de Sementes Oleaginosas e Derivados. Como o art. 16, II, da Instrução 361 condiciona o sucesso de uma OPA para cancelamento de registro à aceitação de acionistas titulares de mais de 2/3 das ações habilitadas no leilão, a CVM, neste caso, ao compatibilizar os procedimentos, estabeleceu que, se a adesão dos acionistas ficasse abaixo desse patamar, o cancelamento de registro não ocorreria e apenas a OPA por aumento de participação seguiria adiante, com suas regras próprias.

⁴⁵ HATANAKA, Alex S. Apontamentos sobre a unificação de ofertas públicas de aquisição de ações. *Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários*, maio de 2015, v. 1, p. 190-191.

Em qualquer desses casos, o acionista controlador deverá solicitar autorização da CVM para não realizar – ou não prosseguir – com a OPA por aumento de participação, comprometendo-se a alienar o excesso de participação. Ao examinar esse pedido, não cabe à CVM entrar no mérito se é melhor para os minoritários que o controlador realize a OPA ou se desfaça do excesso de participação, e, com base nessa avaliação, conceder ou negar sua autorização. Desde que o controlador assuma o compromisso de alienar o excesso de participação e tal alienação seja viável, a Comissão deverá conceder a autorização.

A eliminação do excesso de participação detida pelo controlador pode ser efetivada por meio de vendas de ações em bolsa de valores ou mercado de balcão organizado, vendas privadas, distribuição pública de ações ou de outras formas. A Instrução 361 não regulamenta a forma pela qual deve ser alienado o excesso de participação e a CVM tem, a nosso ver acertadamente, reconhecido que não cabe interpretar o art. 28 restritivamente, podendo o excesso de participação ser eliminado de outras maneiras que não a venda de ações em sentido estrito⁴⁶.

Como previsto no art. 28, o alienante do excesso de participação, em princípio, será o próprio acionista controlador. Mas, seguindo o raciocínio de que o art. 28 não deve ser interpretado restritivamente, a eliminação do excesso pode também ocorrer pela alienação de ações detidas por pessoas vinculadas ao controlador ou que com ele atuem em conjunto. Tal entendimento é reforçado pela redação do § 4º do art. 26, que, ao fazer referência ao procedimento alternativo, deixa claro que ele pode ser adotado por todas as pessoas mencionadas no *caput* do art. 26, abrangendo, pois, as pessoas vinculadas. Não é outra a lição de Eizirik:

(...) conclui-se que a alienação do excesso de participação visando à observância do procedimento alternativo previsto no artigo 28 da Instrução CVM nº 361 pode ser efetuada pelo acionista controlador, bem como pelas pessoas a ele vinculadas ou que com ele atuem em conjunto, independentemente de qual integrante do grupo de controle tenha formalmente solicitado à CVM a autorização para adoção do procedimento alternativo.⁴⁷

⁴⁶ Confira-se o Processo CVM RJ 2006/8591, envolvendo a Energisa S.A., no qual a CVM admitiu que o excesso de participação do acionista controlador teria sido eliminado em decorrência da incorporação pela companhia objeto das ações da sua sociedade controladora, tornando-se esta uma subsidiária integral da companhia objeto, o que teria aumentando a base acionária da companhia objeto (já que, na incorporação, toda a base acionária da sociedade controladora foi transferida para a companhia objeto), e o Processo CVM RJ 2014/12977, envolvendo a Biosev S.A., no qual o controlador eliminou o excesso de participação por meio da cessão gratuita a uma pessoa não vinculada do direito de subscrever e integralizar ações da companhia em um aumento de capital.

⁴⁷ EIZIRIK, Nelson. *Direito societário – estudos e pareceres*. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 558.

A alienação do excesso só afastará a obrigatoriedade de realização da OPA se o adquirente das ações, conforme estatui o § 1º do art. 28 não for pessoa vinculada ao acionista controlador ou que atuem em conjunto com ele ou pessoas a ele vinculadas. Como o objetivo do art. 28 é o de refazer a liquidez das ações em circulação, não faria sentido computar as ações adquiridas por pessoas ligadas ao controlador no cálculo de liquidez das ações. Como sintetiza José Waldecy Lucena, a alienação do excesso a tais pessoas “*estaria, na realidade, mascarando um fechamento branco de capital*”⁴⁸.

De acordo com o art. 28 da Instrução 361, o excesso de participação deve ser alienado dentro de um prazo de 3 meses contados da data em que os limites do art. 26 foram atingidos⁴⁹. A Instrução 361 estabelece, no § 4º do art. 28, que a CVM poderá, a requerimento do controlador, prorrogar uma única vez esse prazo, caso verifique que a venda de todas as ações nesse curto intervalo poderá afetar significativamente as cotações das ações no mercado. A CVM tem, de qualquer modo, autorizado a prorrogação desse prazo em outras situações em que não seria razoável limitar a venda do excesso de participação a um prazo de 3 meses⁵⁰.

Caso as ações não sejam alienadas dentro do prazo de 3 meses (conforme prorrogado pela CVM), seja pela falta de comprador ou outro motivo, o acionista controlador estará obrigado a realizar a OPA por aumento de participação, de modo a reestabelecer o nível de liquidez exigido pela Instrução 361. Como estatui o § 2º do art. 28, deverá, pois, dentro de 30 dias a contar do término desse prazo, apresentar à CVM requerimento de registro da OPA. Se o acionista tiver optado pelo procedimento alternativo em razão do aumento do preço decorrente do processo de revisão requerido pelos minoritários, a OPA prosseguirá com o preço mais elevado.

⁴⁸ LUCENA, op. cit., p. 135.

⁴⁹ Como manifestado pela CVM no Processo CVM RJ 2004/4912 (envolvendo a companhia Cimob Participações S.A.), esse prazo de 3 meses é potestativo, já que dentro dele também deve ser obtida a autorização da Comissão. Diante disso, como indicado no voto da Diretora Norma Parente, relatora do processo, “*eventual atraso decorrente da atuação da CVM deve gerar uma prorrogação do referido prazo*”. Íntegra do voto disponível em www.cvm.gov.br. Acesso em 7 jun. 2016.

⁵⁰ Veja-se, a esse respeito, o Processo CVM RJ 2004/5248, no qual se discutiu um caso em que o controlador resolveu realizar uma oferta pública de distribuição secundária com o intuito de aumentar a liquidez das ações da companhia controlada e não ter que realizar uma OPA por aumento de participação. A CVM reconheceu que a oferta pública de distribuição secundária é um meio adequado para alienar o excesso de participação e, considerando a sua complexidade e necessidade de registro perante a CVM, concordou com a prorrogação do prazo de 3 meses previsto no art. 28 da Instrução 361. A possibilidade de a CVM prorrogar esse prazo em outras hipóteses já tinha sido reconhecida por Marcelo Trindade, então Presidente da CVM, no voto que proferiu no Processo 2004/4912: “*Adicionalmente, cumpre esclarecer que, a meu juízo, embora o § 4º do art. 28 da Instrução CVM 361 mencione a possibilidade de prorrogação do prazo de 3 (três) meses apenas na hipótese de alienação de todo o bloco de ações ‘afetar significativamente as cotações’, parece-me evidente que, tratando-se de prazo imposto por norma regulamentar de competência do Colegiado, o próprio Colegiado pode examinar outras hipóteses que, a seu juízo e no interesse dos investidores, permita a prorrogação.*”

O procedimento alternativo de alienar o excesso de participação somente poderá ser utilizado uma vez a cada período de 2 anos, conforme prevê o § 3º do art. 28. Busca-se, assim, limitar o uso desse mecanismo, como uma medida adicional para tentar preservar certa estabilidade no grau de liquidez das ações. Se o acionista controlador lançar mão do procedimento alternativo para evitar a OPA e, dentro de um período de 2 anos, vier novamente a adquirir ações ultrapassando os limites previstos no art. 26 da Instrução 361, não terá a opção de novamente alienar o excesso de participação, ficando obrigado a deflagrar a OPA por aumento de participação.

10. Considerações finais

Moldados a partir da experiência da CVM diante de práticas não equitativas praticadas por acionistas controladores em aquisições graduais de ações das companhias por ele controladas, o § 6º do art. 4º da LSA e os dispositivos da Instrução 361 que o regulamentam têm sido bem sucedidos em coibir os fechamentos brancos de capital.

Embora por vezes um acionista controlador ultrapasse os limites do art. 26 da Instrução 361 e, não optando pelo procedimento alternativo, seja obrigado a formular a OPA por aumento de participação, a regulamentação em torno desse tema foi concebida principalmente para estabelecer limites às compras de ações que podem ser efetuadas livremente pelo acionista controlador e as pessoas a ele vinculadas. A OPA por aumento de participação é, assim, o meio pelo qual os acionistas minoritários são protegidos caso esses limites não sejam observados.

As questões examinadas ao longo do presente artigo a respeito do alcance dos limites de aquisição de ações e do conceito de pessoa vinculada, dentre outras, mostram como o tema continua atual, com importantes consequências práticas para balizar a atuação do grupo controlador.

REFERÊNCIAS

BRANCO, Adriano Castello. Breves notas sobre ofertas públicas de ações no direito brasileiro e governança corporativa. In: SILVA, Alexandre Couto (Coord.). *Direito societário – estudos sobre a lei de sociedades por ações*. São Paulo: Saraiva, 2013.

CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei de sociedades anônimas – 1º volume – arts. 1º a 74*. 6. ed. São Paulo: Saraiva, 2014.

EIZIRIK, Nelson. *A lei das S/A comentada – Volume I – Arts. 1º a 79*. 2, ed. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

_____. *Direito societário – estudos e pareceres*. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

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

HATANAKA, Alex S. Apontamentos sobre a unificação de ofertas públicas de aquisição de ações. *Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários*, maio de 2015, v. 1.

LUCENA, José Waldecy. *Das sociedades anônimas – comentários à lei (arts. 1ª a 120)*. Rio de Janeiro: Renovar, 2009, v. 1.

OIOLI, Erik Frederico. Oferta pública de aquisição de ações. In: COELHO, Fábio Ulhoa (Coord.). *Tratado de direito comercial – relações societárias – mercado de capitais – v. 4*. São Paulo: Saraiva, 2015.

PARENTE, Norma. Principais inovações introduzidas 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.

PENNA, Paulo Eduardo. *Alienação de controle de companhia aberta*. São Paulo: Quartier Latin, 2012.

ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Randolph W.; JAFFE, Jeffrey F. *Administração financeira – corporate finance*. São Paulo: Atlas, 1995.

SIQUEIRA, Carlos Augusto Junqueira de. *Fechamento do capital social – oferta pública de aquisição de ações e outras modalidades*. Ribeirão Preto: Migalhas, 2010.

SZTAJN, Raquel. Conceito de liquidez na disciplina do mercado de valores mobiliários. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: Revista dos Tribunais, n. 126, 2002.