

Assunto: Consulta sobre oferta pública de aquisição de bônus de subscrição.

Interessada: Minerva SA

Diretor-Relator: Eli Loria

RELATÓRIO

Trata-se de consulta (fls.02/11) formulada em 27/01/11 por Minerva SA ("Consulente", "Companhia" ou "Minerva") sobre oferta pública de aquisição de bônus de subscrição em ações de sua emissão. A PTE concedeu, a pedido, tratamento confidencial posteriormente confirmado pelo Colegiado em reunião realizada em 02/02/11 (fls.14). A empresa protocolou complemento à consulta em 03/05/11.

Em 07/02/11, a Superintendência de Relações com Empresas – SEP questionou a Companhia a respeito de oscilações atípicas na quantidade de bônus de subscrição de sua emissão negociadas na bolsa (fls.15). A Companhia respondeu em 11/02/11 (fls.17/19) no sentido de que o ativo possui baixa liquidez e que, no seu entender, as negociações não caracterizavam oscilação atípica.

A consulta foi apreciada pela SEP que, de início, informa ter a própria Companhia transacionado em torno de 90% do volume observado em 19/11/10 e 21/01/11 e que segue apurando a possível infração aos arts. 8º[1] e 11[2] da Instrução CVM nº 10/80 e ao art. 13[3] da Instrução CVM nº 358/02 (MEMO/CVM/SEP/GEA-2/N.º023/2011, de 18/02/11 -fls.28/36). Posteriormente a Superintendência de Registro de Valores Mobiliários – SRE (fls.39/41) se manifestou e encaminhou os autos para o Colegiado. Foi sorteado como relator na reunião de Colegiado realizada em 19/04/11.

Conforme seu relato, a Minerva é controlada pela VDQ Holdings SA ("Controladora" ou "VDQ") que possui 67,5% das ações da Companhia. Em setembro de 2009 a Companhia aumentou capital em R\$159 milhões e emitiu 30.000.000 ações ordinárias (BEEF3) colocadas privadamente e, como vantagem adicional, emitiu bônus de subscrição em igual proporção às ações emitidas. Tais bônus podem ser convertidos em ações até 01/09/11 ao preço de R\$5,30 por ação e são negociados na BM&FBovespa sob o código BEEF11. A VDQ detém 70,3% dos bônus de subscrição.

A Companhia, objetivando a gradual redução do seu nível de endividamento, pretende realizar uma oferta pública de debêntures obrigatoriamente conversíveis em ações estimada em R\$350 milhões, com exclusão do direito de preferência aos atuais acionistas, direcionando 70% dos recursos captados para pagamento de dívidas, 10% para capital de giro e 20% para a recompra integral dos bônus de subscrição, para cancelamento, por intermédio de oferta pública de aquisição que seria anunciada concomitantemente com a oferta das debêntures.

Segue a Consulente argumentando que realizar a emissão de debêntures sem resgatar os bônus de subscrição em circulação no mercado importaria diluição punitiva e adicional a atual base de acionistas, a um preço também depreciado. Ademais, implicaria na diminuição do tamanho da emissão o que poderia inviabilizá-la. Por outro lado, a expectativa da Companhia é que os bônus de subscrição sejam substancialmente exercidos em data próxima ao término do prazo para seu exercício, 01/09/11, e "haveria uma diluição a um valor muito abaixo do valor intrínseco da Companhia".

A seguir a Consulente apresenta uma comparação do custo de capital da conversão dos Bônus de Subscrição com o custo de capital estimado da distribuição de debêntures conversíveis, buscando demonstrar o benefício auferido pela Companhia e seus acionistas.

A Companhia pretende obter desta CVM a confirmação de seu entendimento de que (1) a OPA proposta pode ser estendida a todos os detentores dos bônus de subscrição, indistintamente, inclusive ao acionista controlador, VDQ, e (2) de que pode realizar a OPA com o pagamento do valor econômico dos bônus de subscrição contendo um eventual prêmio sobre seu valor de mercado.

As razões da Companhia se prendem ao fato de que a Instrução CVM nº 361/02 que regula as ofertas públicas de aquisição de ações de companhia aberta não restringe a aquisição pela companhia de ações do acionista controlador. Por outro lado, a Consulente entende que a tal aquisição não se aplicaria a vedação do art.2º[4] , d, da Instrução CVM nº 10/80, pois se houvesse qualquer proibição, a própria Instrução CVM nº 361/02 conteria tal dispositivo ou teria feito uma referência à Instrução CVM nº 10/80.

Segue argumentando que em um programa de recompra, os preços podem variar de acordo com a divulgação de informações da Companhia, às quais o controlador poderá ter acesso anteriormente ao mercado, o que motiva a proibição contida na Instrução CVM nº 10/80. Já a Instrução CVM nº 361/02 abrange ofertas públicas de aquisição, realizadas a um preço fixo e único que, no caso concreto, será baseado em um laudo de avaliação elaborado por instituição independente e aprovado pelo Conselho de Administração da Companhia.

Quanto à restrição de aquisição de ações do controlador (art. 2º, "d" da Instrução CVM nº 10/80), entende que a mesma deve ser imposta apenas em casos em que a aquisição de ações detidas pelo controlador crie uma situação de privilégio perante a comunidade acionária, mas deve ser afastada quando há o tratamento isonômico aos acionistas de uma mesma classe, como na OPA Proposta.

Ademais, a Consulente entende o tratamento isonômico como obrigatório citando o disposto no art. 4º [5] , incisos I e II, da Instrução CVM nº 361/02 e art. 109[6] da lei societária, entendendo que a Instrução CVM nº 361 exige que todos os acionistas possam vender seus Bônus de Subscrição na OPA e, portanto, que a proibição da compra dos direitos da Controladora descumpriria a norma.

A Companhia considera, ainda, que o pagamento de prêmio sobre o valor de mercado dos Bônus de Subscrição é permitido como proposto, uma vez que seu valor será baseado em laudo de avaliação, conforme art. 8º da Instrução CVM nº 361[7] , sendo inaplicável a restrição art. 12 [8] da Instrução CVM nº 10/80 uma vez que este normativo não se aplica às operações amparadas pela Instrução CVM nº361/02.

Por fim, a Companhia argumenta que a não permissão da CVM para a realização da OPA resultaria em uma diluição adicional e excessiva, prejudicando os acionistas minoritários e solicita que esta consulta seja apreciada em regime de urgência e que a CVM publique sua resposta o mais breve possível.

Manifestação da SEP

A SEP, de início, discorre acerca da inaplicabilidade da Instrução CVM nº 10/80 às OPAs para cancelamento de registro, lembrando que o §4º do art. 4º da LSA[9] restringe a abrangência da oferta pública ao total de ações em circulação no mercado e, portanto, as ações detidas pelo acionista controlador não podem ser objeto da OPA para cancelamento de registro.

Segue a área técnica comentando que a aquisição para exercício dos Bônus não seria possível visto que a Companhia não pode ser sua própria acionista e que a aquisição para manutenção em tesouraria sujeita-se à Instrução CVM nº 10/80, ressaltando a proibição de aquisição das Ações/Bônus do acionista controlador (art. 2º, "d") e o limite de 10% de títulos em circulação no mercado a serem mantidos em tesouraria (art. 3º).

Assim, a SEP entendeu que a operação pretendida pela Companhia se enquadraria como uma OPA Voluntária para cancelamento dos Bônus, mas, no

entanto, como a oferta pretendida não se destina ao cancelamento de registro de companhia aberta, que a mesma se enquadra na regra disposta no art. 30 da LSA, não se regendo pelo §4º do art. 4º, solicitando, ao fim, a manifestação da SRE. Ressaltou, ainda, no despacho à fl. 36, que, caso a Instrução CVM nº361/02 se aplique à operação pretendida (com os bônus de subscrição), à ela **não** se aplicaria a Instrução CVM nº10/80.

Manifestação da SRE

A SRE, por seu turno, entende que a Companhia pode optar por seguir os procedimentos previstos na Instrução CVM nº 10/80 ou na Instrução CVM nº 361/02, o que julgar mais conveniente.

A área técnica concluiu que a Consultante, no caso de optar pelos procedimentos de OPA previstos na Instrução CVM nº 361/02, deverá submeter-se às restrições impostas pela norma ao ofertante que formule OPA para aquisição de suas próprias ações.

É o relatório.

VOTO

Apresentarei o voto comentando, de início, a alteração da lei societária promovida em 2001, em especial a introdução do § 4º ao art. 4º, que criou a possibilidade da própria companhia emissora das ações formular oferta pública para adquirir a totalidade das ações em circulação no mercado no âmbito do cancelamento de registro de uma companhia aberta. A seguir comentarei a Instrução CVM nº 361/02 e a Instrução CVM nº 10/80 para concluir pela possibilidade de realizar-se a operação objeto da consulta.

É fato que originalmente a lei societária não tratava do cancelamento do registro de companhia aberta, cabendo à CVM regulamentar a matéria, nos termos do art. 21, § 6º, [I\[10\]](#), da Lei nº 6.385/76. Note-se que no âmbito desse tipo de operação, desde o primeiro normativo, Instrução CVM nº 03/78, a CVM entendeu ser o acionista controlador o ofertante, exigindo-se a aprovação de parcela substancial dos acionistas minoritários, variando, ao longo do tempo, o percentual e a forma de contagem daqueles acionistas que não se manifestavam no curso da oferta.

Entretanto, na década de 90 acentuou-se o fenômeno chamado no jargão do mercado de "fechamento branco", ou seja, o enxugamento da liquidez com a compra de ações no mercado pelo acionista controlador que, só então, propunha a oferta pública de cancelamento do registro da companhia aberta.

Tal fenômeno levou o legislador no âmbito da reforma de 2001 (Lei nº 10.303/01) a introduzir, dentre outras alterações [\[11\]](#), a necessidade de realização de oferta pública obrigatória para fechamento de capital de companhia aberta (art. 4º, §§ 4º e 5º, e art. 4-A), a preço justo, sendo também introduzida a possibilidade da própria companhia emissora realizar a oferta para cancelamento do registro de companhia aberta, bem como a possibilidade de titulares de pelo menos 10% das ações em circulação no mercado requererem nova avaliação [\[12\]](#).

Assim, em 2002, a CVM editou a Instrução CVM nº 361/02 trazendo a possibilidade de a companhia emissora realizar a oferta pública de cancelamento de seu próprio registro de companhia aberta sem que, entretanto, fosse alterada a Instrução CVM nº 10/80, o que foi objeto de críticas da doutrina [\[13\]](#).

Cabe, portanto, verificar-se a compatibilidade dos arts. 4º e 30 da lei societária bem como dos dispositivos das Instruções CVM nº 10/80 e 361/02.

Como bem apontado pela Companhia, com a concordância da SEP e da SRE, o art. 30 [\[14\]](#) da LSA se aplica, no que couber, a bônus de subscrição por força do parágrafo único do art. 78 [\[15\]](#) da mesma lei, lembrando que as Seções V a VII do Capítulo III abrangem os arts. 11 a 40.

Note-se, como já observado pela doutrina, que a permissão do § 4º do art. 4º da LSA não implica em uma autorização para que a companhia possa adquirir suas próprias ações em qualquer hipótese, sem observar qualquer limite [\[16\]](#). Continuam em vigor os limites do art. 30 da mesma lei e, também seu § 2º [\[17\]](#) que determina a obediência às normas expedidas pela CVM e a possibilidade de ser exigida prévia autorização em cada caso.

Certo que a CVM, pelos poderes conferidos pelo art. 22, § 1º, III [\[18\]](#), da Lei nº 6.385/76, e pelo art. 30, § 2º, da Lei nº 6.404/76, e também, após 2001, pelo art. 4º-A, § 4º [\[19\]](#), da mesma lei, regulamenta a matéria e sua disciplina baliza as concessões pontuais à regra geral da não negociação com as próprias ações pelas companhias.

Aqui relembro que a aquisição de ações de sua própria emissão pela companhia é exceção e que o *caput* do art. 30 [\[20\]](#) da Lei nº 6.404/76 é um comando legal restritivo [\[21\]](#) e assim deve ser interpretado, sendo sabido que a preocupação central do legislador é a manutenção da integridade e intangibilidade do capital social, de forma a evitar prejudicar os acionistas da companhia e seus eventuais credores, bem como proteger os investidores da ocorrência de manipulação nos preços das ações [\[22\]](#).

Assim, na hipótese de uma operação de cancelamento de registro de companhia aberta, por determinação legal (art. 4º, § 4º, da LSA), a oferta pública deverá abranger o total de ações em circulação no mercado [\[23\]](#) e, portanto, não poderá ser dirigida ao acionista controlador, regendo-se pela Instrução CVM nº 361/02 e Instrução CVM nº 480/09, arts. 47 a 51.

Ademais, caso a ofertante seja a própria companhia emissora, aplica-se o limite do art. 30, § 1º, "b", da lei societária quanto ao valor do saldo de lucros ou reservas, exceto a legal, e a impossibilidade de diminuição do capital social e, assim, a Instrução CVM nº 361/02 é lida em conjunto com a Instrução CVM nº 10/80, reconhecendo, entretanto, que alguns de seus dispositivos são inaplicáveis à hipótese. Em verdade, as Instruções são complementares.

Assim, para tornar viável uma oferta para cancelamento de registro pela própria companhia emissora, de plano considero inaplicável o limite quantitativo de ações do art. 3º [\[24\]](#) da Instrução CVM nº 10/80 uma vez que a oferta, por determinação legal, alcança a totalidade das ações em circulação e a Instrução CVM nº 361/02 traz a solução em seu art. 16, parágrafo único, transcrito abaixo:

"Parágrafo único. Sem prejuízo das restrições legais aplicáveis, quando a OPA para cancelamento de registro for efetuada pela própria companhia, os limites de negociação com as próprias ações estabelecidos pela CVM em regulamentação própria somente incidirão caso não seja alcançado o requisito de aceitação do inciso II deste artigo, observando-se ainda, neste caso, o limite de que trata o inciso I do art. 15." ("grifei").

Tal comando implica que, no âmbito de uma oferta pública de cancelamento de registro de companhia aberta em que a própria emissora é a ofertante, no caso de acionistas titulares de mais de 2/3 das ações em circulação não aceitarem a proposta ou não concordarem expressamente com o cancelamento do registro, a companhia poderá adquirir até 1/3 das ações em circulação da mesma espécie e classe, procedendo-se ao rateio entre os aceitantes.

Dessa forma, restará ultrapassado o limite fixado pela Instrução CVM nº 10/80, com a redação dada pela Instrução CVM nº 268/97, de 10% de cada classe de ações que podem ser mantidas em tesouraria.

Ademais, a lei societária (art. 4º) obriga a realização da oferta a preço justo o que configura, no meu entender, ser inaplicável a obrigação de que a aquisição das ações seja realizada a preço não superior ao de mercado (art. 12 [\[25\]](#) da Instrução CVM nº 10/80). Nesse caso, a lei societária ao

estabelecer a obrigatoriedade da avaliação de preço mediante a elaboração de laudo, bem como ao permitir a sua contestação pelos minoritários titulares de, no mínimo, 10% das ações em circulação no mercado, afasta a preocupação com a formação do preço.

Lembro que a Instrução CVM nº 361/02, refletindo o dispositivo legal, obriga que uma OPA formulada pela própria companhia seja instruída com laudo de avaliação da companhia objeto (art.4º, VI[26] e art. 8º), elaborado por instituição especializada, nos termos do art. 8º, § 1º[27], bem como a aquisição obrigatória das ações remanescentes, pelo prazo de 3 meses, caso a companhia adquira mais de 2/3 (dois terços) das ações de uma mesma espécie e classe em circulação (art.10, § 2º[28]).

Anoto, ainda, que as operações de compra de ações para tesouraria são empregadas pelas companhias, dentro dos limites legais, como estratégia de estabilidade de preço ou como forma de adquirir ações para atender programas de incentivo a empregados [29]. Tais operações devem sempre ser realizadas no interesse da companhia emissora e não devem servir para enxugamento de liquidez, sob pena de configurar modalidade de exercício abusivo de poder por parte do acionista controlador, nos termos do art. 117[30] da lei societária.

Entendo que a aquisição de bônus de subscrição pela própria companhia emissora no âmbito de uma oferta pública, nos termos do art. 4º da lei societária e da Instrução CVM nº 361/02, pode ser efetivada para cancelamento de registro e está sujeita ao limite das reservas disponíveis do art. 30 da mesma lei, conforme explicitado pelo art. 7º[31] da Instrução CVM nº 10/80.

Neste ponto, anoto que, ressalvada a hipótese de alienação em bolsa das sobras de ações não subscritas, a Instrução CVM nº 10/80, em seu art. 6º [32], veda às companhias negociar com direitos de subscrição relativos às ações de sua própria emissão, títulos similares aos bônus de subscrição.

Nesse aspecto o Colegiado da CVM já se manifestou, em 04/11/03, no âmbito de consulta formulada pelo Banco do Brasil S.A. (Processo CVM nº RJ2003/11177), a respeito da possibilidade da aquisição de bônus de subscrição para a tesouraria do próprio emissor. O Colegiado acompanhou o voto apresentado pelo Diretor-Relator Luiz Antonio de Sampaio Campos, no sentido de não se aplicar o art. 6º da Instrução CVM nº 10/80 ao caso, concluindo que "...a aquisição de bônus de subscrição no mercado secundário pode fazer, do ponto de vista da companhia, segundo as circunstâncias, tanto ou mais sentido do que a aquisição de ações, conforme o preço de exercício e eventuais restrições à companhia que eles possam trazer e não vejo qualquer razão para não ser permitido, **desde que obedecidas as condições gerais previstas na Instrução CVM nº 10/80**" (grifei).

Em resumo, a alteração, em 2001, da lei societária, com a introdução da possibilidade de aquisição de ações pela própria companhia emissora, quando do cancelamento de registro de companhia aberta, deve ser interpretada de forma sistemática com o disposto no art. 30, que, conforme seu *caput* determina que "A companhia não poderá negociar com as próprias ações", norma restritiva que não deve ser interpretada de forma ampliativa.

No meu entender a companhia emissora poderá formular OPA nas hipóteses admitidas em lei, o que está reconhecido no art. 4º, § 3º, *in fine*[33], da Instrução CVM nº 361/02. No caso, uma vez que a consulta formulada não envolve o cancelamento do registro da companhia aberta, a aquisição de bônus de subscrição, pela própria companhia emissora, para cancelamento, se rege pelo art. 30 da lei societária, aplicável por força do art. 78, parágrafo único, ambos da lei societária, e pela Instrução CVM nº 10/80.

Dessa forma, como já decidido pelo Colegiado em 2003, é possível a aquisição de bônus de subscrição pela própria companhia emissora para cancelamento ou manutenção em tesouraria, nos termos e condições gerais da Instrução CVM nº 10/80.

Sabe-se que a companhia deve realizar as operações em bolsa a preços de mercado, respeitando o limite que pode ser mantido em tesouraria previsto no art. 3º da Instrução CVM nº 10/80, ainda que a CVM possa, em casos especiais e plenamente circunstanciados, autorizar, previamente, operações da companhia com as próprias ações ou bônus de subscrição que não se ajustem às normas da mesma Instrução, a exceção de seu art. 2º, por força do art. 23[34].

Assim, nada impede que uma companhia solicite **previamente** à CVM exceção no que se refere ao procedimento de compra, nos termos do citado art. 23, podendo pretender realizá-lo, por exemplo, por meio de uma oferta pública dirigida aos detentores dos valores mobiliários de sua emissão com o pagamento de prêmio, em exceção ao disposto no art. 12 da Instrução CVM nº 10/80, aplicando-se, subsidiariamente, o disposto das regras que regem as OPAs voluntárias de aquisição de ações, podendo ser consideradas exceções nos termos do art. 34 da Instrução CVM nº 361/02, a vista do caso concreto, como, por exemplo, a seus arts. 10 e 15.

Certo que mesmo sendo autorizadas tais exceções, os limites das reservas do art. 2º, "b", da Instrução CVM nº 10/80, devem obrigatoriamente ser respeitados. Resta verificar a vedação de aquisição de bônus de subscrição pertencentes ao acionista controlador contida no art. 2º, "d", vedação esta, aliás, que o Colegiado entendeu não poder ser afastada, consoante o disposto no art. 23.

Nesse ponto, entendo que tal vedação caracteriza um controle *ex-ante*, uma presunção de conflito de interesses. No entanto, tal presunção se refere a operações no mercado e tem por objetivo "evitar o surgimento de situações de privilégio perante a comunidade acionária", como dito na Nota Explicativa nº 16/80 à Instrução CVM nº 10/80. No caso presente, diferentemente, a oferta pública iguala todos os detentores de bônus de subscrição, inclusive no pagamento do prêmio, e será efetivada em uma determinada data, não interferindo com as negociações dos bônus de subscrição no mercado.

Por outro lado, lembro, de passagem, que nossa lei societária não exige capital mínimo para as sociedades por ações tal como explicitado em sua Exposição de Motivos, entendendo não haver interesse em limitar arbitrariamente a utilização da forma de companhia a qual oferece maior proteção ao crédito devido à publicidade dos atos societários e das demonstrações financeiras.

No entanto, pode ser imputada ao administrador a responsabilidade pelos débitos sociais no caso de insuficiente capitalização da empresa, já que tal ato constituiria um risco criado deliberadamente contra terceiros.

Lembro, de passagem, que a Lei nº 12.249/09 (conversão da MP nº 472/09) contém regras de subcapitalização e restringe a dedução, no caso de empréstimos entre empresas vinculadas, de encargos financeiros para fins fiscais.

Ademais, consoante o disposto no art. 116, parágrafo único, da lei societária, cabe ao acionista controlador usar seu poder para que a companhia realize seu objeto, tendo responsabilidades também para com terceiros que não os acionistas, por exemplo, trabalhadores, credores, fornecedores e consumidores, além da comunidade em que atua. Dos credores destacam-se os debenturistas, em especial aqueles detentores de debêntures conversíveis em ações.

Cabe à CVM apurar o exercício abusivo do poder de controle em suas diversas modalidades, por determinação legal de proteger os investidores contra atos ilegais de administradores e acionistas controladores das companhias abertas (art. 4º, IV, "b", 1ª parte, Lei nº 6.385/76).

No caso, fica evidente a necessidade da ampla divulgação da operação pretendida não só na publicação do edital da oferta pública de aquisição, mas, também, no prospecto e anúncios referentes à distribuição pública de debêntures conversíveis em ações como mencionada na consulta. Cabe à área técnica verificar, como de praxe, os procedimentos da distribuição pública uma vez que será excluído o direito de preferência dos atuais acionistas.

Em resumo, entendo que a operação pretendida pode ser realizada desde que solicitada previamente à CVM, respeitadas as regras gerais da Instrução

CVM nº 10/80 e da Instrução CVM nº 361/02, podendo ser consideradas exceções nos termos de seus art. 23 e art. 34, respectivamente, dada a especificidade da mesma.

É como voto.

Rio de Janeiro, 14 de junho de 2011.

Eli Loria

Diretor

[1] "Art. 8º A deliberação do conselho de administração que autorizar a aquisição ou alienação de ações da companhia deverá especificar, conforme o caso:

- a) o objetivo da companhia na operação;
- b) a quantidade de ações a serem adquiridas ou alienadas;
- c) o prazo máximo para a realização das operações autorizadas, que não poderá exceder a 365 (trezentos e sessenta e cinco) dias;
- d) a quantidade de ações em circulação no mercado, conforme definição desta Instrução;
- e) nome e endereço das instituições financeiras que atuarão como intermediárias."

[2] "Art. 11. A deliberação do conselho de administração que autorizar a aquisição de ações, para cancelamento ou permanência em tesouraria, ou a respectiva alienação será comunicada, de imediato, à Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e à bolsa de valores onde forem negociados os títulos da companhia, acompanhada da cópia da respectiva ata."

[3] "Art. 13. **Antes da divulgação ao mercado de ato ou fato relevante ocorrido nos negócios da companhia, é vedada a negociação com valores mobiliários de sua emissão, ou a eles referenciados, pela própria companhia aberta**, pelos acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, ou por quem quer que, em virtude de seu cargo, função ou posição na companhia aberta, sua controladora, suas controladas ou coligadas, tenha conhecimento da informação relativa ao ato ou fato relevante." (grifei)

[4] "Art. 2º A aquisição, de modo direto ou indireto, de ações de emissão da companhia, para permanência em tesouraria ou cancelamento, é vedada quando:

- a) importar diminuição do capital social;
- b) requerer a utilização de recursos superiores ao saldo de lucros ou reservas disponíveis, constantes do último balanço;
- c) criar por ação ou omissão, direta ou indiretamente, condições artificiais de demanda, oferta ou preço das ações ou envolver práticas não eqüitativas;
- d) tiver por objeto ações não integralizadas ou pertencentes ao acionista controlador;
- e) estiver em curso oferta pública de aquisição de suas ações."

[5] "Art. 4º. Na realização de uma OPA deverão ser observados os seguintes princípios:

I – a OPA será sempre dirigida indistintamente aos titulares de ações da mesma espécie e classe daquelas que sejam objeto da OPA, assegurado o rateio entre os aceitantes de OPA parcial;

II – a OPA será realizada de maneira a assegurar tratamento eqüitativo aos destinatários, permitir-lhes a adequada informação quanto à companhia objeto e ao ofertante, e dotá-los dos elementos necessários à tomada de uma decisão refletida e independente quanto à aceitação da OPA; "

[6] "§ 1º As ações de cada classe conferirão iguais direitos aos seus titulares."

[7] "Art. 8º. Sempre que se tratar de OPA formulada pela própria companhia, pelo acionista controlador ou por pessoa a ele vinculada, ou ainda por administrador ou pessoa a ele vinculada, será elaborado laudo de avaliação da companhia objeto, exceto no caso de OPA por alienação de controle."

[8] "Art. 12. O preço de aquisição das ações não poderá ser superior ao valor de mercado."

[9] "Art 4º.

...

§ 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."

[10] "§ 6º - Compete à Comissão expedir normas para a execução do disposto neste artigo, especificando:

I - casos em que os registros podem ser dispensados, recusados, suspensos ou **cancelados**" (grifei)

[11] A edição da Lei nº 10.303/01 levou à alteração da regulamentação do cancelamento de registro de companhia aberta, do aumento de participação do acionista controlador e da alienação de controle de companhia aberta.

[12] Ver Costa e Silva, Francisco da e Martins Neto, Carlos. A utilização do instituto da incorporação de ações como forma de burlar a exigência legal de OPA para fechamento de capital. Revista Semestral de Direito Empresarial – RSDE n° 1, jul/dez 2007, pp. 3-45.

[13] Tal inovação foi criticada pela doutrina considerando-se que o interesse em cancelar o registro de companhia aberta é do controlador e não da própria companhia. A não alteração do art. 30 da LSA e da Instrução 10/80 também foi objeto de críticas. Ver SIQUEIRA, Carlos Augusto Junqueira de. *Fechamento de capital: oferta pública de aquisição de ações e outras modalidades*. Ribeirão Preto: Migalhas, 2010 e CARVALHOSA, Modesto e EIZIRICK, Nelson. *A nova lei das S/A*. São Paulo: Saraiva, 2002.

[14] "Art. 30. A companhia não poderá negociar com as próprias ações.

§ 1º Nessa proibição não se compreendem:

a) as operações de resgate, reembolso ou amortização previstas em lei;

b) a aquisição, para permanência em tesouraria ou cancelamento, desde que até o valor do saldo de lucros ou reservas, exceto a legal, e sem diminuição do capital social, ou por doação;

c) a alienação das ações adquiridas nos termos da alínea b e mantidas em tesouraria;

d) a compra quando, resolvida a redução do capital mediante restituição, em dinheiro, de parte do valor das ações, o preço destas em bolsa for inferior ou igual à importância que deve ser restituída.

§ 2º A aquisição das próprias ações pela companhia aberta obedecerá, sob pena de nulidade, às normas expedidas pela Comissão de Valores Mobiliários, que poderá subordiná-la à prévia autorização em cada caso."

[15] "Art. 78. Os bônus de subscrição terão a forma nominativa.

Parágrafo único. Aplica-se aos bônus de subscrição, no que couber, o disposto nas Seções V a VII do Capítulo III."

[16] CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei de sociedades anônimas*. 1º volume: artigos 1º a 74. 5ª ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2009, p.88.

[17] "§ 2º A aquisição das próprias ações pela companhia aberta obedecerá, sob pena de nulidade, às normas expedidas pela Comissão de Valores Mobiliários, que poderá subordiná-la à prévia autorização em cada caso."

[18] "Art. 22. Considera-se aberta a companhia cujos valores mobiliários estejam admitidos à negociação na bolsa ou no mercado de balcão.

§ 1º Compete à Comissão de Valores Mobiliários expedir normas aplicáveis às companhias abertas sobre:

..."

[19] "§ 4º Caberá à Comissão de Valores Mobiliários disciplinar o disposto no art. 4º e neste artigo, e fixar prazos para a eficácia desta revisão."

[20] Anteriormente, pela Lei nº 4.728/65, tal possibilidade era restrita às companhias com capital autorizado.

[21] Ver Teixeira, Egberto Lacerda e Guerreiro, José Alexandre tavares. *Das sociedades anônimas no direito brasileiro*. vol. 1, São Paulo: Bushatsky, 1979, p. 228: "Tendo em vista o resguardo do capital social, a bem dos interesses da própria companhia e de seus credores, a lei manteve o princípio geral de que a sociedade não pode negociar com as próprias ações (art.30), salvo na hipóteses excepcionais que ela mesma prevê, em caráter de *numerus clausus*."

[22] Ver Nota Explicativa nº 16/80 à Instrução CVM nº 10/80.

[23] "Consideram-se ações em circulação no mercado todas as ações do capital da companhia aberta menos as de propriedade do acionista controlador, de diretores, de conselheiros de administração e as em tesouraria." (§ 2º do art. 4º-A da Lei nº 6.404/76)

[24] "Art. 3º As companhias abertas não poderão manter em tesouraria ações de sua emissão em quantidade superior a 5% (cinco por cento) de cada classe de ações em circulação no mercado, incluídas neste percentual as ações existentes, mantidas em tesouraria por sociedades controladas e coligadas."

Artigo alterado pela Instrução CVM nº 268/97, elevando de 5% para 10% o limite de cada classe de ações que pode ser mantido em tesouraria.

[25] "Art. 12. O preço de aquisição das ações não poderá ser superior ao valor de mercado."

[26] "VI – sempre que se tratar de OPA formulada pela própria companhia, pelo acionista controlador ou por pessoa a ele vinculada, ou ainda por administrador ou por pessoa a ele vinculada, a OPA será instruída com laudo de avaliação da companhia objeto, exceto no caso de OPA por alienação de controle, ressalvado o disposto no art. 29, § 6º, II;"

[27] "§1º O laudo de que trata o caput poderá ser elaborado pela instituição intermediária, sociedade corretora ou distribuidora de títulos e valores mobiliários ou instituição financeira com carteira de investimento que possuam área especializada e devidamente equipada e tiverem experiência comprovada, ou ainda por empresa especializada com experiência comprovada."

[28] "§2º Ressalvada a hipótese de OPA por alienação de controle, do instrumento de qualquer OPA formulada pelo acionista controlador, pessoa a ele vinculada ou a própria companhia, que vise à aquisição de mais de 1/3 (um terço) das ações de uma mesma espécie ou classe em circulação, constará declaração do ofertante de que, caso venha a adquirir mais de 2/3 (dois terços) das ações de uma mesma espécie e classe em circulação, ficará obrigado a adquirir as ações em circulação remanescentes, pelo prazo de 3 (três) meses, contados da data da realização do leilão, pelo preço final do leilão de OPA, atualizado até a data do efetivo pagamento, nos termos do instrumento de OPA e da legislação em vigor, com pagamento em no máximo 15 (quinze) dias contados do último a ocorrer dos seguintes eventos:"

[29] A Instrução CVM nº 358/02 faz referência ao tema em seu art. 13, § 6º:

"§6º A vedação prevista no caput não se aplica à aquisição de ações que se encontrem em tesouraria, através de negociação privada, decorrente do exercício de opção de compra de acordo com plano de outorga de opção de compra de ações aprovado em assembléia geral."

[30] "Art. 117. O acionista controlador responde pelos danos causados por atos praticados com abuso de poder."

[31] "Art. 7º Consideram-se disponíveis, para os efeitos desta Instrução, todas as reservas de lucros ou de capital com exceção das seguintes: a) legal; b)

de lucros a realizar; c) de reavaliação; d) de correção monetária do capital realizado; e) especial de dividendo obrigatório não distribuído."

[32] ""Art. 6º É vedado às companhias negociar com direitos de subscrição relativos às ações de sua própria emissão, ressalvada a hipótese de alienação em bolsa das sobras de ações não subscritas, prevista no art. 171, § 7º, alínea "a" da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976."

[33] "§3º É vedada a transferência para a companhia objeto, a qualquer título, das despesas relativas ao lançamento e à liquidação de uma OPA, salvo se a OPA for formulada pela própria companhia, nos casos admitidos em lei."

[34] "Art. 23. Respeitado o disposto no Art. 2º, a CVM poderá, em casos especiais e plenamente circunstanciados, autorizar, previamente, operações da companhia com as próprias ações que não se ajustarem às demais normas desta Instrução."