

ASSUNTO: Consulta de Participantes do Mercado

Processo CVM nº RJ-2014-2584

Senhor Gerente,

Trata-se de consulta protocolizada pelo SINDCOR – Sindicato das Corretoras de Valores do Estado de São Paulo (“SINDCOR” ou “Consultante”), em 25.02.2014, a respeito da “Natureza e Efeitos da Operação de Incorporação de Ações” (“Consulta”).

INTRODUÇÃO

2. Embora a consulta seja em tese, o Consultante faz referência à operação de incorporação de ações da Bovespa Holding S.A. pela Nova Bolsa S.A., operação que, segundo o SINDCOR, vem sendo, assim como outras operações de incorporação de ações ocorridas no Brasil, “objeto de questionamentos técnicos que decorrem, quase que em sua totalidade, de incertezas quanto à natureza jurídica desta operação, bem como de suas especificidades e seus efeitos sobre as partes envolvidas. Alguns questionamentos são de ordem societária, tal como a proteção dos direitos dos eventuais acionistas minoritários, necessidade de oferta pública de ações, e outros são de ordem tributária, tal como a suposta incidência de tributos por enquadramento da operação de incorporação de ações como sendo hipótese de alienação *lato sensu*”.

3. Em sua Consulta, o SINDCOR expõe os seguintes entendimentos a respeito de alguns dispositivos da Lei nº 6.404/76 (“LSA”) e, ao final, requer manifestação da CVM a respeito.

4. Com relação à operação de incorporação de ações, regrada basicamente pelo art. 252 da LSA, o Consultante, de maneira resumida, entende que:

a) “[...] a operação de incorporação de ações é um instituto jurídico autônomo, próprio, tipificado em lei, que não se confunde com outras operações que com ela possam ter algum grau de similitude, devendo se sujeitar a uma regramento jurídico próprio” (fl. 07);

Comparação com incorporação de sociedades

b) “as diferenças existentes entre os dois institutos [incorporação de ações e incorporação de sociedades] estão, portanto, concentradas nos efeitos incidentes sobre as sociedades incorporada e incorporadora, mas não no que se refere aos seus acionistas”(fl. 09);

c) “[...] na operação de incorporação de sociedades o objeto é o patrimônio social próprio da sociedade incorporada, que será entregue integralmente para a sociedade incorporadora que o agregará ao seu próprio patrimônio. Por seu turno, na incorporação de ações o objeto é a totalidade das ações de emissão da sociedade incorporada, de propriedade dos acionistas, que será transferida de forma compulsória pela sociedade incorporada para a sociedade incorporadora” (fl. 09);

d) “no que concerne aos efeitos, enquanto na incorporação de sociedades se dá a extinção da sociedade incorporada, que tem seu patrimônio integralmente vertido para a incorporadora, na incorporação de ações há a continuidade da sociedade incorporada, que mantém intactas sua personalidade jurídica própria e sua autonomia patrimonial” (fl. 10);

Comparação com aumento de capital por subscrição de bens

e) “[...] cabe concluir que não há uma correlação, muito menos necessária, entre a operação de incorporação de ações e a subscrição de capital em bens, seja do ponto de vista dos acionistas, seja do ponto de vista das sociedades envolvidas, em consideração a todas as particularidades e especificidades de cada um desses institutos. Claro está para o Consultante que a menção feita nos parágrafos do art. 252 a um aumento de capital nada mais descreve do que uma etapa (foto) de um procedimento muito maior (filme), cujo resultado é a constituição superveniente de uma subsidiária integral sem a necessidade de aprovação unânime dos acionistas, e sem mesmo a manifestação individual de vontade destes para a substituição de bens que integram seus patrimônios” (fl. 15); e

f) “por fim, cabe aqui ressaltar que a CVM, por intermédio de seu colegiado, já se manifestou no sentido de distinguir para efeitos jurídicos a operação de incorporação de ações de um aumento de capital com subscrição em bens [Voto proferido pelo Diretor Eli Loria no Processo Administrativo CVM nº RJ-2010-13425] (fl. 16)”.

5. O SINDCOR propõe, ainda, a identificação da natureza jurídica autônoma da operação de incorporação de ações sob a perspectiva do acionista da sociedade incorporada como sendo a de sub-rogação real, nos seguintes principais termos:

- a) “na perspectiva do acionista de uma sociedade incorporada em processo de incorporação de ações, os efeitos de tal operação lhe são impostos por força de lei, havendo uma substituição compulsória de um elemento do seu patrimônio, sem que modifique a sua titularidade”;
- b) “essa substituição se dá por outro bem equivalente, que passa a ser submetido ao mesmo regime jurídico do bem substituído [...] Quando este tipo de situação ocorre no mundo dos fatos, o direito lhe atribui conceito jurídico próprio, qual seja, o de sub-rogação real, instituto muito discutido no direito civil, mas que tem reconhecimento e aplicação em diversos outros campos do conhecimento jurídico”; e
- c) “diferentemente de outros institutos, como o da alienação, na sub-rogação real o elemento volitivo do sujeito que tem seu patrimônio afetado não é elemento essencial, pois pode decorrer de lei, cabendo a recomposição desse patrimônio por outro bem, que lhe seja equivalente em valor” (fls. 18 e 19).

6. **Por fim, o Consultante pergunta (fl. 23)**

- a) “está correto o entendimento do Consultante de que há autonomia conceitual e de regramento jurídico da operação de incorporação de ações em relação a outros eventos societários?”;
- b) “está correto o entendimento do consultante de que, apesar da existência de aumento de capital da sociedade incorporadora como um dos atos que irão compor a incorporação de ações, não se pode reduzir todo o processo de incorporação somente a este ato, que possui regramento próprio e distinto quando inserido no conjunto de atos da incorporação de ações?”; e
- c) “está correto o entendimento do Consultante de que, na perspectiva do acionista de sociedade incorporada em processo de incorporação de ações, que compulsoriamente sofre a substituição de um bem em seu patrimônio por outro de valor e natureza equivalente, por força de lei, ocorre o fenômeno da sub-rogação real, distinto de uma alienação, posto não ser possível caracterizar as partes como alienante e adquirente, e por ser prescindível a manifestação de vontade individual do titular do bem para dispor de tal bem?”.

ANÁLISE

7. Primeiramente cumpre ressaltar que a operação a que o Consultante se refere, a reestruturação societária que envolveu a incorporação da BM&F pela Nova Bolsa S.A., ocorreu em 2008 e foi analisada por meio do RA/CVM/SEP/GEA-3/Nº 47/08, de 20.08.2008, no qual se concluiu por não haver “indícios de irregularidades na reestruturação societária de que se trata, cabendo ressaltar que os aspectos contábeis não foram objeto de análise no presente processo, uma vez que foram analisados no âmbito do Processo CVM nº RJ-2008-06405, que trata de análise do pedido de registro de companhia aberta da Nova Bolsa”.

8. Com relação aos pontos levantados pelo SINDCOR, tenho as seguintes considerações:

Autonomia da operação de incorporação de ações

9. O art. 252 da LSA dispõe que:

Art. 252. A incorporação de todas as ações do capital social ao patrimônio de outra companhia brasileira, para convertê-la em subsidiária integral, será submetida à deliberação da assembleia-geral das duas companhias mediante protocolo e justificção, nos termos dos artigos 224 e 225.

§1º A assembleia-geral da companhia incorporadora, se aprovar a operação, deverá **autorizar o aumento do capital**, a ser realizado com as ações a serem incorporadas e nomear os peritos que as avaliarão; **os acionistas não terão direito de preferência para subscrever o aumento de capital**, mas **os dissidentes poderão retirar-se da companhia**, observado o disposto no art. 137, II, mediante o reembolso do valor de suas ações, nos termos do art. 230.

§2º A assembleia-geral da companhia cujas ações houverem de ser incorporadas **somente poderá aprovar a operação pelo voto de metade, no mínimo, das ações com direito a voto, e se a aprovar, autorizará a diretoria a subscrever o aumento do capital da incorporadora, por conta dos seus acionistas; os dissidentes da deliberação terão direito de retirar-se da companhia**, observado o disposto no art. 137, II, mediante o reembolso do valor de suas ações, nos termos do art. 230.

§3º Aprovado o laudo de avaliação pela assembleia-geral da incorporadora, efetivar-se-á a incorporação e os titulares das ações incorporadas receberão diretamente da incorporadora as ações que lhes couberem.

§4º A Comissão de Valores Mobiliários estabelecerá normas especiais de avaliação e contabilização aplicáveis às operações de incorporação de ações que envolvam companhia aberta. (grifos meus)

10. Entendo que o legislador, ao dedicar artigo exclusivo ao tema, procurou definir a operação de incorporação de ações e diferenciá-la de outras operações societárias, como, por exemplo, a incorporação de sociedade.

11. Esta, por sua vez, foi definida no art. 227 da LSA, e apresenta ligeiras diferenças nos ritos a serem seguidos para sua implementação, sendo, inclusive, o art. 252 mais específico no que concerne à aprovação da operação por parte dos acionistas da incorporada, ao determinar a necessidade de aprovação da operação “pelo voto de metade, no mínimo, das ações com direito a voto”.

12. A exposição de motivos para a LSA, inclusive, já mencionava a necessidade de disciplina específica para tratar da incorporação de ações, por conta de sua especificidade:

A **disciplina legal da operação é necessária** porque ela implica - tal como na incorporação de uma companhia por outra - **em excepcionar o direito de preferência dos acionistas da incorporada** de subscrever o aumento de capital necessário para efetivar a incorporação. Em compensação, para evitar que a subsidiária integral possa servir de instrumento para prejudicar acionistas minoritários da companhia controladora, o artigo 254 [atual 253] assegura direito de preferência para aquisição ou subscrição de ações do capital da subsidiária integral. (grifos meus)

13. Materialmente falando, a incorporação de sociedade e a incorporação de ações são distintas por resultarem em estruturas societárias diferentes. Enquanto da primeira, resulta somente a Companhia incorporada, na segunda, continuam existindo duas sociedades, com personalidades jurídicas distintas.

14. Além disso, ao definir a incorporação de ações no art. 252, o legislador especifica que se trata de companhia, ou seja, sociedade anônima, ao passo que na incorporação do art. 227 não há determinação do tipo de sociedade de que se trata.

15. Ademais, em se tratando de incorporação de controladas (art. 264 da LSA), na operação de incorporação de ações há previsão de recesso para os acionistas em ambas as companhias, enquanto na incorporação de sociedades, há somente essa previsão para os acionistas da companhia controlada.

16. Dessa forma, considerando as características específicas de cada operação, entendo que é possível concluir que a incorporação de ações é instituto autônomo, que não se confunde com a incorporação de sociedades.

Diferenciação entre incorporação de ações e aumento de capital

17. A esse respeito, o próprio colegiado da CVM, por meio do voto do Diretor Eli Loria, de 01.03.2011[1], no âmbito do processo CVM nº RJ-2010-13425, já se pronunciou da seguinte maneira:

Diferentemente da figura de aumento de capital com subscrição em bens, no caso as ações da companhia controlada, em que se exigiria, de forma individual, a participação de cada acionista dessa sociedade no aumento de capital da controladora, **a "incorporação de ações" é compulsória** e determinada pela maioria do capital votante de cada uma das companhias envolvidas em deliberação assemblear.

Como já comentado, verifica-se na incorporação de ações que os acionistas, tanto da companhia incorporada como da companhia incorporadora, são levados a participar da operação de forma compulsória. **Dessa forma, quando do aumento de capital, o acionista da companhia controladora é diluído em sua participação e o acionista da companhia "incorporada" torna-se acionista da companhia incorporadora pela troca das ações. O remédio dado pela lei societária é o direito de retirada para o acionista dissidente, com as restrições legais de liquidez e dispersão no mercado nos termos do art. 137, II.**

18. Dessa forma, entendo que não se pode confundir o aumento de capital por subscrição de bens, ato isolado, tratado nos artigos 7º a 10 da LSA, com o aumento de capital necessário à consecução da operação de incorporação de ações definida no art. 252 da mesma Lei.

Caracterização da operação, do ponto de vista do acionista, como sub-rogação legal real

19. Neste ponto, embora não se encontre manifestação da CVM a respeito, a doutrina apresentada pelo Consultante parece entender pela ocorrência, no momento da substituição das ações da incorporada pelas da incorporadora, de sub-rogação legal real:

A sub-rogação de um bem por outro pressupõe, necessariamente, a equivalência de valores. Dessa forma, na operação de incorporação de ações, não há alteração no patrimônio do acionista cujas ações foram substituídas por novas ações da sociedade incorporadora. Aos acionistas serão atribuídas novas ações cujos valores deverão corresponder exatamente à participação que previamente detinham na sociedade que teve suas ações incorporadas.

Na presente hipótese ocorre uma sub-rogação real legal, pois determinada pela Lei das S.A. e decorrente da natureza da operação de incorporação de ações, que não pode ser realizada de forma diversa da prevista no art. 252 da Lei das S.A.[2]

20. De qualquer forma, entendo haver, no momento da incorporação de ações, mera substituição das ações da incorporada pelas ações da incorporadora, na proporção determinada por meio da avaliação contratada para esse fim (art. 252, §1º), respeitados o protocolo e a justificação nos termos dos arts. 224 e 225 da LSA (art. 252, caput).

21. Não há que se falar, portanto, em alienação de ações da incorporada para posterior compra de ações da incorporadora, até mesmo porque a incorporação (e a consequente substituição de ações) pode ocorrer sem o consentimento do acionista, uma vez que não depende de unanimidade na deliberação da Assembleia Geral[3], prescindindo dessa forma, da manifestação de vontade do sócio na sua qualidade de subscritor.

22. A esse respeito, encontrou-se, inclusive, o seguinte entendimento recente do Conselho Administrativo de Recursos Fiscais, no âmbito do Processo 10680.726772/201188, exarado no Acórdão nº 2202002.187 – 2ª Câmara / 2ª Turma Ordinária, de 20.02.2013 (fl. 38):

Como visto, a incorporação de ações tem como principais efeitos (i) o aumento de capital da incorporadora, realizado com as ações a serem incorporadas; (ii) a substituição das ações de emissão da sociedade cujas ações serão incorporadas por ações de emissão da incorporadora; (iii) **a sub-rogação legal dos acionistas da sociedade cujas ações houverem de ser incorporadas, nas ações da incorporadora**; (iv) a conversão da sociedade cujas ações serão incorporadas em subsidiária integral da incorporadora; e (v) a unificação das bases acionárias de ambas as sociedades na incorporadora.

Ora, na incorporação de ações **não há a alienação de ações ou mesmo uma incorporação ficta, mas sim a sub-rogação legal dos acionistas da sociedade cujas ações houverem de ser incorporadas, nas ações da incorporadora.**

É de se ressaltar, que **o protocolo da operação não constitui um instrumento de alienação de ações**, mas apenas o meio jurídico pelo qual são estabelecidos os termos da incorporação de ações ajustados entre as companhias.

Da mesma forma é de se ressaltar, que a natureza jurídica da incorporação de ações reside nos efeitos do protocolo da operação sobre os acionistas das sociedades envolvidas, em especial da sociedade a ser convertida em subsidiária integral.

Isto porque, não obstante o fato do instrumento de protocolo ser celebrado entre as companhias – vale dizer, sem a participação necessária de seus acionistas – o mesmo produz efeitos não somente sobre as partes do negócio jurídico, mas também sobre seus acionistas, que deverão transferir compulsoriamente suas ações à sociedade incorporadora, uma vez aprovada a incorporação de ações pela maioria dos acionistas das companhias envolvidas. (grifos meus)

23. O relator Nelson Mallmann cita, para chegar nesta conclusão, artigo de autoria de Alberto Xavier, chamado "Incorporação de Ações: Natureza Jurídica e Regime Tributário", o qual faz parte da obra "Sociedade Anônima – 30 Anos da Lei 6.404, de 1976", coordenada por Rodrigo Monteiro de Castro e por Leandro Santos de Aragão, Editora Quartier Latin, 2007, p. 119-143:

Um dos efeitos típicos do contrato de incorporação de ações consiste precisamente na **substituição no patrimônio dos sócios das ações previamente existentes**, representativas do capital da sociedade da qual originariamente participavam, por ações da sociedade incorporadora emitidas em consequência da incorporação das mesmas ações.

Trata-se de fenômeno meramente substitutivo, que não decorre de uma transmissão, seja *ope voluntaris*, seja *ope legis*. O único fenômeno de transmissão em sentido técnico que existe não tem como transmitente o titular das ações a serem incorporadas, pois **não existe manifestação de vontade deste, na sua qualidade de proprietário das ações, mas sim a sociedade incorporadora das ações**, uma vez que, nos termos do § 3º do art. 252, "aprovado o laudo de avaliação pela Assembleia Geral da incorporadora, efetivar-se-á a incorporação e os titulares das ações incorporadas receberão diretamente da incorporadora as ações que lhe couberem.

O titular das ações a serem objeto de incorporação nada faz, nada transmite, nada permuta: limita-se "passivamente" a receber da sociedade incorporadora ações substitutivas das originariamente detidas e que ocupam, no seu patrimônio, lugar equivalente ao das ações substituídas por um **fenômeno de sub-rogação real**.

Das considerações precedentes acerca da natureza jurídica da **incorporação de ações resulta claramente que se trata de um instituto de direito societário dotado de características próprias e que impedem a sua identificação, seja com a figura da incorporação de sociedades, seja com a figura de subscrição de aumento de capital em bens.**

[...]

Consequentemente, na figura da incorporação de ações **o acionista não transfere bens ou direitos de qualquer natureza, limitando-se, de modo estático e passivo (como numa "quase desapropriação"), a ter no seu patrimônio substituídas as ações que previamente detinha pelas novas ações emitidas pela companhia incorporadora, ocorrendo um fenômeno de sub-rogação real.** (grifos meus)

CONCLUSÃO

24. Não obstante o exposto, dada a natureza da matéria, sugiro o encaminhamento do presente Processo à Procuradoria Federal Especializada junto à CVM ("PFE-CVM"), solicitando sua manifestação quanto aos entendimentos contidos neste relatório, notadamente quanto às respostas às questões elencadas no parágrafo 6º, retro.

Atenciosamente,

ANTÔNIO LOPES EMYGDIO

Analista

De acordo, em 12/03/14.

À SEP,

MARCO ANTONIO PAPER A MONTEIRO

Gerente de Acompanhamento de Empresas 3

De acordo, em 13/03/14.

À PFE-CVM,

FERNANDO SOARES VIEIRA

Superintendente de Relações com Empresas

[1] O voto do Diretor Eli Loria foi acompanhado pelo Diretor Alexandro Broedel na reunião do dia 01.03.2011 e, após pedido de vista pela Diretora Luciana Dias, também por esta e pela Presidente da CVM, Maria Helena Santana, na reunião do Colegiado de 29.03.2011.

[2] EIZIRIK, Nelson. Incorporação de Ações: Natureza Jurídica e Principais Características. In CARVALHOSA, Modesto e EIZIRIK, Nelson. Estudos de Direito Empresarial. São Paulo: Saraiva, 2010, p. 96-97.

[3] Art. 252, §2º A assembleia-geral da companhia cujas ações houverem de ser incorporadas somente poderá aprovar a operação pelo **voto de metade, no mínimo, das ações com direito a voto**, e se a aprovar, autorizará a diretoria a subscrever o aumento do capital da incorporadora, por conta dos seus acionistas; os dissidentes da deliberação terão direito de retirar-se da companhia, observado o disposto no art. 137, II, mediante o reembolso do valor de suas ações, nos termos do art. 230.