

INTERESSADA: BIOMM S. A.

REFERÊNCIA: CONSULTA

Senhores Membros do Colegiado:

I – DOS FATOS

1. Trata-se, no presente, de consulta formulada pela BIOMM S.A. acerca de reembolso de ações, efetuado pela companhia em 19 de agosto de 2002.
2. De acordo com os termos da aludida consulta, existe o interesse da empresa em realizar a venda particular dessas ações, com a convocação de AGE a fim de deliberar sobre a substituição dos acionistas dissidentes, concedendo aos demais acionistas da companhia o direito de preferência para adquirir as ações reembolsadas.
3. Segundo a Interessada, em face de a Lei das Sociedades por Ações não estabelecer a forma de "substituição" dos acionistas e ser silente quanto à existência do direito de preferência nesta hipótese, formula as seguintes questões:
 - a) Qual o prazo e forma de substituição dos acionistas dissidentes reembolsados?
 - b) Qual a data a ser considerada para registro das ações em tesouraria: a datado reembolso ou a data da efetiva transferência pelo agente custodiante de tais ações?
4. A SEP encaminhou a consulta para manifestação da PJU esclarecendo, na oportunidade, que a BIOMM S.A. incorporou parcela cindida da BIOBRÁS S.A., em 29.12.2001, não cumprindo com os termos do § 3º do artigo 223 da Lei nº 6.404/76⁽¹⁾, implicando no direito de recesso aos acionistas dissidentes.
5. Sobre essa questão, a SEP aduz que o disposto no § 6º do art. 45 da Lei nº 6.404/76⁽²⁾, ao tratar do reembolso dispõe sobre o prazo de 120 dias para a substituição de acionistas, contado a partir da data da assembléia, enquanto o § 4º do art. 223 do mesmo diploma legal dá ao acionista o direito de retirar-se da companhia, mediante reembolso do valor das suas ações (art. 45), nos 30 dias seguintes ao término do prazo de 120 dias que a companhia tem para a obtenção do registro.
6. Diante disso, conclui a SEP, a Lei não explicita a possibilidade de substituição de ações, no caso de reembolso aos acionistas à conta do capital social, devido à não obtenção do registro, conseqüente de operação de cisão.
7. Em 9 de outubro de 2002, a Douta Procuradoria manifestou-se sobre a matéria através do PARECER/CVM/PJU/N ° 020-A/2002, da lavra do ilustre Procurador Federal Dr. Rodrigo de Oliveira Botelho Corrêa.
8. Segundo o Procurador, para a solução do aparente conflito, deve-se socorrer dos métodos de interpretação sistemática e teleológica.
9. Com efeito, consoante a opinião do Procurador, o artigo 45 é regra geral sobre reembolso. Nela aduz-se o regramento genérico acerca do instituto de reembolso. O artigo 223, por seu turno, refere-se à hipótese específica do recesso nas operações de fusão, incorporação e cisão.
10. Dessa forma, o espírito da Lei no que diz respeito ao § 6º, do artigo 45 é no intuito de abrir o prazo de 120 (cento e vinte) dias do **fato gerador do direito de recesso** (grifado). Ou seja, do fato que enseja o direito de retirada, conta-se o aludido prazo. Portanto, infeliz foi o legislador ao afirmar que o *dies a quo*⁽³⁾ para a substituição é a data da publicação da ata da assembléia, quando, em verdade, o prazo é o do **fato gerador** (grifado) do aludido direito.
11. É ressaltado que, partindo dessa premissa, é de se notar que o fato gerador do direito de recesso no caso do § 3º, do artigo 223 é a **não obtenção de registro** (grifado) e, se for o caso, **a não promoção da admissão de negociação das novas ações no mercado secundário** (grifado), no prazo de 120 (cento e vinte) dias.
12. Ao ensejo, é citada a opinião do ilustre jurista Dr. Nelson Eizirik, *ipsis litteris*:

O direito de recesso, no caso, decorre não da operação de fusão, incorporação ou cisão, mas do fato de não registrar-se a companhia sucessora como companhia aberta, junto a CVM, no prazo de cento e vinte dias contados da data da assembléia que aprovou a operação.

O fato gerador do recesso, portanto, é a não aquisição, por parte da companhia sucessora, do "status" de companhia aberta no prazo legal.⁽⁴⁾
13. Sobre a questão, o Procurador encerra sua apreciação manifestando o entendimento de que ao se aplicar a regra constante no art. 223 à regra geral do artigo 45, tem-se que o prazo para a substituição dos acionistas cujas ações tenham sido reembolsadas à conta do capital social é de 120 (cento e vinte) dias a contar do *dies ad quem* do prazo conferido no § 3º, do art. 223, do mencionado Diploma Legal.
14. Complementarmente é destacada a existência de precedente da Procuradoria (MEMO/CVM/GJU-1/Nº 133/98), onde se aponta que a não obtenção do registro de abertura de capital e a conseqüente negociação dos valores mobiliários em bolsa ou mercado de balcão no prazo de 120 dias em virtude da demora da análise do setor competente desta Autarquia, não gera o direito de recesso. Isto porque "...o que cabe é promover, ou seja, adotar as providências cabíveis e de sua iniciativa, a fim de obter o competente registro junto à CVM, para posterior negociação das ações no mercado secundário".⁽⁵⁾
15. O eminente Procurador Federal destaca que, de lege ferenda, entendo que o prazo para a substituição dos acionistas dissidentes reembolsados

deveria ser contado a partir do termo final do prazo para o exercício do direito de recesso. Isto porque não me parece razoável que se abra prazo para a substituição de acionistas, sem que se saiba ao certo se efetivamente algum acionista irá exercer este direito.

16. Em seu exame sobre a matéria, concluiu o Procurador considerando que:

- i. o prazo para a substituição dos acionistas se inicia, ex vi do § 6º, do art. 45, da Lei 6.404/76, no dia da publicação da ata da assembléia (leia-se fato gerador do direito de recesso), e que
- ii. os acionistas podem exercer tal direito no prazo de 30 (trinta) dias a se contar do mesmo fato – que, in casu, não é publicação da ata da assembléia, mas a perda do prazo para a abertura do capital (Lei nº 6.404/76, art. 223, §§ 3º e 4º), chegar-se-á à esdrúxula conclusão de que o prazo para o cumprimento do respectivo dever (substituição dos acionistas reembolsados) se inicia sem que se saiba ao certo quantos e quem exercerá tal direito, se é que alguém o fará!

17. Por essas razões, o Procurador entende que o melhor seria que o prazo se iniciasse do termo final para o exercício do direito de retirada, qual seja, o 31º dia do término do prazo constante no § 3º, do art. 223, da Lei das Sociedades por Ações. Mas, não é isto que a lei determina. Como visto, o prazo é de 120 (dias) a contar do último dia para a abertura do capital (fato gerador do recesso). Em que pese as razões de lege ferenda acima expostas, esta é a conclusão que se pode tirar pela análise dos dispositivos legais alhures mencionados.

18. Quanto ao segundo questionamento – forma para a substituição dos acionistas reembolsados – é ressaltado a ausência de regramento normativo sobre a matéria.

19. Todavia, segundo o contido no Parecer, seria aconselhável e até mesmo desejável que a venda das ações adquiridas em virtude do recesso seja feita em bolsa ou mercado de balcão. Isto porque a distribuição pública de valores mobiliários prestigia mais o princípio do disclosure, principalmente quando existe efetiva demanda dos papéis por parte dos investidores.⁽⁶⁾ Ademais, a venda pública de ações torna mais difícil a manipulação de preço, prática esta passível de punição por esta Autarquia (cf. Instrução CVM nº 08/79).

20. É destacado, também, que se poderia cogitar a aplicação analógica do artigo 9º, da Instrução CVM nº 10/80 ⁽⁷⁾, porém o entendimento mais razoável, seria a edição de norma específica sobre a matéria.

21. Quanto à questão atinente ao direito de preferência para a subscrição das ações, o entendimento manifestado foi o de que é inexistente, pois além de não haver dispositivo normativo conferindo tal direito aos acionistas remanescentes, a interpretação sistemática da Lei 6.404/76 leva cristalinamente à esta conclusão, pois o escopo do direito de preferência é o de assegurar a não diluição da participação acionária em virtude de aumento de capital, o que não ocorre na questão em comento, posto que há apenas a substituição de acionistas.

22. O Procurador encerra seu Parecer concluindo que:

- i. o prazo para a substituição dos acionistas dissidentes reembolsados é de 120 (cento e vinte) dias, contados do dies ad quem do prazo para abertura do capital (fato gerador do direito de recesso);
- ii. não há forma legalmente definida para a substituição dos acionistas que se retiraram, sendo, contudo, desejável que se faça através de venda em bolsa ou mercado de balcão, e
- iii. não há direito de preferência a ser concedido aos acionistas remanescentes.

23. O Procurador-Chefe em exercício concordou com o entendimento manifestado, ressaltando, contudo, a aplicação do art. 9º da Instrução CVM nº 10/80 na hipótese de alienação das ações objeto de reembolso, por ficarem em tesouraria.

24. Tendo tomado conhecimento do opinamento da Procuradoria Jurídica, a Superintendência de Relações com Empresas encaminhou, conforme termos do MEMO/CVM/SEP/Nº 189/02, de 25/11/02, a matéria à apreciação do Colegiado, tendo em vista a existência de dúvidas no que se refere à data a partir da qual deverá ser contado o prazo de 120 dias para a substituição das ações.

25. A SEP historia a data dos eventos, às fls. 14, conforme a seguir resumido:

- (a) a data da assembléia que aprovou o Protocolo e Justificação da cisão e incorporação é 29/12/01;
- (b) a BIOMM protocolou seu pedido de registro de companhia aberta na CVM em 29/01/02;
- (c) o mencionado pedido foi indeferido em 29/04/02, através do OFÍCIO/CVM/SEP/GEA-1/Nº 23/02, pelo não atendimento das exigências da SEP no prazo de 60 (sessenta) dias, como determina o §1º do artigo 11 da Instrução CVM nº 202/93;
- (d) os acionista dissidentes requereram seu direito de retirada dentro do prazo determinado pelo § 4º do artigo 223 da Lei 6.404/76, que expirou em 29/05/2002, e
- (e) a BIOMM efetivou o pagamento relativo ao reembolso dos acionistas dissidentes em 19/08/02, sendo esta, portanto, a data a partir da qual as ações estavam à disposição da companhia. Deve-se ressaltar, entretanto, a demora na efetivação do pagamento do reembolso por parte da companhia.

26. A SEP ressalta o fato de que a conclusão da PJU é a de que dever-se-ia contar o prazo de 120 dias para substituição das ações, a partir de 29/04/2002, data do indeferimento do pedido de registro. Desta forma, a data final para a substituição das ações seria 27/08/2002. A partir de então, o capital social da companhia deve ser reduzido no montante correspondente, cumprindo aos órgãos da administração convocar a assembléia geral, dentro de 5 (cinco) dias, para tomar conhecimento da redução (grifado), como previsto no § 6º do artigo 45 da Lei 6.404/76.

27. Todavia, ressalta a SEP, conforme expôs a PJU, esta conclusão derivou-se da interpretação da Lei, tendo em vista o conflito existente entre os artigos que dispõem a esse respeito.

28. A Superintendência de Relações com Empresas salienta os seguintes aspectos relevantes:

- a) caso seja considerada o dia seguinte à data final para a solicitação do reembolso por parte dos acionistas dissidentes - 30/05/02 - como a data a partir da qual deve ser contado o prazo de 120 dias para que a companhia possa ter conhecimento de quantas ações deverão ser substituídas, este prazo encerrou-se em 27/09/02, data em que referida consulta estava sob a análise da CVM, e

b) considerando-se 19/08/02 como início da contagem do prazo, data da efetivação do reembolso, a companhia ainda pode efetuar a substituição dos acionistas;

29. A SEP, diante da controvérsia, solicitou que a matéria fosse submetida à apreciação do Colegiado, a fim de dirimir as seguintes dúvidas:

a) A partir de qual data deve-se contar o prazo de 120 dias para substituição das ações? Data da Assembléia que aprovou o Protocolo e Justificação (29/12/2001); Data do Indeferimento do pedido de registro de companhia aberta (29/04/2002); Dia seguinte ao fim do prazo para que os acionistas requeressem seu direito de retirada (30/05/2002); ou Data da efetivação do reembolso (19/08/2002)?

b) No caso do prazo ter-se expirado, a redução do capital, como determina o § 6º do artigo 45 da Lei 6.404/76, deverá ocorrer com o cancelamento das ações ou com a redução do valor nominal das ações?

c) Qual procedimento deve ser adotado no caso do prazo para substituição ter-se expirado, tendo em vista o que dispõe o § 6º do artigo 45 da Lei 6.404/76 a respeito do prazo para a convocação de assembléia (cinco dias), para tomar conhecimento da redução de capital?

II - DECISÃO

30. No meu entendimento, dúvidas não restam de que o assunto não é de fácil interpretação. Tanto é assim que a companhia formulou consulta a esta Comissão, e a SEP – área técnica da CVM competente para examinar operações dessa natureza - após analisá-la, encaminhou-a à PJU e, em que pese o bem fundamentado Parecer da Procuradoria Jurídica encaminhado em devolução, a Superintendência de Relações com Empresas entendeu conveniente submeter a matéria à apreciação do Colegiado.

31. Nesse passo, cabe consignar a opinião de Mauro Rodrigues Penteadado acerca da Lei nº 9457/97 e a Tutela dos Direitos dos Acionistas Minoritários [\(8\)](#), no que concerne à contagem do prazo de que ora estamos tratando.

32. Segundo o autor, *quid juris* [\(9\)](#) quanto ao prazo, e se a companhia sucessora não obtiver registro na CVM no prazo de 120 dias?

Não há solução precisa na lei, e muito menos que tutele claramente o direito do acionista dissidente, uma vez que o § 4º do art. 223 limita-se a dispor que "o descumprimento do previsto no parágrafo anterior dará ao acionista o direito de retirar-se da companhia, mediante o reembolso do valor das suas ações (art. 45), nos 30 dias seguintes ao prazo nele referido, observado o disposto nos §§ 1º e 4º do art. 137" (grifos do autor).

E o § 3º do art. 223 estabelece que o registro da companhia sucessora obedecerá "as normas pertinentes baixadas pela Comissão de Valores Mobiliários".

O termo "nele", grifado no § 4º, por certo se refere ao "parágrafo anterior", que fixa o prazo de 120 dias para registro na CVM (e não ao "art. 45"); e a remissão confusa, aos §§ 1º e 4º do art. 137 restringe-se às condições de exercício do direito e à natureza decadencial do prazo, mas não ao prazo em si, tal como figura naquele artigo (inc. III, trinta dias da publicação da ata).

Sim, porque se da ata da assembléia geral constar que da cisão resultará nova companhia aberta, ou que parte do patrimônio da sociedade cindida será vertido a companhia fechada cujo capital será aberto, não terá o acionista, desde logo, direito de retirada, o que afasta a interpretação de que deva ele formular o pedido correspondente 30 dias a partir da publicação da ata. Tal direito só exsurgirá se a companhia sucessora, preexistente ou não, deixar de obter o registro na CVM, no prazo de 120 dias a contar da aprovação da operação de cisão. Mas como tomará o acionista conhecimento do fato de que a nova companhia, ou a sociedade preexistente, não obteve registro naquele prazo?

*A questão não oferece dificuldades se a cisão for parcial, com a subsistência de companhia aberta cindida. Nesta hipótese, indubitavelmente, cabe à sociedade por ações aberta, cindida, que verteu parte de seu patrimônio a outra companhia, fechada (pois não registrada naqueles quatro meses), dar ampla publicidade a comunicado de **fato relevante** (grifo do autor), consistente na **não-obtenção** (grifo do autor) de registro na CVM, avisando que se abre para eles, a partir de então, o prazo de trinta dias para efetuar o pedido de retirada mediante o reembolso do valor de suas ações. Pois só da publicação deste comunicado pode fluir o trintídio legal para o exercício do direito de retirada, pela suficiente razão de que, enquanto não consumado o registro da companhia sucessora, o acionista continua a ser acionista da companhia aberta cindida, uma vez que a permuta de ações a que se refere o § 5º do art. 229 nesse caso é feita 'sub condicione' consistente no registro pela CVM da companhia sucessora.*

33. O eminente autor finaliza suas considerações sobre o tema, *observando que a interpretação acima ensaiada é até construtiva, procurando dar solução equânime ao problema que a Lei nº 9457/97 não resolveu; pois, a rigor, a impossibilidade de registro, no prazo de 120 dias, deve importar na convocação de assembléia geral de acionistas, para reapreciar, reconsiderando ou ratificando, em novas bases a operação.*

34. Do confronto dos dispositivos que geraram a presente controvérsia, § 6º do art. 45 e o § 4º do art. 223 – ambos da Lei nº 6.404/76, a PJU entendeu que o prazo para a substituição dos acionistas dissidentes reembolsados é de 120 (cento e vinte) dias, contados do *dies ad quem* do prazo para abertura do capital (fato gerador do direito de recesso), aplicando-se a regra *constante no art. 223 à regra geral do artigo 45 (fls. 8)*.

35. Entretanto, conforme exposto pela PJU, essa conclusão derivou-se da interpretação da Lei, tendo em vista o conflito existente entre os artigos que dispõem a esse respeito.

36. No caso que ora estamos analisando, a cisão da companhia aberta BIOBRÁS S.A. deu-se na AGE realizada em 29 de dezembro de 2001, ocasião em que foi aprovado o Protocolo e Justificação da cisão e incorporação, quando que foi deliberada a cisão da empresa, tendo sido parte do seu patrimônio vertido para a BIOMM S.A..

37. À época dos fatos, a BIOMM não estava registrada nesta Comissão na condição de companhia aberta; portanto, como a cisão envolveu companhia aberta – a BIOBRÁS – segundo o disposto no § 3º do art. 223 da Lei nº 6.404/76, a sociedade que a sucedeu (BIOMM) será também aberta, devendo obter o respectivo registro e, se for o caso, promover a admissão de negociação das novas ações no mercado secundário, no prazo máximo de 120 (cento e vinte) dias, contados da data da assembléia geral que aprovou a operação. O § 4º do mesmo artigo estabelece que o descumprimento do previsto no § 3º dará ao acionista direito de retirar-se da companhia, mediante reembolso do valor de suas ações (art. 45), nos 30 (trinta) dias seguintes ao término do prazo nele referido, observado o disposto nos §§ 1º e 4º do art. 137.

38. A BIOMM solicitou o registro de companhia aberta junto à CVM, no dia 28 de janeiro de 2002. Todavia, por não ter atendido satisfatoriamente às exigências requeridas na Instrução CVM nº 202/93, teve seu pleito indeferido, em 29/04/02.

39. Por conseguinte, os acionistas que quisessem requerer o direito de retirada poderiam fazê-lo até o dia 29 de maio de 2002 (120 dias + 30 dias, contados a partir de 29.12.2001), data do encerramento do direito de dissidência estabelecido no artigo § 4º do art. 223 da Lei nº 6.404/76.

40. Em 19/08/2002, conforme informação da SEP (fls. 14), a BIOMM efetivou o pagamento referente ao reembolso dos acionistas dissidentes. A Superintendência de Relações com Empresas entende que, apesar da demora no pagamento do reembolso, esta é **a data a partir da qual as ações estavam à disposição da companhia** (grifo nosso).

41. No critério sugerido pelo Parecer da PJU, a data final para a substituição das ações seria o dia 27/09/2002 (1 dia + 120 dias contados a partir de 30/05/2002, pois a data do indeferimento do registro foi 29/04/2002). A SEP informa que nessa data (27/09/2002), a aludida consulta estava em análise nesta CVM.

42. Estou de acordo com o Parecer elaborado pela Procuradoria Jurídica quanto à questão da data da substituição das ações.

43. Com efeito, entendo que a inteligência da matéria foi tratada com a razoabilidade e o bom senso que o assunto merece. E tudo, absolutamente dentro dos limites da lei. Ressalto, na oportunidade, que as questões que não estão definidas com precisão, minúcia e clareza no nosso ordenamento jurídico, devem ser tratadas pela CVM com cautela, evitando-se causar embaraços à atuação do administrado.

44. Dessa forma, independente do fato de que o assunto estava sob análise da SEP na data-limite para a substituição (27/09/2002), concordo com o procedimento sugerido pela PJU.

45. No que diz respeito à eventual recolocação das ações em circulação, divirjo do Procurador-Chefe, em exercício, quanto à obrigatoriedade da aplicação do disposto no art. 9º da Instrução CVM nº 10/80, por falta de amparo legal, pois não existe regramento específico sobre o tema.

46. Na minha opinião, a referida norma, que dispõe sobre a aquisição por companhias abertas de ações de sua própria emissão, para cancelamento ou permanência em tesouraria, e respectiva alienação regula aquisição **voluntária** de ações; o caso que ora tratamos, refere-se à hipótese de dissidência, que é **obrigatória**. Todavia, entendo que o princípio ali previsto deva ser aplicado, como bem colocou o Procurador que elaborou o Parecer: *seria aconselhável e até mesmo desejável que a venda das ações adquiridas em virtude do recesso seja feita em bolsa*.

47. A meu sentir, o princípio do *full and fair disclosure* deve nortear as negociações com valores mobiliários; as operações em bolsa propiciam a transparência adequada e possibilitam a interferência de terceiros, além de dificultar a ocorrência de manipulação no preço dos títulos, ao contrário do que ocorre em uma negociação privada.

48. Pelas razões expostas, entendo que a recolocação das ações no mercado através de operação privada deve ser evitada, sendo recomendável que tal negociação seja realizada em bolsa, pois a companhia tem registro para operar em bolsa.

49. Quanto à obrigatoriedade de concessão do direito de preferência, concordo integralmente com a opinião esposada pela Procuradoria Jurídica, nada tendo a acrescentar, pois a finalidade daquele direito é o de assegurar a não diluição da participação acionária em virtude de aumento de capital, o que não ocorre na questão que ora estamos tratando, visto que há apenas a substituição de acionistas.

50. Finalmente, entendo que o prazo a que se refere o § 6º do art. 45 da Lei nº 6.404/76, por óbvio, expirou-se, devendo a companhia adotar as providências cabíveis ali estabelecidas.

É o meu voto.

Rio de Janeiro, 8 de janeiro de 2003

WLADIMIR CASTELO BRANCO CASTRO

DIRETOR – RELATOR

[\(1\)](#) Art. 223

§ 3º Se a incorporação, fusão ou cisão envolverem companhia aberta, as sociedades que a sucederem serão também abertas, devendo obter o respectivo registro e, se for o caso, promover a admissão de negociação das novas ações no mercado secundário, no prazo máximo de cento e vinte dias, contados da data da assembléia-geral que aprovou a operação, observando as normas pertinentes baixadas pela Comissão de Valores Mobiliários.

[\(2\)](#) Art.45

§ 6º Se, no prazo de 120 (cento e vinte) dias, a contar da data da publicação da ata da assembléia, não forem substituídos os acionistas cujas ações tenham sido reembolsadas à conta do capital social, este considerará-se-á reduzido no montante correspondente, cumprindo aos órgãos da administração convocar a assembléia geral, dentro de 5 (cinco) dias, para tomar conhecimento daquela redução.

[\(3\)](#) Termo inicial

[\(4\)](#) Reforma das S.A. e do Mercado de Capitais – Rio de Janeiro: Renovar, 1997, p. 76

[\(5\)](#) MEMO/CVM/GJU-1/Nº 133/98, p. 2.

[\(6\)](#) EIZIRIK, Nelson *in Aspectos Modernos de Direito Societário*. Rio de Janeiro, Renovar, 1992, p. 48.

[\(7\)](#) Art. 9º - A aquisição de ações, para cancelamento ou permanência em tesouraria, **e a respectiva alienação** serão efetuadas em **bolsa**, salvo se a companhia só tiver registro para negociar em mercado de balcão, vedadas as operações privadas.

[\(8\)](#) Reforma da Lei das Sociedades por Ações – Ed. Pioneira 1998 - págs. 48/50

[\(9\)](#) Onde é o direito? Qual a solução do direito?