

Assunto: Consultas sobre resgate de ações previsto no art. 4º, § 5º da Lei nº 6.404/76

Relator: Luiz Antonio de Sampaio Campos

RELATÓRIO

Senhores Membros do Colegiado,

1. Esta Autarquia recebeu diversas consultas a respeito da possibilidade de se efetuar resgates de ações em circulação, na forma prevista no § 5º do artigo 4º da Lei nº 6.404/76, com a redação que lhe foi dada pela Lei nº 10.303/01, sem a necessidade de realização prévia de oferta pública de aquisição de ações (OPA).
2. Dentre tais consultas, a primeira e mais abrangente foi dirigida ao Superintendente de Registro (SRE) desta Autarquia. O signatário dessa consulta submetia à CVM seu entendimento sobre a matéria, nos seguintes termos:
 - i. diante da nova disciplina sobre cancelamento de registro de companhia aberta, introduzidas nas novas redações dos arts. 4º e 4º-A da Lei nº 6.404/76, as companhias abertas controladas pelo consulentes que apresentariam percentuais de ações em circulação inferiores aos previstos na lei, teriam direito de proceder ao cancelamento de registro diretamente através do resgate de ações em circulação;
 - ii. a hipótese de resgate em comento não pressuporia a realização prévia de oferta pública aos acionistas minoritários, pois, se já houvesse um percentual de ações em poder dos minoritários inferior ao patamar legal, seria forçoso reconhecer o descabimento da oferta pública, até porque, não faria sentido realizar tal oferta, que pressuporia a aceitação voluntária, para, simultaneamente declarar, no mesmo instrumento de oferta, que, caso a adesão não seja total, a companhia procederá ao resgate das ações remanescentes;
 - iii. desde que a companhia faculte a oposição ao preço de resgate, que teria de ser igual ao da oferta pública, o cancelamento do registro seria uma decorrência lógica do resgate de que trata o § 5º do artigo 4º da lei societária;
 - iv. deveria ser elaborado laudo de avaliação para a determinação do "preço justo", na forma do que dispõem a lei societária e a Instrução CVM nº 361/02, facultando aos minoritários qualificados a adotar procedimento de oposição a esse valor;
 - v. caso as companhias abertas fossem obrigadas a realizar oferta pública e exigida a adesão de 2/3 dos acionistas minoritários, seria impossível em situações concretas o exercício do direito previsto no § 5º do artigo 4º se um grupo de minoritários com participação inferior a 5% das ações emitidas se opusesse ao cancelamento de registro;
 - vi. a regra de adesão à OPA, que decorre de regulamento e não da lei, somente poderia conviver com a norma de resgate prevista na lei se a interpretação do dispositivo regulamentar for no sentido de que, quando as ações remanescentes à OPA forem em percentual inferior a 5% do total das ações emitidas, não incidiria a exigência de adesão de 2/3, sob pena de o comando regulamentar ser fulminado por ilegalidade.
3. Instada a se manifestar, a Procuradoria Jurídica, através do MEMO/CVM/GJU-2/Nº 128/02, manifestou entendimentos divergentes sobre o assunto. Em seu Memo, o Procurador designado para analisar o assunto destacou:
 - i. não seria possível ignorar a primeira parte do § 5º do artigo 4º da Lei nº 6.404/76, procedendo-se ao resgate das ações em circulação, ainda que se o montante seja igual ou inferior a 5% do total das ações emitidas pela companhia, já que o dispositivo em questão seria bastante claro ao permitir o resgate tão-somente após o término do prazo de oferta pública, o que caracterizaria esta como pré-requisito para o resgate previsto no citado dispositivo legal;
 - ii. quanto ao enquadramento da operação na hipótese do artigo 34 da Instrução CVM nº 361/02, as situações excepcionais seriam amplíssimas e a aplicação do dispositivo dependeria única e exclusivamente de juízo de valor do Colegiado;
 - iii. não obstante a discricionariedade reservada ao Colegiado pelo artigo 34 da Instrução CVM nº 361/02, não se poderia dispensar a exigência legal ou mesmo o enquadramento da situação de fato em outra hipótese legal, diversa daquela expressamente prevista no próprio diploma, não parecendo ser ao Colegiado elidir a exigência de oferta pública prévia para permitir o resgate direto das ações.
4. O Subprocurador-Chefe da Gerência Jurídica 2 (GJU-2), em despacho ao Memo acima citado, concordou com os termos deste, exceto no que se refere à discricionariedade que seria reservada ao Colegiado na análise das operações. Segundo o Subprocurador-Chefe da GJU-2, o Colegiado deve interpretar e aplicar o artigo 34 da Instrução CVM nº 361/02 da mesma forma em relação a todos os casos semelhantes, por força de princípios constitucionais de isonomia e impessoalidade.
5. Transcreve, ainda, o seguinte entendimento doutrinário:

"Cabe notar que seria absolutamente ilegal o procedimento, por parte de companhias que já possuem menos de cinco por cento do total de suas ações em circulação no mercado, de implementar o referido resgate, sem antes realizar oferta pública visando o fechamento de seu capital. Conforme expresso na redação do novo § 5º do art. 4º, o resgate das ações pertencentes aos acionistas minoritários remanescentes somente pode ser efetuado após terminado o prazo de oferta pública de cancelamento de registro de companhia aberta". (A Nova Lei das S/A, Modesto Carvalhosa e Nelson Eizirik, págs. 63 e 64. Saraiva. 2002. São Paulo)
6. O Procurador-Chefe da CVM, discordando das manifestações anteriores, assim expôs sua opinião:
 - i. a pretensão da consulente não representaria pedido de dispensa de exigência legal;
 - ii. a realização de oferta pública para fechamento de capital seria exigência legal instituída com a finalidade de assegurar ao acionista minoritário a tomada de uma decisão "refletida e independente", estando amparada em um conjunto de informações sobre a companhia objeto e o ofertante;

- iii. nas hipóteses em que as ações em circulação representam menos de 5% do total das ações emitidas pela companhia, tornar-se-ia inteiramente prejudicada a tutela pretendida pela lei em relação à manifestação de vontade dos acionistas minoritários, como meio de oposição ao intuito de se proceder ao cancelamento do registro, pois a própria lei teria transferido o poder de decisão ao acionista controlador ou à companhia, dada a natureza unilateral do resgate;
 - iv. as parte inicial do § 5º somente teria aplicação quando as ações em circulação da companhia superassem a 5% do total das ações emitidas; na hipótese inversa, ou seja, quando as ações em circulação somarem percentual inferior, a exigência de prévia oferta pública deveria ser desconsiderada, partindo-se da premissa de que a lei não contém inutilidades;
 - v. a lei desobrigaria a companhia ou seu acionista controlador de realizar oferta prévia pois tal oferta seria inútil, em face da impossibilidade de se oporem os titulares das ações em circulação ao propósito que ampara tal aquisição de ações;
 - vi. seria de se acolher o pleito formulado, pois não caracterizaria dispensa de exigência legal, permitindo-se a aquisição de ações sem oferta pública, desde que observadas as demais formalidades constantes da Instrução CVM nº 361/02 referentes à preservação dos interesses patrimoniais dos acionistas minoritários da companhia.
7. A Gerência de Registro 1, em memo endereçado ao SRE, concorda com a posição do Procurador-Chefe, ressaltando que a Instrução CVM nº 361/02 deveria disciplinar os pedidos de cancelamento de registro de companhia com percentual de ações em circulação inferior a 5% do total do capital social, em que fosse utilizado o mecanismo de resgate, razão pela qual deveria ser encaminhado o processo ao Colegiado para que este se manifestasse sobre o pedido do consulente.
8. Em despacho ao memo anteriormente citado, o SRE acrescentou os seguintes comentários:
- i. as manifestações do consulente e do titular da PJU permitiriam que a CVM normatizasse a matéria, preservando os mecanismos relevantes de proteção aos minoritários, existentes na OPA, para os casos de resgate;
 - ii. se o instrumento sugerido for julgado adequado à proteção dos minoritários e não for discrepante com o preceito legal, não seria razoável prosseguir na exigência do cumprimento de uma mera formalidade, de realização prévia de OPA, que não teria qualquer conteúdo regulatório e apresentaria custos desproporcionais aos benefícios gerados.
9. Em 07/10/02, o consulente desistiu da consulta.

VOTO

10. Nada obstante, dada a relevância da matéria, e considerando ser salutar ao mercado ter contato com a interpretação que o Colegiado da CVM faz da lei neste particular, passo a apreciá-la.
11. Em sua redação original, a Lei nº 6.404/76 tratou do resgate de ações em seu artigo 44, a seguir transcrito:
- "Resgate e Amortização
- Art. 44. O estatuto ou a assembléia geral extraordinária pode autorizar a aplicação de lucros ou reservas no resgate ou na amortização de ações, determinando as condições e o modo de proceder-se à operação.
- § 1º O resgate consiste no pagamento do valor das ações para retirá-las definitivamente de circulação, com redução ou não do capital social; mantido o mesmo capital, será atribuído, quando for o caso, novo valor nominal às ações remanescentes.
- § 2º A amortização consiste na distribuição aos acionistas, a título de antecipação e sem redução do capital social, de quantias que lhes poderiam tocar em caso de liquidação da companhia.
- § 3º A amortização pode ser integral ou parcial e abranger todas as classes de ações ou só uma delas.
- § 4º O resgate e a amortização que não abrangerem a totalidade das ações de uma mesma classe serão feitos mediante sorteio; sorteadas ações custodiadas nos termos do art. 41, a instituição financeira especificará, mediante rateio, as resgatadas ou amortizadas, se outra forma não estiver prevista no contrato de custódia.
- § 5º As ações integralmente amortizadas poderão ser substituídas por ações de fruição, com as restrições fixadas pelo estatuto ou pela assembléia geral que deliberar a amortização; em qualquer caso, ocorrendo liquidação da companhia, as ações amortizadas só concorrerão ao acervo líquido depois de assegurado às ações não amortizadas valor igual ao da amortização, corrigido monetariamente."
12. A Lei nº 10.303/01, mantendo em vigência o dispositivo acima transcrito, lhe acrescentou o seguinte parágrafo:
- "§ 6º Salvo disposição em contrário do estatuto social, o resgate de ações de uma ou mais classes só será efetuado se, em assembléia especial convocada para deliberar essa matéria específica, for aprovado por acionistas que representem, no mínimo, a metade das ações da(s) classe(s) atingida(s)."
13. No tocante às ações que podem ser resgatadas, o referido artigo especifica que, salvo se o resgate tiver por objeto a totalidade de uma classe, as ações resgatadas devem ser objeto de sorteio. Tal regra – erigida sob o conceito de que o resgate é ato unilateral da companhia, faculdade e direito oponível a seus acionistas e que independe de aceitação destes – serve para evitar que se faça o resgate de forma dirigida, tanto para evitar o desvio de recursos da sociedade a determinado sócio, quanto para impedir que se use o resgate para expulsar determinados sócios da companhia. Evidentemente, quando o resgate é inserido como cláusula estatutária em benefício dos acionistas e obrigação da companhia – como é o caso das ações resgatáveis à opção de seus titulares – a exigência e o conceito do sorteio não se aplicam.
14. Nesse particular, releva notar que a reforma realizada pela Lei nº 10.303/01 procurou, na parte tópica do resgate, tornar maior a proteção dos acionistas quanto ao resgate unilateral, direito e faculdade da companhia, e o fez pelo acima transcrito parágrafo 6º, encerrando discussão doutrinária que havia quanto à necessidade de assembléia especial à falta de qualquer menção a resgate nas ações preferenciais (cf. Alfredo Lamy Filho, em parecer publicado em Lei das S.A., editora Renovar, vol. II, pág. 172).
15. É esse o tratamento regular e genérico do regime do resgate acionário, que se reveste de uma operação traumática, que nas palavras do ilustre co-autor da Lei das S.A., professor ALFREDO LAMY FILHO:
- "..é instituto dos mais relevantes da Lei das S.A., por isso que interfere com a condição de sócio, com o exercício do poder do controle, com o conceito de capital e com a garantia dos credores.

Em que pese o pequeno número de dispositivos que a lei a ele consagra, o resgate, com o obrigatório cancelamento das ações resgatadas, implica numa das mais traumáticas operações da vida societária, qual seja a exclusão do sócio, a ruptura unilateral do contrato de sociedade". (Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira, A Lei das S.A., Editora Renovar, vol. II, p. 168)

16. De outro lado, a Lei nº 10.303/01 também introduziu na Lei nº 6.404/76 nova disciplina sobre o cancelamento de registro de companhia aberta, passando a exigir, na forma do § 4º do artigo 4º, a realização de oferta pública de aquisição da totalidade de ações em circulação no mercado por preço, o que antes decorria apenas do poder regulatório da CVM. Veja-se o que diz o dispositivo comentado:

"§ 4º 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 art. 4º-A."
17. Logo em seguida, no parágrafo 5º, foi introduzida a hipótese de ser deliberado em assembléia geral o resgate de ações em circulação remanescentes se somassem menos de cinco por cento do total das ações emitidas pela companhia:

"§ 5º Terminado o prazo da oferta pública fixado na regulamentação expedida pela Comissão de Valores Mobiliários, se remanescerem em circulação menos de 5% (cinco por cento) do total das ações emitidas pela companhia, a assembléia-geral poderá deliberar o resgate dessas ações pelo valor da oferta de que trata o § 4º, desde que deposite em estabelecimento bancário autorizado pela Comissão de Valores Mobiliários, à disposição dos seus titulares, o valor de resgate, não se aplicando, nesse caso, o disposto no § 6º do art. 44." (grifos adotados)
18. Da leitura do § 5º acima transcrito, percebe-se que se trata de forma especial de resgate e que se distancia do regime tradicional, pois, contrariando o princípio básico de que o resgate não deveria servir para expulsar acionistas da companhia, de forma dirigida, expressamente o prevê, uma vez que o direciona aos titulares de ações em circulação.
19. A diferença é flagrante: enquanto a regra do resgate de ações prevista no artigo 44 estabelece que serão sorteadas e rateadas as ações objeto de resgate, a nova regra prevista no § 5º do artigo 4º prevê o resgate das ações que estejam fora do grupo de controle.
20. Em outras palavras, a lei autoriza que, excepcionalmente, e desde que observados os requisitos e condições nela previstos, os minoritários tenham suas ações resgatadas, por vontade da assembléia geral (i.e. do controlador), permanecendo o controlador com todas as suas ações, pois suas ações não são consideradas ações em circulação. Quer isto dizer que a lei autoriza ao acionista controlador, que é quem prevalece na assembléia, observadas as condições legais, o privilégio de retirar da sociedade os demais sócios que remanescerem após a oferta pública bem sucedida, o que faz com que os acionistas minoritários percam, nessa situação, o direito de permanecer sócios da companhia, mesmo que assim o desejassem; contra a sua vontade são resgatados.
21. Vê-se, então, que cuida-se de dispositivo claramente de exceção – o que aliás, o resgate unilateral e forçado já é, tanto que cuidadosamente regulado – que exige interpretação e aplicação cautelosa, a não servir de instrumento de opressão ou de expulsão dos acionistas minoritários.
22. Nessa linha, vejo que não se poderia lançar mão do argumento de que o princípio geral do resgate de ações sempre foi previsto na Lei nº 6.404/76 para fundamentar o resgate das ações em circulação previsto no § 5º do artigo 4º, notadamente porque se trata de hipótese bastante diversa, que requer a verificação de condições e requisitos próprios.
23. De fato, a nova redação da lei conferiu essa faculdade especialíssima à companhia, mas não a permitiu a *outrance*, exigindo a realização de prévia oferta pública da qual remanescessem menos de 5% de ações em circulação e o pagamento do mesmo preço pago aos acionistas que aceitaram a oferta pública.
24. Se de um lado a nova lei permitiu o resgate afastando certas proteções do regime geral, de outro lado, inseriu proteções e requisitos específicos. O que não se pode admitir é que se faça uma combinação de ambos os regimes, escolhendo os requisitos e autorizações específicos para dar abrangência maior do que tem o permissivo do parágrafo 5º do art. 4º.
25. A respeito da necessidade de realização de oferta pública para adquirir a totalidade das ações, a leitura da primeira parte do § 5º do artigo 4º é cristalina ao se referir ao decurso de prazo de oferta pública, impondo-se o reconhecimento de que somente encerrada a oferta pública e verificando-se terem remanescido em circulação menos de cinco por cento do total de ações emitidas, admitir-se-ia a efetivação de resgate dessas ações remanescentes.
26. Não vejo que a lei pretendesse permitir que o resgate fosse realizado em todas as hipóteses em que as ações em circulação somassem menos de cinco por cento. Tal não é a sua redação, que exige expressamente a realização de oferta pública e, ainda vai além, ao se utilizar o verbo "remanescer". E da mesma forma, não vejo, abstrata e genericamente, inutilidade na realização de oferta pública nesta situação específica.
27. De fato, há uma razão para que seja realizada tal oferta pública e na verdade é dela que decorre o direito especialíssimo do resgate excepcional e não da pouca representatividade das ações em circulação, isoladamente. A pouca representatividade das ações em circulação poderia justificar o cancelamento do registro, como já fazia a Instrução CVM nº 3/78, mas não a arbitrária e violenta expulsão do acionista.
28. Com efeito, somente mediante a realização da oferta pública dirigida à totalidade das ações em circulação, e sendo esta bem sucedida, conforme a regulamentação da CVM, é que poderá ser validado o preço justo mencionado no § 4º do artigo 4º.
29. Por mais que a lei tenha previsto que o preço justo será "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 art. 4º-A", o melhor instrumento para se verificar a validade do preço é a maciça adesão de acionistas titulares de ações em circulação à oferta de cancelamento de registro de companhia aberta.
30. O legislador entendeu justificável e razoável que, tendo uma oferta tido ampla adesão dos acionistas minoritários de modo que, no máximo, cinco por cento dos acionistas da companhia a tenham rejeitado, fosse utilizado o resgate como forma de estender aos demais minoritários o preço submetido ao mercado e considerado justo.
31. Não convém adentrar na discussão acerca das vantagens ou desvantagens da adoção pela lei de uma forma de resgate como a presente, mas enfrentando os fatos como são, parece-me bem claro da leitura dos dispositivos pertinentes que tal procedimento de resgate foi estipulado numa estrutura em que a oferta pública de aquisição destinada a todas as ações em circulação, com o mecanismo da revisão do valor da oferta que a

lei e a regulação instrumental da CVM prevêem, tem o papel relevante de submeter à prova o "preço justo" ofertado. Uma vez confirmado que o preço ofertado era adequado, a juízo dos acionistas minoritários, o que só ocorre com a aceitação destes à oferta, a lei permite que se presuma que este preço é o pagamento correto no resgate de ações e, confiando no juízo da maioria da minoria, autoriza o resgate excepcional com o pagamento deste preço.

32. Diante dessas razões resumidamente expostas é que entendo que o resgate de ações em circulação que totalizem menos de cinco por cento, permitido pelo § 5º do artigo 4º da Lei nº 6.404/76, somente poderá ser realizado quando tal percentual de ações resultar da realização de oferta pública de aquisição bem sucedida e destinada a todas as ações em circulação, cujo preço justo tenha sido efetivamente verificado pelos acionistas minoritários.
33. Evidentemente, está sempre aberto o caminho das exceções previstas no art. 34 da Instrução CVM 361, que pode, em situações concretas, justificar procedimentos especiais de oferta pública ou até mesmo a sua dispensa.

É o meu Voto.

Rio de Janeiro, 11 de fevereiro de 2003

Luiz Antonio de Sampaio Campos

Diretor-Relator