

**FUNDAÇÃO PEDRO LEOPOLDO
MESTRADO PROFISSIONAL EM
ADMINISTRAÇÃO**

**FECHAMENTO VOLUNTÁRIO DE CAPITAL E O INVESTIDOR
MINORITÁRIO NA OPINIÃO DOS PROFISSIONAIS DE MERCADO**

Frederico Guilherme de Sales do Amaral Militão

**Pedro Leopoldo, Minas Gerais
2012**

Frederico Guilherme de Sales do Amaral Militão

**FECHAMENTO VOLUNTÁRIO DE CAPITAL E O INVESTIDOR
MINORITÁRIO NA OPINIÃO DOS PROFISSIONAIS DE MERCADO**

Dissertação apresentada ao curso de Mestrado Profissional em Administração, como requisito parcial para obtenção do grau de Mestre em Administração.

Área de concentração: Gestão da Inovação e Competitividade

Linha de pesquisa: Gestão, Inovação e Governança

Orientadora: Professora Dr^a. Íris Barbosa Goulart

Coorientador: Professor Dr. Juliano Lima Pinheiro

**Pedro Leopoldo, Minas Gerais
2012**

332.6452 MILITÃO, Frederico Guilherme de Sales do Amaral
M646f Fechamento voluntário de capital e o investidor mi-
2012 noritário na opinião dos profissionais de mercado. - Pedro
Leopoldo: FPL, 2012.
120p.

Dissertação: Mestrado Profissional em Administração
Orientador: Prof^a. Dr^a. Iris Barbosa Goulart.

1. Fechamento de Capital. 2. Mercado de Capitais
3. BM&FOVESP.

Ficha Catalográfica elaborada por Maria Luiza Diniz Ferreira – CRB-1590

FOLHA DE APROVAÇÃO

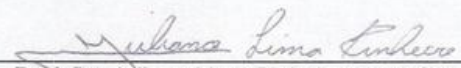
Título da Dissertação: "FECHAMENTO VOLUNTÁRIO DE CAPITAL E O INVESTIDOR MINORITÁRIO NA OPINIÃO DOS PROFISSIONAIS DE MERCADO".

Nome do aluno: Frederico Guilherme de Sales do Amaral Militão

Dissertação de mestrado, modalidade Profissionalizante, defendida junto ao Programa de Pós-Graduação em Administração das Faculdades Integradas de Pedro Leopoldo, aprovada pela banca examinadora constituída pelos professores:




Profa. Dra. Irjz Barbosa Goulart - orientadora



Prof. Dr. Juliano Lima Pinheiro - co-orientador



Prof. Dr. José Antônio de Sousa Neto



Prof. Dr. Márcio Carneiro dos Reis

Pedro Leopoldo (MG), 11 de fevereiro de 2012.

AGRADECIMENTOS

Em um de seus versos Shakespeare disse que palavras não pagam dívidas. Embora não paguem, são capazes de expressar sentimentos, tais como:

Admiração:

É o que sinto pelo Senhor, professor Ricardo Guimarães Moreira; suas aulas me proporcionaram o primeiro contato e despertaram em mim o interesse pelo tema dessa dissertação.

Gratidão:

É o meu sentimento pelos Senhores, professores Juliano Lima Pinheiro e José Antônio de Sousa Neto; aprendi muito em suas magníficas aulas e a leitura criteriosa da dissertação, por vocês, gerou valiosas contribuições no momento da minha qualificação da dissertação.

É o meu sentimento pela Senhora, professora Íris Barbosa Goulart; suas aulas foram não somente momentos de intenso aprendizado, mas também momentos muito prazerosos. A Senhora tem a rara capacidade de fazer aflorar o que seus alunos têm de melhor. Sem a sua orientação esta dissertação não seria possível.

Saudade:

É o que sinto de vocês, meus pais. Embora vivam hoje em um mundo invisível, sinto frequentemente a presença de vocês.

Amizade e Carinho:

São os meus sentimentos por vocês, minhas irmãs, todas Marias. Como é bom estar com vocês! Quando mais necessitei, encontrei em vocês o colo de que precisava.

Amor:

É o que sinto por toda minha família: filhos, genro, nora, netos e esposa.

Obrigado, meus filhos, genro e nora. Nosso convívio permite o meu constante aprimoramento na arte de ser pai. Por favor, não criem meus netos para que tenham sucesso, mas para que sejam felizes.

Aos meus netos, digo: vocês são presentes preciosos que recebi e estou me esforçando para ser mais paciente.

Vera, obrigado pela amizade, tolerância, cumplicidade e amor que sempre encontrei em você. Valho-me dos versos do compositor Peninha para lhe dizer que tenho a minha força amarrada no seu passo e que sem você não tenho caminho, não me acho.

RESUMO

Esta dissertação buscou identificar as causas do fechamento voluntário de capital pelas empresas que decidem fazê-lo no âmbito da BM&FBOVESPA e as possíveis consequências de tal decisão para o investidor minoritário. O referencial teórico inicia-se com uma abordagem sobre os conceitos básicos do mercado de capitais e sua regulação; em seguida, foca na origem, funções e legalidade dos atos da Comissão de Valores Mobiliários, para só então buscar as razões do fechamento voluntário de capital por parte das empresas e abordar os procedimentos legais impostos pela CVM. Após a análise da produção científica disponível, a metodologia valeu-se de uma pesquisa empírica, para a qual foram realizadas 15 entrevistas com especialistas no assunto. Essas entrevistas foram gravadas pelo pesquisador, transcritas e submetidas à análise qualitativa de conteúdo, sendo ainda comparadas às contribuições teóricas adotadas neste trabalho. As conclusões, respeitadas as categorias estudadas, são as seguintes: 1. É positiva a avaliação da CVM bem como a própria autorregulamentação da BM&FBOVESPA. O mercado reconhece a crescente profissionalização da CVM. 2. A regulamentação está em constante aprimoramento pela Comissão de Valores Mobiliários e cabe ao investidor se informar sobre, entre outras tantas coisas, o nível de governança corporativa da empresa à qual está se associando. 3. Aparentemente são muitas as causas que levam as empresas a fecharem o seu capital. Entretanto, todas elas podem ser inseridas em 3(três) grandes grupos: custos elevados pela manutenção do *status quo* de empresa de capital aberto; necessidade de reestruturações societárias e falta de necessidade ou impossibilidade de captação de recursos no mercado. 4. A maioria dos sujeitos entrevistados desconhece a regulação do mercado de capitais no tocante ao fechamento voluntário de capital.

Palavras-chave: Fechamento de capital, mercado de capitais, BM&FBOVESPA

ABSTRACT

The purpose of this dissertation is to identify the reasons why companies voluntarily make the decision to revert to closely-held by the rules of BM&FBOVESPA, and the impact this decision might have on the minor investor. The theoretical content of this study starts with some considerations about the basic concepts of the capital market and its regulations, and then it goes on to focus on the origin, function and legality of the action taken by the Comissão de Valores Mobiliários – *CVM* (Stock Market Committee), then it analyzes the reasons why companies decide to revert to closely-held status and finally it will approach the legal procedures imposed by *CVM*. After an analysis of the scientific literature available, the methodology included empirical research, based on 15 interviews with experts on the subject. These interviews were recorded by the researcher, transcribed and submitted to a qualitative analysis of the content, and afterwards they were compared to the theoretical contributions adopted in this study. The conclusions, taking into account the categories studied, are as follows: 1. *CVM*'s evaluation is positive as well as BM&FBOVESPA's rules and regulations. The market acknowledges the growing professionalization of *CVM*. 2. The regulations are in an unceasing process of improvement by Comissão de Valores Mobiliários and it is the responsibility of the investor, among other duties, to become informed about the level of corporate governance of the company they are joining. 3. Apparently, many are the causes that lead a company to revert to closely-held status. However, all of them can be assigned to three (3) large groups, namely, high costs for the maintenance of the status quo of open capital company; need for corporate restructuring and no need for or impossibility to capture resources in the market. 4. Very few of the interviewees were familiar with the capital market when it came to voluntarily reverting to closely-held status.

Key words: revert to closely-held status; capital market; BM&FBOVESPA

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura

FIGURA 1	Mercado primário e mercado secundário	18
-----------------	---------------------------------------	-----------

Quadro

QUADRO 1	Sujeitos da pesquisa	58
-----------------	----------------------	-----------

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ABRASCA	Associação Brasileira das Companhias Abertas
BM&FBOVESPA	Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo
BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
CMV	Comissão de Valores Imobiliários
COOPERABAETÉ	Cooperativa dos Produtores Rurais de Abaeté e Região
COOPGERAL	Cooperativa dos Produtores Rurais de Quartel Geral e Região
CREUDIOESTE	Cooperativa de Crédito do Oeste de Minas Gerais Ltda
OPA	Oferta Pública de Aquisição de Ações
ORTN	Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional
PIS/PASEP	Programa de Integração Social e Programa de Formação do Patrimônio do Servidor Público
SEC	<i>Securities and Exchange Commission</i>
UFMG	Universidade Federal de Minas Gerais

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	10
1.1. Considerações iniciais	10
1.2. Problema	11
1.3. Objetivos	11
1.3.1. Objetivo Geral	11
1.3.2. Objetivos Específicos	11
1.4. Justificativa	12
1.5. Estrutura da dissertação	13
2. REFERENCIAL TEÓRICO	14
2.1. Introdução ao Mercado de Capitais e sua Regulação	14
2.1.1. Mercado de Capitais	14
2.1.1.1. A Intermediação Financeira	14
2.1.1.2. Mercado de capitais: primário e secundário	16
2.1.2. A Regulação do Mercado de Capitais	18
2.1.2.1. Objetivos da Regulação	19
2.1.2.2. Histórico da Legislação	21
2.1.2.3. Bolsa de Valores	27
2.2. A CVM, Valores Mobiliários, Empresas Fechadas e Abertas	29
2.2.1. A CVM	29
2.2.1.1. Origem e Arcabouço Legal	29
2.2.1.2. Constitucionalidade e legalidades dos atos da CVM	30
2.2.1.3. Funções	32
2.2.2. Valores Mobiliários	34
2.2.2.1. Valores mobiliários no direito norte-americano	34
2.2.2.2. Valores mobiliários no direito brasileiro	35
2.2.3. Companhias Fechadas e Companhias Abertas	37
2.3. Fechamento de Capital: Razões e Regulação	38
2.3.1. Cancelamento do Registro Junto à CVM	38
2.3.1.1. Procedimentos Gerais	40
2.3.1.2. OPA para cancelamento de registro	43
2.3.2. Razões para se Fechar o Capital	46
3. METODOLOGIA	54
4. ANÁLISE DE CONTEÚDO DAS ENTREVISTAS	58
4.1. Caracterização dos Sujeitos	58
4.2. Categorias de Análise	59
4.2.1. Categoria 1: CVM: avaliação pelo mercado, poder regulatório	59
4.2.2. Categoria 2: Proteção aos acionistas minoritários	63
4.2.3. Categoria 3: Fechamento voluntário de capital: percepção do mercado	64
4.2.4. Categoria 4: Critérios da CVM relativos ao fechamento	67
5. CONCLUSÕES	70
REFERÊNCIAS	75
GLOSSÁRIO	79
ANEXOS	82

ANEXO A – Instrução Normativa 361, de 05 de março de 2002, da CVM	82
ANEXO B – Requisitos do Requerimento de Registro de OPA	110
ANEXO C – Requisitos do Instrumento de OPA	112
ANEXO D – Disposições Preliminares	114
APÊNDICE	119
APÊNDICE A – Roteiro de entrevista semiestruturada	119

1. INTRODUÇÃO

1.1 Considerações iniciais

Antes de se graduar como engenheiro na UFMG (Universidade Federal de Minas Gerais), em 1972, o autor deste projeto atuou como estagiário em diversas empresas: Esso Brasileira de Petróleo, Mercedes Benz do Brasil, Companhia Siderúrgica Mannesmann e Light - Serviços de Eletricidade. Como engenheiro, analista de sistemas, ou gerente, prestou serviço nas empresas: Companhia Petroquímica do Nordeste (subsidiária da Petrobrás), Companhia Vale do Rio Doce, Telebrás e Carafba Metais. Posteriormente, dedicou-se a empresas próprias nas áreas de educação, rural e laticínio. Também atuou em diversas cooperativas: fez parte do Conselho Fiscal da Cooperabaeté, do Conselho de Administração da Credioeste e foi Presidente da Coopgeral.

Ao longo dessa carreira, desenvolveu a curiosidade por entender o funcionamento do Sistema Financeiro Nacional e, em especial, o funcionamento do Mercado de Capitais e Derivativos. Embora tenha trabalhado com avaliação econômica de projetos e lecionado disciplinas afins, somente em 2008 teve a oportunidade de conhecer o funcionamento do Sistema Financeiro Nacional e do próprio Mercado de Capitais, ao fazer um curso de MBA sobre Mercado de Capitais e, em 2009/2010, ao fazer um curso de especialização em Mercado de Capitais e Derivativos. Durante o curso, identificou-se com todas as disciplinas lecionadas, especialmente a disciplina “Legislação de Mercado de Capitais”, ministrada pelo Professor Ricardo Guimarães Moreira, autor do livro “Sociedades Anônimas Brasileiras e Fechamento de Capital” (2007).

A leitura dos livros “Mercado de Capitais Regime Jurídico”, de autoria de Nelson Eizirik *et al.*, (2008) e “Fechamento do Capital Social: oferta pública de aquisição de ações e outras modalidades”, de autoria de Carlos Augusto Junqueira de Siqueira (2010), realçou-lhe o interesse por esse campo de conhecimento. Após o convívio com a leitura de diversos outros textos de livros e revistas especializadas, algumas conclusões emergiram, tornando-o convicto de que: 1) há um prejuízo potencial enorme dos investidores minoritários das empresas que fecham o capital e, 2) os investidores minoritários desconhecem os procedimentos legais a serem seguidos pelas empresas no fechamento de capital.

Vasta é a literatura sobre como escolher as empresas das quais se devem comprar ações (análise fundamentalista) e também sobre o momento certo de comprar e vender estas ações (análise técnica). Também já são do conhecimento dos iniciados, assuntos tais como Governança Corporativa, Derivativos, Mercado Futuro, Opções, *Valuation*, entre outros. Entretanto, pouco ou quase nada se escreve sobre a opção de fechamento de capitais por parte das empresas e suas consequências.

As corretoras oferecem um sem número de cursos e palestras, objetivando informar as pessoas sobre as inúmeras possibilidades de investimento no mercado de renda variável. A par do interesse das corretoras em aumentar seus ganhos por meio do aumento do número das operações em bolsa, esses treinamentos são muito úteis para aqueles que buscam entrar no mercado.

Pessoas que não são investidoras do tipo *day-trade*, mas que comprem ações pensando na aposentadoria, devem se precaver: 1) quando a companhia da qual são acionistas pretende fechar o capital, 2) quando for haver mudança do grupo controlador e, ainda, 3) quando o grupo controlador pretender aumentar a sua participação acionária, reduzindo a liquidez das suas ações. Essas são situações não muito raras e sobre as quais as pessoas têm pouca ou nenhuma informação. Por essa razão, o foco do presente estudo pretende estar associado aos temas supramencionados.

1.2. Problema

Por que as empresas optam por fechar o seu capital? Quais são as consequências para os investidores minoritários?

1.3. Objetivos

1.3.1 Objetivo Geral

Identificar as causas e os procedimentos necessários ao fechamento voluntário de capital de uma empresa de capital aberto no âmbito da BM&FBOVESPA (Bolsa de Mercados e Futuros e Bolsa de Valores de São Paulo), bem como suas consequências para o investidor minoritário.

1.3.2 Objetivos Específicos

- Identificar as principais causas do fechamento voluntário de capital apontadas pela literatura.
- Identificar os procedimentos necessários para uma empresa fechar o seu capital, no âmbito da BM&FBOVESPA.
- Captar a percepção dos profissionais do mercado de capitais sobre o processo do fechamento voluntário de capital.
- Avaliar a conveniência de se venderem as ações de uma empresa a qual está fechando voluntariamente o seu capital.

1.4. Justificativa

A motivação primeira da escolha do tema é orientar o pequeno investidor que, em geral, não conhece as informações básicas necessárias para tomar a decisão de conservar ou não as ações de uma empresa que pretende fechar o capital.

Não é da alçada do trabalho corroborar ou criticar a decisão de fechar o capital por parte das empresas, mas sim buscar na literatura e nos normativos o porquê de as empresas tomarem essa decisão e como elas devem proceder para atender aos requisitos legais impostos pela Lei e pelas normas emanadas da CVM (Comissão de Valores Mobiliários). Agindo assim e divulgando essas informações de uma forma simples, embora não imprecisa, espera-se contribuir para que o leigo, possuidor de ações, possa se resguardar das empresas que cometem ilícitos

O conhecimento, o entendimento, a transparência e a confiança nos procedimentos legais que resguardam o investidor são fatores fundamentais para o crescimento e sucesso do mercado de capitais e, em especial, da BM&FBOVESPA. Assim, beneficia-se toda a sociedade; pois as empresas de capital aberto, captando poupanças, e o mercado de capitais, provendo liquidez, constituem o meio mais eficaz de alocação de recursos de uma sociedade capitalista avançada, superando as limitações do autofinanciamento e as injunções políticas da atuação do Estado.

Evidentemente que essa visão de maximização da eficácia de alocação de recursos não exclui a necessidade de políticas públicas compensatórias por parte do Estado, em um país que, como o Brasil, tenha profundas carências sociais.

1.5. Estrutura da dissertação

Esta dissertação está organizada em cinco capítulos. No 1º capítulo, **Introdução**, se coloca o problema, definem-se os objetivos e comenta-se a justificativa para a realização da pesquisa.

O segundo capítulo apresenta o referencial teórico, que trata dos seguintes assuntos:

- **Introdução ao mercado de capitais e sua regulação**, no qual são discutidos os conceitos de poupança e investimento, a importância do intermediário financeiro na conexão entre o poupador e o investidor, os diferentes segmentos do mercado de capitais, a importância dos mercados primário e secundário. Apresenta o conceito e os objetivos de uma regulamentação, revê o histórico da legislação do mercado de capitais e também das bolsas de valores.
- **A CVM, as empresas fechadas e empresas abertas, os valores mobiliários** em que se apresenta a legislação a respeito da criação da Comissão de Valores Mobiliários, a constitucionalidade e legalidade dos seus atos e suas funções. Apresenta-se também o conceito de valores mobiliários sob o ponto de vista dos direitos norte-americano e brasileiro, e o conceito de empresas aberta e fechada.
- **Fechamento de capital: razões e regulação**, em que se busca entender o porquê de as empresas fecharem voluntariamente o capital e as normas pertinentes da Comissão de Valores Mobiliários.

O terceiro capítulo trata da metodologia adotada na pesquisa, caracterizando-a, definindo os instrumentos de coleta de dados e a técnica de interpretação. O quarto capítulo apresenta a análise de conteúdo das entrevistas, caracterizando os sujeitos e considera 4(quatro) categorias de análise. O quinto capítulo da dissertação apresenta as conclusões finais.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

O referencial teórico deste trabalho aborda questões relacionadas ao Mercado de Capitais e ao Fechamento de Capital, reservando-se a esta abordagem os itens 2.1, 2.2 e 2.3 da dissertação.

2.1. Introdução ao Mercado de Capitais e sua Regulação

2.1.1. Mercado de Capitais

2.1.1.1. A intermediação financeira

Para se entender o Mercado Financeiro e, em especial, o Mercado de Capitais, há que se ter a exata compreensão de dois conceitos básicos da teoria econômica: **poupança** e **investimento**. A citação abaixo esclarece o significado desses conceitos.

Na literatura econômica, o exemplo clássico que permite a imediata compreensão dos conceitos de poupança e investimento é o da chamada “economia de Robinson Crusóé”. Crusóé, após sobreviver a um naufrágio, passou a habitar uma ilha deserta, alimentando-se do produto de sua pescaria diária. Podemos imaginar que, após algum tempo, decide fabricar uma rede, com o que aumentaria a quantidade de peixes pescados e teria mais tempo para o lazer. Para ter um dia inteiro dedicado a fabricar a rede, deveria diminuir o seu consumo diário de peixe, de sorte que a quantidade pescada pudesse alimentá-lo por dois dias. O primeiro ato, de abstenção de consumo, constitui tipicamente um ato de poupança, que pode ser definida como a parte da produção não consumida. Já o segundo ato, de utilização dos recursos poupados para a produção da rede, um bem de capital, constitui um investimento. (EIZIRIK; GAAL; PARENTE e HENRIQUES, 2008, p. 1).

Na moderna sociedade contemporânea, muitos são os agentes econômicos: as pessoas físicas, as famílias, as pessoas jurídicas e o governo. Esses agentes econômicos alternam, ao longo do tempo, a condição de agentes superavitários e agentes deficitários. São considerados superavitários aqueles que têm, em determinado momento, capacidade de geração de poupança maior que a capacidade de investimento. De modo contrário, são considerados agentes deficitários, aqueles que, em determinado momento, têm capacidade de geração de poupança menor que sua necessidade de investimento.

A menor ou maior capacidade de poupança de uma determinada sociedade, ou seja, o volume e a natureza dos recursos que ela desloca do presente para o amanhã é uma questão de agregação das preferências e ações individuais, como coloca Giannetti (2005):

Ela é o resultado da interação e ajuste recíproco de uma miríade de decisões autônomas, ou seja, escolhas entre consumir e poupar, desfrutar e labutar, e gastar e investir feitas separadamente pelos indivíduos, famílias e organizações (inclusive governo) que atuam na sociedade. (...) A maior ou menor orientação de futuro de uma sociedade, não obstante a diversidade empírica de contextos históricos e

situações concretas, resulta da operação de duas forças fundamentais. Seguindo o arcabouço teórico e a terminologia sugeridos por Irving Fisher em A teoria dos juros, podemos chamá-las: 1) o grau de impaciência da sociedade e (2) as oportunidades de investimento que nela se apresentam. (GIANNETTI, 2005, p. 230).

Esse texto, do Professor Giannetti (2005), explica porque nós, brasileiros, somos avessos à poupança, ao nos compararmos, por exemplo, com os asiáticos, devendo-se acrescentar que a nossa elevada taxa de juros reduz o valor presente líquido dos investimentos, tornando-os menos atrativos.

Segundo Moreira (2007), existem 3 formas de conectar a poupança ao investimento:

O autofinanciamento é uma forma primitiva e limitada de investimento, uma vez que o agente econômico, por óbvio, só pode investir aquilo que poupar. A segunda forma de promover o investimento é mediante a atuação do Estado. Nessa hipótese, geralmente, há alguma forma de coerção ou incentivo, seja na captação, seja na aplicação. Esse método tem o inconveniente de sofrer intervenção política, fazendo com que nem sempre a alternativa eleita seja a mais produtiva. A terceira forma de alocação de recursos para as atividades produtivas é por intermédio do mercado financeiro e de capitais, que ganha cada vez mais importância à medida que as economias se tornam mais sofisticadas. (MOREIRA, 2007, p. 19-20).

A conciliação entre os interesses dos agentes deficitários em obter recursos e os agentes superavitários em aplicar suas poupanças se realiza por meio da participação das instituições financeiras.

Existe uma correlação positiva entre o crescimento econômico e o desenvolvimento do mercado financeiro, embora não se saiba qual é a variável independente e qual é a dependente.

Sobre a função do mercado financeiro de concentrar poupança e colocá-la à disposição dos investidores, vejamos Barros (1971)¹ citado por Moreira (2007, p. 21):

Assim como a renda, a poupança está distribuída entre governo, empresas e indivíduos, disseminada entre um grande número de entidades e pessoas. Os empreendimentos, sejam eles governamentais, empresariais ou individuais, exigem sempre uma inversão maciça de capital. É preciso uma concentração dos recursos esparsos, para que eles possam formar o capital necessário à construção de uma usina, hospital ou moradia. Desta maneira, torna-se necessária a existência de mecanismos arregimentadores da poupança, para colocá-la a serviço de um determinado empreendimento. E é precisamente esse o papel que as instituições financeiras desempenham. (...). Enquanto pulverizada em economias esparsas, a poupança não realiza sua função econômica; para que isso ocorra, é preciso que ela seja centralizada e colocada à disposição dos empreendimentos.

¹BARROS, Benedicto Ferri de. *Mercado de capitais*: 10 estudos. São Paulo: Atlas, 1971.

Criando instrumentos de poupança atraentes para os agentes superavitários e alocando eficientemente essa poupança em novos investimentos, o sistema financeiro contribui para o desenvolvimento econômico do país.

O sistema financeiro, segundo Pinheiro (2007, p. 81), costuma ser segmentado, com base na necessidade dos clientes, em: mercado de crédito, mercado monetário, mercado de câmbio e mercado de capitais.

Sobre as características de cada um desses segmentos, entende Assaf Neto e Lima que, no mercado de crédito, as operações financeiras visam atender às expectativas de curto e médio prazo das pessoas e empresas. No mercado monetário, as operações são de curtíssimo prazo e visam controlar a liquidez e as taxas de juros da economia. No mercado cambial, ocorrem as operações de compra e venda de moedas. No mercado de capitais, as operações são de médio e longo prazo, ou até de prazo indeterminado, como é o caso das operações com ações. São negócios de participação em que o retorno do investimento do acionista depende dos resultados alcançados pela empresa (ASSAF NETO e LIMA, 2008. p. 10-11)

2.1.1.2. Mercado de capitais: primário e secundário

Essa classificação é feita, ainda segundo Pinheiro (2007, p. 79), com base nas fases da negociação dos valores mobiliários. A fase é dita primária quando ocorre a primeira negociação entre vendedores e compradores; e secundária, quando esses valores são renegociados.

As empresas, ao emitirem publicamente seus valores mobiliários – exceto no caso das debêntures e dos *comercial papers* – captam recursos não exigíveis, assim chamados porque o retorno do investimento nesses valores mobiliários depende do seu desempenho econômico-financeiro e até o próprio capital investido pode desaparecer em caso de insucesso dessas empresas, derivando disso o fato de o mercado de capitais ser chamado de mercado de risco.

Como já visto, o mercado de capitais é uma das formas de se conectar o poupador e o investidor, criando incentivos para a formação de poupança, direcionando-a para as melhores alternativas de investimentos. Sendo o mercado de capitais um seletor natural das alternativas de maiores retornos econômicos e sociais, pode-se dizer que ele é o indutor mais eficaz do crescimento da economia, promovendo aumento da produtividade, da eficiência e do bem-estar da sociedade.

Esclarecedoras são as afirmações de Nóbrega *et al* (2000)², a seguir, citado por Moreira (2007, p. 21-22):

O mercado de capitais e, especificamente, o mercado acionário, permite a diluição do risco de novos investimentos. Constitui um incentivo à inovação, uma das maiores fontes de desenvolvimento econômico. O mercado acionário promove a democratização e socialização do capital. Pulveriza a propriedade das empresas entre os pequenos poupadores, diretamente ou através de fundos mútuos e fundos de pensão. O mercado de capitais proporciona aumento da eficiência. Quando uma empresa assume compromissos de longo prazo com terceiros, partilha seus riscos com um grande número de investidores. Obriga-se a fornecer informações detalhadas sobre seu desempenho. Os investidores acompanham a atividade da empresa, identificam falhas e premiam acertos. Não raramente, oferecem ideias para melhorar seu desempenho.

O mercado de capitais brasileiro, embora muito promissor, tem, relativamente a outros países e ao tamanho da sua economia, poucas empresas negociando em bolsa. O volume de seus negócios com ações são concentrados em poucas empresas; é um mercado que apresenta alta volatilidade e os empresários brasileiros são pouco afeitos à transparência das informações e tratamento justo aos minoritários. Esses são fatores limitantes ao crescimento mais acelerado do mercado de capitais.

De nada adiantaria os investidores poderem participar do capital das empresas por meio de compra de suas ações, se estas não pudessem ser comercializadas livremente no mercado. Dessa necessidade, nasceu o mercado secundário. Sobre os mercados primário e secundário, assim se expressou Eizirik *et al* (2008):

No mercado primário ocorrem as emissões públicas de novos valores mobiliários, mediante a mobilização da poupança popular. É no mercado primário que se atende à finalidade principal do mercado de capitais, que é a de permitir a captação de recursos do público. Os recursos são canalizados diretamente para as entidades emissoras, que poderão, então, utilizá-los em seus projetos de investimentos. Subscrevendo os valores mobiliários, os poupadores, por seu turno, passam a participar do empreendimento econômico. Já no mercado secundário, não há o ingresso de recursos para as companhias emissoras, inexistindo a emissão de novos títulos. Na realidade, as operações de mercado secundário são realizadas entre os poupadores, sem qualquer vinculação com a companhia que emitiu os valores mobiliários (EIZIRIK *et al.*, 2008, p.10).

Ainda sobre os mercados primário e secundário, assim se expressou Pinheiro (2007, p. 149): “De acordo com sua estrutura, o mercado acionário pode ser dividido em duas etapas: mercado primário e mercado secundário.”

² NOBREGA, Mailson da; LOYOLA, Gustavo; GUEDES FILHO, Ernesto Moreira; PASQUAL, Denise de. O mercado de capitais: sua importância para o desenvolvimento e os entraves com que se defronta no Brasil. São Paulo: Bolsa de Valores de São Paulo, 2000.

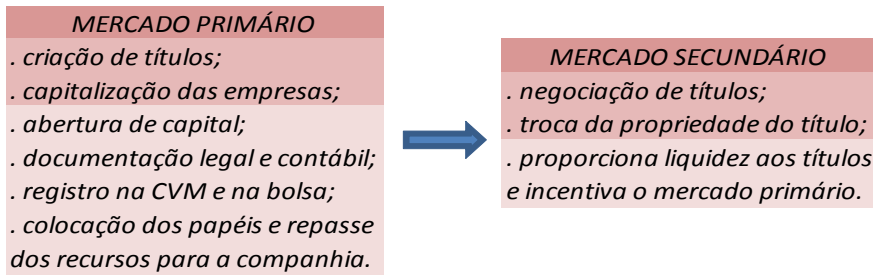


FIGURA 1: Mercado primário e mercado secundário.

Fonte: Pinheiro (2007, p. 149).

A diferença básica entre o mercado primário e secundário é que, enquanto o primeiro caracteriza-se pelo encaixe de recursos na empresa, o segundo apresenta mera transação entre compradores e vendedores de ações, não ocorrendo assim alteração financeira na empresa. O mercado primário de ações é onde se negocia a subscrição (venda) de novas ações ao público, ou seja, no qual a empresa obtém recursos para seus empreendimentos. Quando a emissão é totalmente subscrita pelos antigos acionistas, embora a empresa seja registrada em bolsa, chama-se subscrição particular e é feita diretamente na empresa ou por meio de bolsa de valores. Nesta etapa, ocorre a primeira negociação da ação e o dinheiro da venda vai para a empresa. Assim, esse importante segmento do mercado de capitais, o mercado primário de ações, exerce sua função de canalizar recursos dos que poupam para o investimento nas atividades produtivas. (PINHEIRO, 2007, p. 149-150).

Introduzidos os conceitos de poupança e investimento, sentida a necessidade da intermediação financeira, verificada a distinção entre os mercados primário e secundário, passa-se a analisar como este mercado está regulado.

2.1.2. A Regulação do Mercado de Capitais

Regulação é o emprego dos instrumentos legais necessários à implementação de objetivos de política econômica ou social, a qual estabelece limites à atuação dos agentes econômicos, tanto no que se refere à conduta quanto aos bens negociados. Essa regulação pode ser voluntária ou jurídica. Diz-se que é voluntária quando estabelecida pelos próprios agentes econômicos e, jurídica, quando contida em normas legais ou regulatórias.

São constituintes da regulação, as atividades de elaboração de normas legais ou regulatórias, a aplicação delas, o registro e a fiscalização das entidades que atuam no mercado.

O entendimento, a seguir, sobre regulação, é de Pinheiro e Saddi (2005, p. 254): “O termo regulação designa o conjunto de regras que limitam a liberdade de ação e de escolha das empresas, dos profissionais e dos consumidores, e cuja aplicação sustenta-se no poder de coerção estatal.”

A regulação compreende as normas de entrada e saída do mercado, de qualificação para o exercício de atividades, de controle de preços e de padrões de conduta dos agentes. Os objetivos da regulação do mercado de capitais devem atender ao interesse público, devendo-se ter cuidado com o *lobby* de agentes de mercado em obter legislação favorável aos seus interesses. Necessária é também a independência da agência reguladora com relação aos governantes, pois estes tendem a querer regulação favorável aos objetivos da política econômica do momento. Casos existem em que a regulação gera custos excessivos, superiores aos benefícios auferidos.

2.1.2.1. Objetivos da Regulação

O objetivo maior da regulação é o da proteção aos investidores, mas deve ainda se preocupar com a eficiência do mercado, a criação e manutenção de instituições confiáveis e competitivas; evitar a concentração do poder econômico e impedir as situações de conflito de interesse. Quem nos oferece um exemplo recente de conflito de interesses é a Sadia: antes de ser vendida para a Perdigão, o seu Diretor Financeiro se reportava diretamente ao Presidente do Conselho de Administração ao invés de se reportar ao Presidente da empresa.

Sendo um mercado de renda variável, o lucro ou prejuízo dos acionistas estão vinculados à obtenção de resultado positivo ou não por parte das empresas emissoras dos valores mobiliários. Luis Amaro Lanari (2009) entende que uma empresa está sujeita basicamente a 5(cinco) tipos de risco (abaixo descritos), e a obtenção de resultado positivo se dá com a boa gestão dos mesmos.

- Risco de mercado – refere-se ao que se pode ganhar ou perder quando compramos ou vendemos um determinado ativo, contrato ou derivativo, pela simples mudança em seu preço negociado no mercado. Suponhamos um investidor que tenha comprado 1.000 ações da Companhia Vale do Rio Doce, ao preço de R\$ 25,00 por ação, desembolsando, portanto, o total de R\$ 25.000,00. Qual o valor dessa carteira amanhã, daqui a uma semana, a um mês, ou daqui a um ano? Essa incerteza em relação ao valor futuro de um ativo é o que caracteriza o risco de mercado.
- Risco de liquidez:
 - de financiamento – refere-se à habilidade de equacionar desequilíbrios no fluxo de caixa por meio de novas captações de recursos.

- de mercado – refere-se ao risco de não se conseguirem fechar posições abertas em tempo hábil, na quantidade suficiente e a um preço justo.
- Risco de crédito – representa a possibilidade de inadimplemento da contraparte de qualquer instrumento financeiro, gerando a falta de recebimento para a outra parte. Por exemplo, uma financeira, ao emprestar dinheiro a um cliente, corre o risco de não receber nem o valor emprestado nem os juros previstos em contrato, por insolvência do cliente.
- Risco operacional – proveniente de falhas de sistema, erro humano, falha de gerenciamento, ou simplesmente falha de controle e transparência dos sistemas adotados. Exemplo clássico foi a quebra do Banco *Barings*, que quebrou no início de 1.995, devido à falta de mecanismos de controle sobre operações com derivativos.
- Risco legal – refere-se à possibilidade de perda devido à impossibilidade de se executarem os termos de um contrato. Um exemplo é o pagamento de indenizações devido ao não cumprimento da legislação.

Todos esses riscos fazem parte da essência do mercado de capitais e não é neles que a regulação mira. Os riscos que são objetos da regulação do mercado de capitais são aqueles derivados de comportamentos ilícitos.

A eficiência do mercado tem relação direta com a quantidade e qualidade das informações geradas pelos emissores de títulos. Conhecer melhor a realidade das empresas emissoras implica uma formação de preços mais eficiente e conseqüentemente decisões mais racionais.

Uma legislação de *disclosure*, que consagra o princípio da transparência das informações e da repressão do *insider trading*, pessoa que detém informações privilegiadas, bem como uma legislação que regule a conduta dos intermediários financeiros e a promoção de índices crescentes de competição no mercado são preocupações externadas por Eizirik *et al*(2008, p.21). Sobre a competitividade e eficiência do mercado de capitais, assim se expressaram estes autores:

Tendo em vista aumentar a competição, tornando o mercado mais eficiente, entende-se que os objetivos econômicos da regulação devem ser os de promover maior eficiência: Na determinação das cotações dos valores mobiliários, eficiência nesse contexto significando a capacidade de reação das cotações às novas informações; quanto mais rápida a reação, mais eficiente o mercado, sendo o ideal que a cotação de determinado título reflita única e exclusivamente as informações publicamente

disponíveis; Na alocação dos recursos, de sorte que os investidores, com base nas informações disponíveis, apliquem suas poupanças nas companhias mais produtivas e rentáveis; Nas operações entre os investidores, reduzindo tanto quanto possível os custos de transação, que são aqueles incorridos na realização dos negócios e que compreendem: os de busca de informações sobre os ativos, os preços e os potenciais compradores; os de negociação entre compradores e vendedores; os de realização de contratos e de sua correta aplicação. (EIZIRIK *et al.*, 2008, p.20).

Um aperfeiçoamento que está em pauta é a introdução de uma legislação que permita aos emissores de valores mobiliários escolherem a jurisdição que melhor lhes convier. Assim os reguladores (CVM, SEC – *Securities and Exchange Commission*–, e outros) passarão também a competir pelos investidores. Esse modelo de lei societária é chamado de modelo de *Delaware*, em referência ao estado de *Delaware*, nos Estados Unidos, para onde as sedes das empresas são atraídas, devido aos benefícios fiscais concedidos pelo estado, ainda que, primariamente operem fora dele. O estado de *Delaware* tem o cognome de *Land of free-tax shopping* (A terra sem impostos comerciais).

2.1.2.2. Histórico da Legislação

Não há consenso sobre a existência de associações na Antiguidade (época em que o direito se detinha mais na propriedade imobiliária) com características próprias das sociedades anônimas, tal qual são hoje conhecidas. O direito romano era baseado na conservação e não na acumulação de riqueza, era preordenado para a acumulação de bens, e não para o lucro.

Moreira (2007) dá conta de que:

Os verdadeiros antecedentes históricos das modernas sociedades anônimas surgiram na época dos grandes descobrimentos. As grandes navegações exigiam aportes de recursos que nenhum comerciante sozinho – ou mesmo os estados nacionais – poderia aplicar individualmente. Nesse sentido, foi fundada, em março de 1602, a Companhia Holandesa das Índias Orientais, com capital dividido em ações que representavam 6 milhões e meio de florins, mediante a fusão de oito sociedades marítimas existentes, chamadas de *Rheederein*, consubstanciadas em consórcio de armadores de navios, por isso, acostumadas ao contato com financiadores e co-participes de expedições marítimas. Posteriormente foram fundadas companhias colonizadoras na Inglaterra, França, Portugal, Espanha, Suécia e Bélgica, todas inspiradas na primeira companhia holandesa. (MOREIRA, 2007, p. 27-28).

Na Europa, as sociedades anônimas, inicialmente criadas sob o regime de privilégio – concessão do Estado que editava leis específicas concedendo regalias e poderes –, passaram a ser constituídas por autorização do Estado, a partir do Código de Comércio Francês de 1807. A Revolução Francesa permitiu, por meio de lei específica, editada em 1791, a livre constituição de sociedades anônimas a qual, devido a incontáveis fraudes, foi logo prescrita em 1793. Essa proibição durou, no entanto, apenas 2 anos.

No Brasil, segundo Moreira (2007, p. 31-32), a evolução do direito das companhias de capital aberto, teve a seguinte cronologia:

- Em 1.649, Portugal, à semelhança da Companhia Privilegiada das Índias Ocidentais, criou a Companhia de Comércio do Brasil.
- Em 1755, criou-se, por meio do sistema de privilégio, a Companhia Geral do Grão Pará e Maranhão.
- Em 1.808, criou-se o Banco Público do Estado do Rio de Janeiro, que, posteriormente, viria a tornar-se o Banco do Brasil, com o capital dividido em ações.
- Em 1.849, com a edição do Decreto nº 575, o modelo do privilégio foi superado.
- Em 1.850, foi editado o Código Comercial brasileiro que, embora tenha previsto a edição de leis especiais em caso de necessidade de concessão de privilégios, consagrou o regime de autorização.
- Em 1.822, a Lei nº 3.150, regulada pelo Decreto nº 8.821, consagrou a liberdade de constituição das companhias no Brasil.
- Em 1.890, com a Proclamação da República, foi editado o Decreto nº 164. Naquela época, outros decretos foram editados no sentido de se evitarem abusos na constituição de sociedades anônimas.
- Em 1.891, foi editado o Decreto nº 434, que consolidou a legislação vigente sobre sociedade anônima.
- Em 1.940, foi editado o Decreto lei nº 2.627.
- Em 1.976, foi aprovada pelo Congresso Nacional a vigente lei de sociedades anônimas brasileira. Esta lei foi elaborada pelos juristas Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira.

Em meados da década de 60, os brasileiros – convivendo com uma inflação crescente e uma imposição legal que limitava em 12% ao ano a taxa máxima de juros –, não tinham motivo para aplicar em títulos, fossem públicos ou privados. Praticamente só aplicavam em imóveis. Essa realidade começa a mudar com as grandes reformas da economia nacional, empreendidas

pelo novo governo, em abril de 1964, ocasião em que o mercado financeiro foi totalmente reestruturado com a edição de novas leis, sendo as principais:

- Lei nº 4.537/64, que instituiu a correção monetária por meio da criação das ORTN – Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional.
- Lei nº 4.595/64, que criou o Conselho Monetário Nacional e o Banco Central.
- Lei nº 4.728, de 14.04.65, que disciplinou e estimulou o desenvolvimento do mercado de capitais. (PORTAL DO INVESTIDOR³).

O advento dessa legislação teve como consequências a reformulação da legislação sobre Bolsa de Valores; a transformação dos corretores de fundos públicos em Sociedades Corretoras, forçando a sua profissionalização e a criação dos Bancos de Investimento. Com a finalidade específica de regulamentar e fiscalizar o mercado de valores mobiliários, as bolsas de valores, os intermediários financeiros e as companhias de capital aberto, funções hoje exercidas pela Comissão de Valores Mobiliários, foi criada uma diretoria no Banco Central – Diretoria de Mercado de Capitais. (PORTAL DO INVESTIDOR³).

Entre dezembro de 1970 e julho de 1971, houve um “boom” na Bolsa do Rio de Janeiro quando as cotações das ações, em função de fortes ondas especulativas, não paravam de subir. Essa demanda acentuada por ações deveu-se a fortes incentivos fiscais governamentais, que carrearam enormes volumes de recursos para o mercado acionário, sem a contrapartida da emissão de novas ações. Em julho de 1971, com a cotação das ações no “pico do Everest”, os investidores começaram a realizar lucro, vendendo suas ações, o que causou pânico no mercado e a consequente desenfreada queda das cotações das ações rumo à “base do Everest”. Esse movimento de queda, rápida e acentuada, da cotação das ações coincidiu com a emissão de novas ações, agravando ainda mais o quadro. Foram enormes os prejuízos causados aos investidores e a consequência foi um mercado deprimido por vários anos. (PORTAL DO INVESTIDOR³).

Sobre os movimentos das cotações das ações, ora em tendência de alta, ora em tendência de baixa, ou ainda “andando de lado”, assim se manifestou Elder (2004):

³Portal do Investidor. Disponível em: <www.portaldoinvestidor.gov.br>. Acessado em:jun/2011.

Os preços movimentam-se para cima ou para baixo por causa de mudanças na intensidade da ganância e do medo entre compradores e vendedores. Quando a tendência é de alta, os touros (compradores) sentem-se otimistas e concordam em comprar um pouco mais caro, pois esperam que as cotações continuem subindo. Os ursos (vendedores), por outro lado, sentem-se tensos e só se dispõem a vender por um preço mais alto. Quando touros gananciosos e otimistas se encontram com ursos receosos e defensivos, o mercado sobe. Quanto mais intensos forem os movimentos, mais forte será a alta. A alta termina apenas quando muitos touros perdem o entusiasmo. Quando os preços cedem, os ursos sentem-se otimistas e não se incomodam de vender a descoberto, a preços mais baixos. Os touros estão temerosos e concordam em comprar apenas com desconto. Enquanto os ursos se considerarem vencedores, continuarão a vender a preços mais baixos e a tendência baixista prossegue. Ela só termina quando os ursos começam a sentir-se inquietos e se recusam a vender a preços mais baixos. (ELDER, 2004, p. 67).

Devido ao aporte de novos e vultosos recursos, as cotações das ações, a partir de 1975, começaram a se recuperar. Esses novos recursos tiveram como origem: as reservas técnicas das seguradoras; os recursos do Fundo PIS/PASEP (Programa de Integração Social e Programa de Formação do Patrimônio do Servidor Público); os adicionais do Fundo 157; recursos vindos do exterior via Sociedades de Investimento, criadas pelo Decreto Lei nº 1.401 e investimentos por parte dos Fundos de Pensão. Para estimular ainda mais o crescimento do mercado, foram adotados vários incentivos: isenção fiscal dos ganhos obtidos em bolsas de valores; abatimento no imposto de renda de parte dos valores aplicados na subscrição pública de ações de correntes de aumento de capital e compras de ações a juros subsidiados pelo BNDES (Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social) aos subscritores de ações distribuídas publicamente. (PORTAL DO INVESTIDOR⁴).

Em 1.976, com o intuito de modernizar as regras que regiam as sociedades anônimas, até então regidas pelo Decreto-Lei de 1.940, foi criada a Lei nº 6.404/76, conhecida como nova lei das sociedades anônimas. Com as finalidades de regulamentar/desenvolver o mercado de capitais e fiscalizar as Bolsas de Valores e as companhias abertas, foi editada a Lei nº 6.385/76, conhecida como a segunda lei do mercado de capitais. Essas normas ainda continuam em vigor. (PORTAL DO INVESTIDOR⁴).

Durante a década de 1980, embora muitas companhias tenham aberto seu capital com uma captação razoável de recursos por meio da oferta pública de suas ações, utilizando-se do jargão da área, pode-se dizer que o mercado “andou de lado”, não acontecendo o crescimento esperado. Foi apenas no final dessa década, com a edição da Resolução nº 1.289/87 e seus anexos, que o processo de internacionalização começou a chegar ao mercado de ações brasileiro. (PORTAL DO INVESTIDOR⁴).

⁴Portal do Investidor. Disponível em: <www.portaldoinvestidor.gov.br>. Acessado em:jun/2011.

Na década de 1990, com a abertura da economia brasileira, aumentou substancialmente o investimento estrangeiro no Brasil. Concomitantemente, algumas empresas brasileiras começaram a lançar valores imobiliários em bolsas estrangeiras, notadamente na *New York Stock Exchange*. A consequência da listagem das ações em bolsas americanas foi a necessidade de as empresas atenderem ao maior rigor da SEC, órgão regulador do mercado de ações norte-americano. O maior rigor se referia às informações contábeis e à maior transparência e divulgação das informações, os chamados princípios de governança corporativa. Paralelamente ao crescimento da participação dos investidores estrangeiros, houve um acréscimo de investimento por parte de investidores institucionais brasileiros de grande porte, mais conscientes de seus direitos. (PORTAL DO INVESTIDOR⁵).

A falta de proteção ao acionista minoritário e as incertezas com relação às aplicações financeiras foram as causas da fuga de investidores para outros mercados. Gestões não transparentes e a falta de instrumentos de supervisão sobre as companhias aumentavam a percepção de risco dos investidores, que, por sua vez, aumentava o custo de capital das companhias. Visando combater essa situação, foi aprovada a Lei nº 10.303/01 e criados o Novo Mercado e os Níveis 1 e 2 de Governança Corporativa pela BOVESPA, atualmente BM&FBOVESPA. (PORTAL DO INVESTIDOR⁵).

As principais alterações promovidas pela Lei nº 10.303/01 na Lei nº 6.404/76 foram:

- Nova proporção entre ações ordinárias e preferenciais (art. 15, p 2º).
- Alteração no regime de preferências e vantagens atribuídas às ações preferenciais (art. 17).
- Reforço da disciplina relativa aos acordos dos acionistas (art. 118, pp 6º a 11º).
- Retorno do direito dos titulares de ações ordinárias à oferta pública obrigatória quando da alienação de controle (*tag-along*), ao preço de 80% do valor pago por ação integrante do bloco de controle (art. 254-A).
- Necessidade de realização de oferta pública obrigatória para fechamento de capital de companhia (art. 4º, pp 4º e 5º e art.4-A).

⁵ Portal do Investidor. Disponível em: <www.portaldoinvestidor.gov.br>. Acessado em:jun/2011.

- Direito de certas minorias acionárias detentoras de determinado percentual de participação elegerem, por votação em separado, representantes do Conselho de Administração e Fiscal (art. 141, pp 4º a 8º e art. 161, p 4º). (PORTAL DO INVESTIDOR⁶).

A partir de 2004, as empresas que vieram a mercado não se limitaram a atender às novas disposições trazidas pela reforma de 2.001 e foram além. Introduziram em seus estatutos dispositivos mais benéficos aos acionistas minoritários do que aqueles exigidos por lei. Quase todas as novas companhias têm seu capital composto exclusivamente de ações ordinárias, e quando admitem ações preferenciais, estas costumam ter vantagens financeiras superiores às exigidas pela legislação, além de direito a voto em certas situações. É comum que o *tag-along*, oferecido pelas novas companhias aos ordinaristas (possuidores de ações ordinárias) e preferencialistas (possuidores de ações preferenciais), seja de 100%.

O *tag-along* está normatizado no artigo 254-A, da Lei 6.404/76, o qual, em síntese, obriga o acionista adquirente do controle acionário de uma empresa a fazer uma oferta pública de aquisição das demais ações ordinárias desta mesma empresa, de modo a assegurar a seus detentores o preço mínimo de 80% do ágio ofertado pelas ações integrantes do bloco de controle.

Essa mudança de controle acionário pode fazer com que os acionistas minoritários, por falta de conhecimento e/ou de confiança nos novos gestores, queiram vender suas ações, evidentemente, por preço igual ou próximo ao pago pelas ações que permitiram aos novos gestores adquirir o controle acionário. Se o objetivo dos novos gestores for o controle acionário, só irão adquirir as demais ações ordinárias por força de norma. No caso de fechamento de capital, o ordinarista não apenas deseja vender suas ações, como tem uma imperiosa necessidade de vendê-las pois a empresa, ao fechar o capital, não mais terá suas ações transacionadas em bolsa, o que implicará perda de sua liquidez.

Se o preço de mercado da ação for R\$ 40,00, e o investidor oferecer ao grupo de controle R\$ 60,00, este investidor estará pagando um ágio de R\$ 20,00. Como 80% do ágio de R\$ 20,00 é R\$ 16,00, o valor mínimo a ser oferecido pelas ações dos outros ordinaristas será de R\$ 56,00.

A seguir, um relato dado por Paschoarelli (2007):

⁶Portal do Investidor. Disponível em: <www.portaldoinvestidor.gov.br>. Acessado em:jun/2011.

Em 19 de março de 2007, dia do anúncio da venda da Ipiranga para a Braskem, Petrobras e Grupo Ultra, as ações preferenciais da Ipiranga terminaram com relevantes perdas, pois os preferencialistas não tinham direito ao tag-along. Lembrese de que o tag-along vale para ações com direito a voto. Como as preferenciais da Ipiranga não tinham direito a voto e o estatuto da empresa não previa o tag-along para os preferencialistas, estes acabaram se dando muito mal. No pregão do dia 19 de março, data do anúncio da venda da empresa, as ações preferenciais da Ipiranga Refinaria caíram 9,17% e as ações PN da Ipiranga petróleo amargaram perda de 5,35%. No mesmo pregão, os papéis ON da Ipiranga Petróleo dispararam 69,81%, e os ON da Refinaria Ipiranga tiveram alta de 20,40%. (PASCHOARELLI, 2007, p. 179).

O relato acima elucidada a dinâmica do movimento dos preços das ações de um acionista minoritário de uma empresa que está fechando o capital.

2.1.2.3. Bolsa de Valores

Segundo Pinheiro (2007, p. 175), determinar a origem das bolsas é tarefa das mais complexas: há quem veja sua origem no *emporium* dos gregos, há quem a veja no *collegium* dos romanos, e há ainda os que a vêm nos *bazares* dos palestinos.

Sobre tal tema, assim se pronunciou Rafael Bartolomeu Laborda (1980)⁷ citado por Moreira (2007, p. 33-34):

Para que se possa falar em precedente bursátil é necessário que de alguma maneira, apareça o operador especializado, que as reuniões sejam frequentes e que nelas se levem a cabo negociações sobre bens econômicos variados e de ampla difusão, de acordo com uma regulamentação estabelecida. Daqui a cautela que deve presidir qualquer intento de precisar as origens.

As bolsas na Idade Média se limitavam a operações de câmbio de moedas e à compra e venda de metais preciosos, não havendo negociações com valores mobiliários. Os pregões eram à viva voz e os fatores limitantes ao crescimento das bolsas eram: a falta de crédito e as dificuldades de comunicação. A primeira bolsa de valores surgida no mundo foi a Bolsa de Amsterdã, criada no ano de 1.531, em Ambéres, Bélgica. Em 1.554, foi criada a de Londres; em 1.724, a de Paris e em 1.792, a de Nova York.

No Brasil, o embrião da BM&FBOVESPA foram os corretores, que, no século XIX, sem um local pré-determinado para a realização dos seus negócios, operavam um pequeno número de mercadorias, ações e títulos públicos. Enriquecem o tema as palavras de Levy (1977):

Os corretores se deslocavam de praça em praça à procura de compradores ou vendedores de uma pequena variedade de mercadorias, moedas, ações ou títulos

⁷ LABORDA, Rafael Bartolome. *La bolsa en el mundo: organización y funcionamiento de todas las bolsas existentes*. España: Deusto Bilbao, 1980.

públicos. (...) De acordo com a origem semântica da palavra corretor, esse intermediário precisava efetivamente de correr. Era ele o meio físico da comunicação, o vínculo da informação. (LEVY, 1977, p.3).

O passo seguinte foi a centralização dos negócios em um único local, a qual foi bem vista pelo Estado, uma vez que facilitaria a cobrança de impostos e o conhecimento da cotação dos títulos públicos. De instituição *autorregulada* passou a ser logo em seguida uma instituição sujeita à regulamentação estatal. Dão luz ao tema os dizeres de Moreira (2007, p. 36): “Assim, o Decreto 417, de 14.06.1845, regulamentou a profissão de corretor. Posteriormente, em 1849, foi institucionalizada a Junta dos Corretores de Fundos Públicos da Corte, por meio do Decreto 648, de 10 de novembro.”

Somente em 1.964, com a reestruturação do Sistema Financeiro Nacional, que objetivava promover o desenvolvimento do país, o mercado de capitais foi disciplinado por meio das Leis 6.385 e 6.404.

Informações obtidas no site da BM&FBOVESPA⁸ mostram que, em 2008, aconteceu a integração da Bovespa Holding S.A. e a BM&F S.A. e a consequente criação da Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros – BM&FBOVESPA, uma companhia de capital brasileiro, e uma das maiores bolsas do mundo em valor de mercado. Desde 20/08/2008, a BM&FBOVESPA possui ações listadas e negociadas, sob o código BVMF3, no Novo Mercado. Seus papéis também integram o IBOVESPA, índice que reúne as ações mais líquidas do Brasil. Havia a expectativa de que a fusão criaria a segunda maior Bolsa das Américas – a maior Bolsa ainda seria a Chicago Mercantile, nos Estados Unidos, e a terceira maior do mundo (atrás apenas da Deutsche Börse e da Bolsa de Chicago).

O site da BM&BOVESPA⁸ também informa que a Bovespa Holding abriu seu capital, passando a ter ações negociadas em pregão, no dia 26 de outubro de 2007. Com a operação, a companhia levantou R\$ 6, 625 bilhões. A BM&F fez o mesmo em 30 de novembro e captou R\$ 5, 984 bilhões. Segundo dados do dia em que a fusão foi anunciada, a “Nova Bolsa”, nome provisório da BM&FBOVESPA, valia cerca de US\$ 18 bilhões ou R\$ 31 bilhões.

A sinergia resultante da integração das atividades das duas bolsas, com uma estrutura mais ágil e mais eficiente, implicou não apenas redução de custos, mas também de aumento de receitas.

⁸ Disponível em: <www.bmfbovespa.com.br>. Acessado em: 15/11/2011.

Essa fusão teve como consequência o fortalecimento do Brasil como um centro de excelência de mercado de capitais na América Latina.

Segundo informação obtida na própria BM&FBOVESPA, em 29/11/2011, ela ocupava a 4ª posição no *ranking* das maiores bolsas do mundo em valor de mercado.

Neste item, foram vistos o conceito; os objetivos; a história da regulação do mercado de capitais e a evolução das bolsas de valores. Passa-se a discutir agora o órgão regulador do mercado de capitais do Brasil, o que são valores mobiliários e o que são companhias abertas e companhias fechadas.

2.2. A CVM, Valores Mobiliários, Empresas Abertas e Fechadas

2.2.1. A CVM

2.2.1.1. Origem e arcabouço legal

A CVM (Comissão de Valores Mobiliários) é uma autarquia federal, em regime especial, criada pela Lei nº 6.385, de 07 de dezembro de 1.976, com o *status* de agência reguladora. Ela tem a finalidade de disciplinar, fiscalizar e desenvolver o mercado de valores mobiliários, entendendo-se este mercado como aquele em que são negociados títulos emitidos pelas empresas para captar, junto ao público, recursos destinados ao financiamento de suas atividades.

Em 1997, a Lei nº 9.457 alterou a Lei nº 6.385, aumentando o poder de polícia da CVM sobre os participantes do mercado.

Em 2001, a Lei nº 6.385 sofreu novas alterações, decorrentes da edição simultânea de uma Lei – Lei nº 10.303/2001, de uma Medida Provisória – a MP nº 08, que se converteu na Lei nº 10.411/2002 e de um Decreto – Decreto nº 3.995/2001. Essas alterações visaram, primordialmente, a ampliação do mercado de valores mobiliários – mediante a inclusão de novos títulos e contratos no conceito de valores mobiliários, à extensão da competência da CVM; a alteração nos procedimentos administrativos por ela instaurados; e a modificação de sua estrutura.

O artigo 3º do Decreto nº 6.382/2008 que disciplina a Estrutura Regimental da Comissão de Valores Mobiliários determina que ela seja dirigida por um Colegiado, composto por um

Presidente e quatro Diretores, todos nomeados pelo Presidente da República, após aprovação em sabatina pelo Senado Federal. Reputação ilibada e competência em matéria de mercado de capitais são os requisitos básicos exigidos. O corpo técnico da CVM tem diversas superintendências especializadas, além de Ouvidoria, Assessoria de Comunicação Social, Assessoria Econômica e Auditoria Interna.

2.2.1.2. Constitucionalidade e legalidade dos atos da CVM

Na doutrina brasileira, há juristas tradicionais que questionam o poder regulador do Poder Executivo que não esteja diretamente previsto em lei, mas há também os que defendem esse poder regulatório, chamados juristas modernos. Assim, faz-se mister a discussão da questão, em face dos princípios da separação dos poderes e da legalidade, uma vez que a operação de fechamento de capital é regulamentada por atos normativos da CVM. Sobre essa discussão assim se expressou Moreira (2007):

A questão suscita grave conflito entre dois interesses públicos da maior relevância: a imperiosidade de regulamentação (rápida e eficiente) da captação e circulação da poupança popular por meio do mercado de capitais, versus o respeito aos princípios constitucionais basilares. Em síntese, há na doutrina brasileira pensadores de escol que taxam de inconstitucional e ilegal qualquer exercício de poder regulador pelo Poder Executivo que não esteja diretamente previsto em lei. Para esses, só haveria, no direito brasileiro, regulamentos de execução, cujo fim é dar “fiel execução à lei”. Essa corrente tradicional ainda é majoritária no Brasil. De outro lado, encontra-se a doutrina minoritária, que admite o exercício de efetivo poder regulador pelo Executivo, sem violação dos mencionados princípios constitucionais. (MOREIRA, 2007, p. 38).

A crítica dos juristas tradicionais é a de que a regulamentação pelo executivo fere o princípio constitucional da separação dos poderes, por estar invadindo a esfera de competência do Poder Legislativo. Estariam as regulações do mercado de crédito, de câmbio e monetário, todas de competência do Banco Central do Brasil, destituídas de legalidade? Não é uma suposição razoável. Também não é razoável supor que os nossos legisladores dessem conta de legislar sobre assuntos tão específicos e tão dinâmicos, sendo essa tarefa mais apropriada às agências reguladoras, dotadas de capacidade técnica e de maior agilidade.

Entendem os juristas da corrente moderna que não há razão para se falar em desrespeito ao princípio constitucional da separação dos poderes, uma vez que a Constituição garante, privativamente ao Poder Legislativo, a função legislativa; e a todos os poderes, a normativa.

Iluminam a discussão as palavras de Eizirik *et al* (2008):

Cabe ao Poder Legislativo, por meio de lei, atribuir função regulatória à determinada autarquia especial, bem como fixar a política pública que norteará sua atuação. Logo, não se delegam poderes. A atividade normativa da agência é necessária, neste contexto, à própria implementação da política pública, o que não equivale dizer que atividade normativa inova apenas na medida em que promove a mera execução da lei. A agência reguladora deve correspondência à política pública democraticamente estabelecida e é por ela limitada no desempenho de suas competências; sua atuação é independente e autônoma, mas sempre limitada pelo marco regulatório pertinente – a lei ou o conjunto de leis que atribuem a função regulatória ou disciplinam o mercado. (EIZIRIK *et al.*, 2008, p. 72).

A CVM, assim como todas as agências reguladoras, deve obediência ao princípio da legalidade, o qual está estatuído na Constituição, no seu art. 5º, II, da CF/88: “ninguém será obrigado a fazer ou deixar de fazer alguma coisa senão em virtude da lei”. Segundo os juristas tradicionais, esse artigo impõe que, no direito brasileiro, existem somente regulamentos de execução, ou seja, aqueles estritamente necessários ao fiel cumprimento da lei. Contra argumentam os juristas modernos que é a própria Constituição que dá legalidade ao poder regulamentar conferido aos outros poderes ao dispor, no seu art. 49, incs. V e XI, ser:

[...] da competência exclusiva do Congresso Nacional sustar os atos normativos do Poder Executivo que exorbitem do poder regulamentar, ou dos limites de delegação legislativa e, principalmente, zelar pela preservação de sua competência legislativa em face da atribuição normativa dos outros poderes.

A corrente moderna entende que os poderes atribuídos à CVM pela Lei nº 6.385/76 e suas posteriores alterações não colidem com a legitimidade do exercício do poder regulamentar da CVM, restando, portanto, intacto esse poder. Contudo, é assegurado o direito de confronto de qualquer ato editado pela CVM com a sua lei de regência.

O Supremo Tribunal Federal tem acolhido a tese da doutrina moderna, ou seja, da legalidade de atribuição de funções normativas ao Poder Executivo; restando, desse modo, apaziguada a questão colocada. Assim, entende-se que todas as normas emanadas da CVM, respeitadas as regras estabelecidas pelo congresso nacional e eventuais normas expedidas pelo Presidente da República, têm amparo legal e constitucional, inclusive aquelas relativas ao fechamento de capital de companhias abertas.

Alguns críticos veem na concentração de poderes (produção e aplicação de normas e sanções pelo seu descumprimento) da CVM um incentivo para que ela possa exorbitar de suas funções. Eles desconhecem que os atos normativos da CVM que excedem sua competência podem ser sustados pelo Congresso Nacional e, se tais atos também não obedecerem ao ordenamento jurídico nacional, o Poder Judiciário poderá impedir a aplicação dessas normas.

Esse arcabouço parece funcionar adequadamente, conformando a atuação diária da CVM. Isso pode ser comprovado pelo alto nível de manutenção, pelo CRSFN e pelo Poder Judiciário, das sanções impostas pela CVM, como pela declaração de conformidade da regulamentação da CVM à lei pelo Poder Judiciário, na maioria dos casos que apreciou essa questão. O Congresso nacional também não viu, até hoje, necessidade de sustar qualquer regulamentação expedida pela CVM. (SOUSA, 2006, Revista Bovespa, *online*).

A citação acima complementa o entendimento dessa questão.

2.2.1.3. Funções

É no mercado de capitais que as empresas buscam atender às suas necessidades de financiamento, seja para projetos de expansão, seja para projetos de aperfeiçoamento tecnológico. Nessa relação, as empresas buscam recursos a custos satisfatórios; diferentemente do público investidor, que busca por retorno, liquidez, prazo e garantia. Tautologias e truísmos à parte, o mercado de capitais é o meio mais eficaz de conectar o investidor com o poupador.

Ética e eficiência dos seus protagonistas são as bases para a sobrevivência e desenvolvimento desse mercado, o qual está visceralmente ligado à credibilidade e eficácia do seu órgão regulador – a CVM.

As principais atribuições da CVM, segundo a legislação vigente, têm como objetivos:

- Estimular a formação de poupança e sua aplicação em valores mobiliários.
- Promover a expansão, o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações, bem como estimular as aplicações permanentes em ações do capital social de companhias abertas.
- Assegurar o funcionamento eficiente e regular do mercado de bolsa e de balcão.
- Proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra emissões irregulares de valores mobiliários e atos ilegais de administradores e acionistas das companhias abertas, ou de administradores de carteira de valores mobiliários.

- Evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinada a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários negociados no mercado.
- Assegurar o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido.
- Assegurar a observância de práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários.
- Assegurar, no mercado, a observância das condições de utilização de crédito fixadas pelo Conselho Monetário Nacional.

A CVM detém poder normativo e punitivo. Assegurada a ampla defesa, a CVM pune quem descumpra as normas ou quem pratica atos fraudulentos. Após inquérito administrativo, ela pode aplicar as seguintes penalidades: advertência, multa, suspensão ou inabilitação para o exercício do cargo e suspensão ou cassação da autorização ou do registro, além de proibição por prazo determinado, não só para a prática de atividades ou operações para os integrantes do sistema de distribuição, mas também para atuar como investidor, direto ou indiretamente no mercado. Pode ainda aplicar o Termo de Compromisso, que possibilita a suspensão do procedimento administrativo, desde que o acusado interrompa a prática do ato ilícito e indenize os prejudicados. A confissão do ilícito e/ou a prestação de informações relevantes à sua materialidade podem atenuar as penas a serem impostas.

Toda ocorrência de indícios de ilícito penal nos processos em que se apuram irregularidades no mercado deve ser comunicada pela CVM ao Ministério Público e, quando a ocorrência for de indícios de ilícito fiscal, à Secretaria da Receita Federal. Da decisão do colegiado da CVM, cabe recurso ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional.

A CVM não se preocupa apenas com a normatização e a punição, mas também com a busca de inovações em benefício do crescimento e da maior eficiência do mercado.

Antes de baixar suas normas, a CVM dá oportunidade de o mercado se manifestar sobre elas e até mesmo participar de sua elaboração. As minutas dos projetos de normas são discutidas em audiência pública, na qual são aprimoradas.

Os atos públicos expedidos pela CVM são: Instrução, Deliberação, Parecer, Parecer de Orientação, Nota Explicativa, Portaria e Ato Declaratório.

Na sua atividade regulatória, a CVM procura estar em sintonia com as expectativas da sociedade e dos entes regulados. Essa regulação leva em conta os seguintes fundamentos: interesse público, confiabilidade, eficiência do mercado, competitividade, mercado livre, proteção ao investidor.

2.2.2. Valores Mobiliários

Entendem-se como valores mobiliários todos os títulos emitidos por sociedades de capital aberto, que dão direitos patrimoniais ou creditícios sobre elas e que estão sujeitos ao registro na Comissão de Valores Mobiliários, para lançamento no mercado de capitais.

As principais características dos valores mobiliários e que os distinguem de outros bens são:

- Não possuem um valor intrínseco.
- Não são bens produzidos ou fabricados, mas são emitidos e depois ofertados aos investidores.
- São bens fungíveis, mas que têm características distintas entre si, quanto aos direitos dos titulares e quanto às finalidades.

A miríade de títulos considerados como valores mobiliários contém a ideia de risco (há exceções, como, por exemplo, as debêntures), em que o lucro e até mesmo a quantia investida dependem do sucesso do empreendimento. O investidor do título pode vir a perder tudo.

O estudo do Direito brasileiro, da França e dos Estados Unidos, com relação à abrangência do conceito de valores mobiliários, permite concluir que existem dois sistemas distintos:

- Lista fechada: sistema que considera como valores mobiliários apenas aqueles expressamente previstos em lei, adotado pela França e pelo Brasil até a edição da MP 1.637/1998, posteriormente convertida na Lei nº 10.198/2001.
- Maior abrangência: adotado nos Estados Unidos desde 1933 e no Brasil atualmente.

2.2.2.1. Valores mobiliários no direito norte-americano

Nos Estados Unidos, até 1933, só existiam diplomas estaduais que eram conhecidos por *blue sky laws*. Tais leis foram descritas pelo Professor Osmar Brina Corrêa Lima como muito duras e puniam com rigor aqueles que, com fraude e engodo, prometiam ao investidor *um maravilhoso, mas ilusório céu azul* (LIMA, *online*).

A definição de *security* (valor mobiliário) foi dada pelo Congresso Nacional dos Estados Unidos com a edição do *Securities Act*, em 1933. Esta lei foi muito criticada à época, porque estava eivada de imprecisões. Coube, pois, ao judiciário americano dar melhor definição de *security*, tendo como ponto de partida a definição do que era um *investment contract* (contrato de investimento).

Sobre o *leading case*, que definiu *investments contracts* e criou jurisprudência, assim se expressou Moreira (2007):

Assim é que, em 1946, a Suprema Corte dos Estados Unidos julgou o caso SEC v. W. J. Howey Company, no qual definiu contrato de investimento. Nesse famoso precedente, o juiz Murphy, valendo-se da experiência das Cortes Estaduais, conceituou contrato de investimento como “todo contrato, transação ou esquema através do qual uma pessoa aplica o seu dinheiro em um empreendimento comum, com o objetivo de obter lucro, em virtude exclusivamente dos esforços que venham a ser desenvolvidos pelo lançador ou por uma terceira pessoa”. (MOREIRA, 2007, p. 91).

Enriquecem o tema as informações prestadas por Eizirik *et al* (2008):

Conforme a Howey definition, a security compreende o investimento em dinheiro em empreendimento comum, no qual a expectativa de lucros depende unicamente dos esforços de terceiros. (...) As cortes norte-americanas, no julgamento de casos em que estava sendo discutida a submissão de determinados títulos, instrumentos ou operações ao regime jurídico das securities, passaram a examinar em cada hipótese concreta se estavam presentes os elementos compreendidos na Howey definition, a saber: a) Investment of Money (“investimento em dinheiro”); b) common enterprise (“empreendimento comum”); c) expectation of profits (“expectativa de lucro”); d) solely from the efforts of others (“unicamente dos esforços de terceiros”). (EIZIRIK *et al.*, 2008, p. 33).

A definição acima passou a ser utilizada para identificar uma security pelos órgãos reguladores e judiciário norte americanos.

2.2.2.2. Valores mobiliários no direito brasileiro

Para o direito societário brasileiro, é de suma importância o conceito de valor mobiliário, pois delimita a competência da Comissão de Valores Mobiliários e contribui para a compreensão do que seja uma companhia aberta e uma companhia fechada.

O alcance da fiscalização não se limita às companhias abertas, mas também a qualquer emissor de valores mobiliários, e nesse sentido é a lição de Eizirik *et al* (2008, p. 26):

A própria lei que instituiu a Comissão de Valores Mobiliários, a Lei nº 6.385/1976, posteriormente alterada pela Lei nº 10.303/2001, é taxativa ao prever, no seu artigo 2º, parágrafo 2º, seu alcance tanto sobre as companhias abertas quanto sobre os demais emissores de valores mobiliários.

O art. 2º da Lei nº 6.385, de 07.12.76, com alterações feitas pela Lei nº 10.303, de 31.10.01, define como valores mobiliários:

- As ações, debêntures e bônus de subscrição.
- Os cupons, direitos e recibos de subscrição e certificados de desdobramento relativos aos valores mobiliários.
- Os certificados de depósito de valores mobiliários.
- As cédulas de debêntures.
- As cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos.
- As notas comerciais.
- Os contratos futuros, de opções, e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários.
- Outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes.

A Lei nº 10.303 acrescentou:

Quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros.

Qualquer emissão pública de valores mobiliários distribuída no mercado deverá ser previamente registrada na CVM, entendendo-se por atos de distribuição: a venda, a promessa de venda, a oferta à venda ou subscrição, e a aceitação de pedido de venda ou subscrição de valores mobiliários.

Os títulos das dívidas públicas federal, estadual e municipal, assim como os títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira (exceção feita às debêntures), não são considerados valores mobiliários, competindo ao Banco Central a regulamentação deles.

2.2.3. Companhias Fechadas e Companhias Abertas

Para o bom entendimento do que venha a ser o fechamento de capital de uma empresa, ou o que dá no mesmo, o cancelamento do seu registro junto à CVM, é necessária a clara distinção entre uma companhia fechada e uma companhia aberta. A isso se devem as definições a seguir:

- Sociedade anônima é uma forma de constituição de empresas na qual o capital social está dividido em ações, que podem ser transacionadas livremente, sem necessidade de escritura pública ou outro ato notarial. Havendo duas espécies, a saber:
 - Companhia fechada: é a sociedade anônima que obtém seus recursos de um grupo reduzido de investidores, incluindo seus fundadores, e não negocia seus títulos junto ao público. Tem um número pequeno de acionistas.
 - Companhia aberta: é a sociedade anônima que pode negociar seus valores mobiliários no mercado de capitais, na bolsa ou mercado de balcão, e que é regulada pela Comissão de Valores Mobiliários. Ela tem muitos e indeterminados acionistas.

A Lei 10.303/01, no artigo 4º, assim determina: “Art. 4º. Para os efeitos desta Lei, a companhia é aberta ou fechada conforme os valores mobiliários de sua emissão estejam ou não admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários”.

Inicialmente, antes das Leis 6.358/76 e 6.404/76, o Banco Central do Brasil era o órgão regulador do mercado de capitais, cabendo ao Conselho Monetário Nacional - CMN definir os critérios para que uma sociedade anônima pudesse ser considerada de capital aberto. O critério do CMN era importante para delimitar o alcance do poder de regulamentação do Banco Central do Brasil e mais ainda, quais sociedades anônimas poderiam se beneficiar dos incentivos fiscais oferecidos na época.

Quando a regulamentação do mercado de capitais passou a ser da responsabilidade da CVM, houve quem interpretasse que haveria dois tipos de companhias abertas, questão superada pela

Resolução 457 da CVM, de 21.12.1977, que revogou as Resoluções 106 e 176 do Banco Central do Brasil.

Esclarecedoras são as palavras de Requião (2000):

Diz essa importante resolução 457 que, “para os efeitos legais e regulamentares, serão consideradas como sociedades anônimas de capital aberto todas as companhias abertas”. Prevaleceu, como se vê, aquele entendimento que expusemos desde o princípio, de que não havia motivo para distinguir a companhia aberta da sociedade anônima de capital aberto (Resolução 106). Todas elas, sejam constituídas nos moldes da Lei 6.404, de 1976, ou provenham do sistema antigo da resolução 106, agora revogado, são, com efeito, idênticas, desde que tenham suas ações admitidas à negociação em bolsa ou mercado de balcão (art. 4º). (REQUIÃO, 2000, p. 32).

Os itens 2.1, 2.2 do marco teórico apresentaram os principais conceitos relativos ao mercado de capitais, seu surgimento, sua história e sua regulação, o que permite que agora se avance para o tema que é o fulcro desta dissertação: perscrutar a regulação pertinente e identificar as razões que as empresas têm para fechar o capital.

2.3. Fechamento de Capital: Razões e Regulação

2.3.1. Cancelamento do Registro Junto à CVM

Para uma companhia fechar o seu capital, ou o que é a mesma coisa, cancelar seu registro de companhia de capital aberto na CVM, é necessário que ela se disponha a adquirir todas as ações em circulação no mercado. A forma exigida pela legislação é que essa aquisição se faça por meio de uma OPA (Oferta Pública de Aquisição de Ações).

Toda e qualquer OPA deve observar os ditames da Instrução Normativa nº 361/2002 da Comissão de Valores Mobiliários.

Carvalhosa (1979) define a Oferta Pública de Aquisição de Ações (OPA) como a manifestação da vontade unilateral do proponente de adquirir ações de um conjunto de investidores indeterminados, proprietários dessas ações, com preços, prazos, cláusulas e condições previamente estabelecidas.

Eizirik *et al.* (2008) complementa afirmando que a OPA destina-se a conferir, a todos os acionistas de determinada companhia aberta, igualdade de condições na alienação das ações de sua propriedade, nos casos em que possa haver alterações significativas na composição acionária da companhia. Trata-se de assegurar que uma pessoa, ao adquirir uma quantidade

substancial de ações de uma companhia aberta, ofereça oportunidade de venda para todos os outros acionistas, ao mesmo tempo e ao mesmo preço.

Este é o entendimento do artigo 4º, incisos I e II da IN 361/2002:

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 equitativo 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.

Moreira (2007) faz uma análise da legislação e conclui que o cancelamento de registro de companhia aberta pode ser entendido como um ato administrativo (art. 4º, parágrafo 4º, da LSA) ou como um procedimento (art. 1º da IN 361/02 da CVM). Ao ato administrativo, atribui-se a denominação de cancelamento *strictosensu* e ao procedimento, atribui-se a denominação de cancelamento *latosensu*.

Uma OPA pode ser obrigatória, voluntária e concorrente. As situações, segundo a Lei nº 6.404/1976, que tornam a OPA obrigatória, são:

- Cancelamento de registro de companhia aberta (artigo 4º, parágrafo 4º).
- Aumento da participação do acionista controlador, tendo como consequência o impedimento de liquidez das ações remanescentes (artigo 4º, parágrafo 6º).
- Aquisição de controle de companhia aberta (artigo 254-A).

A OPA é dita voluntária quando sua realização não é imposta por norma, acontecendo exclusivamente pela vontade do ofertante de adquirir ações mediante apelo público.

A OPA é dita concorrente quando formulada por um terceiro, que não o ofertante ou pessoa vinculada a ele, e que tenha por objeto ações abrangidas por oferta pública de aquisição que já esteja em curso.

Quando o pagamento proposto for programado para ser realizado em moeda corrente, a OPA é dita de compra. Quando o pagamento proposto for programado para ser pago com valores mobiliários de emissão de companhia aberta, do próprio proponente ou de outra companhia,

será de permuta. Será mista quando o pagamento envolver moeda e valores mobiliários. (artigo 6º da Instrução CVM nº 361/2002).

2.3.1.1. Procedimentos Gerais

Toda OPA obrigatória deve ser registrada na CVM ao passo que a OPA voluntária só estará sujeita a registro na CVM, quando envolver permuta de valores mobiliários (parágrafo 1º do artigo 2º). A esse registro também estará sujeita a OPA concorrente, quando esta concorrer com OPA obrigatória. O registro deverá ser solicitado à CVM em até 30 dias, a contar da publicação de fato relevante. A CVM deve deliberar sobre o pedido do ofertante em até 30 dias. Caso a CVM faça exigências adicionais, o prazo será interrompido.

Não pode o ofertante alterar ou revogar unilateralmente a proposta da OPA apenas em decorrência de sua vontade, salvo se o contrário resultar dos termos da própria proposta, da natureza do negócio ou das circunstâncias do caso, conforme preconizam os artigos 427 e 429 do Código Civil.

Antes da concessão do registro e da publicação do seu edital, o ofertante poderá desistir da realização da OPA. Depois da concessão do registro e publicação do edital, em conformidade com artigo 5º da Instrução CVM nº 361/2002, a OPA somente poderá ser modificada ou revogada, com autorização prévia e expressa da CVM, que analisará se houve alterações substanciais, imprevisíveis e posteriores nas circunstâncias de fato existentes, quando do lançamento da OPA, tendo como consequência aumento relevante dos riscos assumidos pelo proponente.

A CVM reconhece que não há incompatibilidade entre a irrevogabilidade e a existência de condições. Diz expressamente o artigo 4º, inciso VIII, da Instrução no 361/2002 que “a OPA poderá sujeitar-se a condições cujo implemento não dependa de atuação direta ou indireta do ofertante ou de pessoas a ele vinculadas”.

Temendo situações que possam afetar a viabilidade da oferta, como, por exemplo, ocasiões de alta volatilidade do mercado, deve o ofertante fixar condições.

O ofertante da OPA deve contratar uma corretora, distribuidora ou instituição financeira com carteira de investimentos para a intermediação, devendo esta instituição assegurar ao mercado a viabilidade econômica do cumprimento da proposta pública realizada pelo ofertante. O

parágrafo 2º do artigo 7º da Instrução CVM nº 361/2002 regula a atuação da instituição intermediária.

Quando o ofertante da OPA for a própria companhia, o acionista controlador ou pessoa a ele vinculada, deverá ser elaborado laudo de avaliação da companhia, objetivando dar aos destinatários da oferta meios para tomarem uma decisão consciente de se aceitar ou não a proposta. O laudo de avaliação deverá observar as disposições constantes do artigo 8º, bem como do Anexo III da Instrução CVM nº 361/2002, acrescentado pela Instrução CVM nº 436/2006. O artigo 8º, parágrafo 1º, da Instrução CVM nº 361/2002 esclarece quem pode elaborar o laudo.

A principal característica da OPA é ser uma declaração destinada a um número indeterminado de pessoas. A declaração de aceitação pelo acionista alienante o vincula ao contrato de compra e venda cujas cláusulas básicas são aquelas expressas na OPA. Esse contrato possui natureza de contrato por adesão, devendo a OPA ter conteúdo preciso e completo, consubstanciando todos os elementos do futuro contrato. Tanto o ofertante como a instituição intermediária são responsáveis pela veracidade e exatidão das informações, razão pela qual o artigo 10 da Instrução CVM nº 361/2002 determina que o instrumento de OPA seja firmado tanto pela companhia ofertante quanto pela instituição financeira participante da oferta.

A disponibilidade da lista de acionistas nos locais previstos no edital é de fundamental importância para que os destinatários da oferta se organizem e defendam seus interesses de forma mais adequada. São também importantes as informações sobre o ofertante no sentido de que os acionistas destinatários tenham condições de avaliar a sua capacidade de cumprir a oferta.

Com o objetivo de impedir que a OPA possa servir de instrumento de fraude ao direito dos minoritários – caso a companhia objeto da OPA seja envolvida, no prazo de um ano, a partir da oferta, em operação de alienação de seu controle acionário, que dá ensejo à realização de OPA obrigatória e o valor que o acionista minoritário teria direito a receber for superior ao preço pago na OPA –, o ofertante fica obrigado a pagar a respectiva diferença aos aceitantes da OPA. Esta diferença não será devida, caso o ofertante divulgue no próprio edital de oferta pública a informação sobre a futura ocorrência de operação que dê ensejo à realização de oferta pública obrigatória ou exercício do direito de retirada. (ver artigo 10, parágrafo 1º da Instrução CVM nº 361/2002).

Excetuada a OPA por alienação de controle, o artigo 15 prevê que, em qualquer OPA formulada pela companhia objeto, pelo acionista controlador ou por pessoas a ele vinculadas, caso haja a aceitação por titulares de mais de 1/3 e menos de 2/3 das ações em circulação, o ofertante somente poderá: 1- adquirir até 1/3 das ações em circulação da mesma espécie e classe, procedendo-se ao rateio entre os aceitantes; 2- desistir da OPA, desde que tal desistência tenha sido expressamente manifestada no instrumento da OPA, ficando sujeita apenas à condição de a oferta não ser aceita por acionistas titulares de pelo menos 2/3 das ações em circulação.

Em caso de aquisição de mais de 2/3 de ações de uma mesma espécie ou classe em circulação, fica obrigado o ofertante, no prazo de 3 (três) meses, a partir da data de realização do leilão e pelo preço final do leilão, a adquirir as ações remanescentes em circulação, ressalvada a hipótese de OPA por alienação de controle, de qualquer OPA formulada pelo acionista controlador, pessoa a ele vinculada ou pela própria companhia, que vise à aquisição de mais de 1/3 das ações de uma mesma espécie ou classe em circulação (ver parágrafo 2º do artigo 10 da Instrução CVM nº 361/2002). Tal norma visa proteger o acionista minoritário que, mesmo discordando da oferta, não fique obrigado a permanecer com ações de liquidez reduzida.

As informações de data, local e horário de início, relativas ao leilão da OPA, devem ser divulgadas. Somente com uma completa e precisa divulgação estará se assegurando o princípio de igualdade entre os acionistas titulares das ações objeto da OPA. O artigo 11 da Instrução CVM nº 361/2002 obriga que o ofertante da OPA publique o edital pelo menos uma vez nos jornais de grande circulação habitualmente utilizados pela companhia objeto. Obriga também o parágrafo 2º do artigo 11 que um exemplar da publicação do edital seja encaminhado à CVM bem como ao seu endereço eletrônico. Ficando disponível na CVM, na BOVESPA ou na entidade do mercado de balcão organizado em que deva ser processada a oferta, no endereço do ofertante, na sede da instituição intermediária e da companhia objeto.

O leilão, regulado pelo artigo 12 da Instrução, tem como objetivo assegurar:

- A possibilidade de o ofertante ir aumentando o valor por ele proposto, caso constate o desinteresse dos destinatários pelo preço inicial, hipótese em que os novos preços deverão ser necessariamente estendidos aos aceitantes dos lances anteriores.
- Permitir a livre interferência de terceiros compradores na oferta.

2.3.1.2. OPA para cancelamento de registro

Os procedimentos exigidos para o cancelamento de registro de companhia aberta de uma empresa são disciplinados pela Instrução CVM nº 361/2002, pela lei e pela regulamentação administrativa adicional editada pela CVM.

Fechar ou não o capital voluntariamente é uma decisão que só diz respeito aos acionistas da empresa, ao examinarem o *trade-off* entre usufruir das vantagens de se manter na condição de companhia aberta e arcar com o peso de cumprir as exigências legais inerentes a essa condição. Da decisão de uma empresa de fechar o seu capital voluntariamente não cabe interferência da CVM.

Buscando impedir que o acionista minoritário fique obrigado a ser acionista de uma companhia fechada, a CVM obriga o ofertante a promover uma OPA da totalidade das ações em circulação no mercado, que deverá ser aceita por percentual relevante de acionistas minoritários. Caso uma parcela significativa de acionistas minoritários não concorde com o cancelamento do registro, poderá evitá-lo. É o que determina o artigo 4º da Lei 6.404 das S.A.:

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.

Não só o acionista controlador ou pessoa a ele vinculada, mas também a própria companhia pode promover a OPA com o objetivo de fechamento de capital, estando, neste caso, a aquisição das ações condicionada à existência de lucros ou reservas disponíveis superior ao valor total das ações. Isso é o que expressa o artigo 20, inciso IV, da IN CVM nº 361/2002:

IV – nos casos de OPA lançada pela própria companhia, transcrição da deliberação do órgão da companhia que tiver aprovado o lançamento da OPA, contendo, no mínimo, a justificativa da operação, da desnecessidade de captação de recursos por meio de subscrição pública de ações no prazo de 2(dois) anos, e a referência à existência das reservas exigidas por lei.

A nota explicativa CVM nº 08/1978 é clara no sentido de que a CVM não interfere na fixação do preço oferecido pelo acionista controlador, embora assegure que todas as informações

necessárias sejam prestadas para que os minoritários tomem uma decisão consciente sobre a aceitação ou não da oferta. A lei nº 10.303/2001 impõe ao ofertante a obrigação de fundamentar o preço oferecido por meio de um laudo de avaliação independente, produzido de acordo com o artigo 8º da Instrução CVM nº 361/2002.

Sobre os critérios de avaliação, assim se expressou Eizerik *et al* (2008):

Vale lembrar que, que apesar de não estarem vinculados a um único critério de avaliação, o acionista controlador ou a companhia emissora, ao definirem o preço da oferta pública, devem escolher o parâmetro mais compatível com a situação da companhia e das ações de sua emissão. Isto significa que o critério da “cotação das ações no mercado” somente poderá ser utilizado se as ações forem dotadas de efetiva liquidez no mercado secundário; o critério de “comparação por múltiplos” não poderá ser usado se não houver companhias que possam ser objeto de comparação; o critério de “fluxo de caixa descontado” não é adequado para empresas cíclicas, ou que estejam envolvidas em processos de reestruturação. (EIZERIK *et al.*, 2008, p. 568).

A CVM permite a oferta de valores diferentes para ações ordinárias e preferenciais, desde que justificado no laudo de avaliação.

Diferentemente da CVM que não tem poderes legais para questionar o preço ofertado, os acionistas detentores de pelo menos 10% das ações em circulação, têm. Em assembleia especial, eles podem exigir uma nova avaliação das ações objeto da oferta. Caso esta nova avaliação chegue a um preço superior ao inicialmente ofertado, poderá o ofertante aceitar o novo preço ou desistir da oferta pública; inviabilizando, assim, o fechamento de capital. No caso do novo preço ser inferior, prevê o artigo 4º-A, parágrafo 3º da Lei das S.A. que os acionistas requerentes da realização da nova avaliação e os que votaram a favor deverão ressarcir o ofertante de todos os custos incorridos.

Direito de impedir o cancelamento de registro de companhia aberta é o que pretende garantir ao acionista minoritário o artigo 16 da Instrução CVM nº 361/2002, ao fixar que mais de 2/3 (dois terços) dos proprietários das ações em circulação tenham aceitado a oferta pública ou manifestado concordância com o fechamento de capital. Impõe o artigo 16, inciso II, da Instrução CVM nº 361/2002 que a base sobre a qual se calculam os 2/3 exigidos não é a totalidade das ações em circulação, mas sim as ações de propriedade dos acionistas que se credenciaram para participar da oferta pública.

No caso de fechamento de capital, os acionistas que não se credenciaram para participar do leilão da oferta pública poderão, de acordo com os artigos 10 - parágrafo 2º e 21- parágrafo

2º, da Instrução CVM nº 361/2002, podem alienar suas ações pelo mesmo preço do leilão, respeitado o prazo de 3 (três) meses.

O Resgate de ações, após o cancelamento de registro de companhia aberta, é uma operação que visa à diminuição de custos desnecessários, no qual a companhia pode adquirir compulsoriamente as ações de sua emissão, retirando-as definitivamente do mercado. Assim, Eizerik *et al*(2008) se manifestam sobre este procedimento:

Portanto, para que a nova modalidade de resgate seja legitimamente utilizada, de acordo com a orientação da CVM, devem ser atendidos os seguintes requisitos: Tenha ocorrido o prévio fechamento de capital da companhia, por meio de oferta pública de aquisição de ações, realizada de acordo com a regulamentação editada pela CVM; a) após a referida oferta pública tenha restado em circulação menos de 5%(cinco por cento) das ações de emissão da Companhia; e b) seja depositado em nome dos acionistas minoritários remanescentes, em estabelecimento bancário autorizado pela CVM, valor equivalente ao praticado na oferta pública de fechamento de capital. (EIZIRIK *et al.*, 2008, p. 576).

Após o advento da Lei nº 10.303/2001, a CVM passou a reconhecer como válida a operação de incorporação de ações, sem a necessidade do cumprimento dos procedimentos necessários para o cancelamento de registro de uma companhia aberta. Entretanto, uma operação de incorporação de ações deve atender ao interesse social, bem como às necessidades econômico-financeiras, tanto da companhia incorporadora, quanto da companhia incorporada. Caracteriza fraude à lei uma incorporação de ações sem os elementos citados, visando unicamente ao fechamento do capital da companhia incorporada.

Segundo o site da BM&FBOVESPA⁹, em caso de fechamento de capital ou cancelamento do contrato do Novo Mercado, o controlador ou a companhia, conforme o caso, fará uma oferta pública de aquisição obrigatória das ações em circulação, tendo por base, no mínimo, o valor econômico da companhia determinado por empresa especializada. A empresa especializada deve ser selecionada, em assembleia geral, a partir de uma lista tríplice indicada pelo Conselho de Administração. Não se computando os votos em branco, a escolha será feita por maioria de votos dos acionistas das ações em circulação presentes na assembleia que, se instalada em primeira convocação, deverá contar com a presença de, no mínimo, 20% do total das ações em circulação; ou, se instalada em segunda convocação, poderá contar com a presença de qualquer número.

Ainda segundo o site, a adesão de uma empresa ao Novo Mercado é voluntária e concretiza-se com a assinatura de um contrato entre a companhia, seus controladores, administradores e a

⁹ Disponível em: <www.bovespa.com.br>. Acessado em: out/2011.

BM&FBOVESPA. Pelo contrato, as partes acordam em cumprir o Regulamento de Listagem do Novo Mercado, que consolida todos os requisitos adicionais desse segmento, e também adotam a arbitragem para a solução de eventuais conflitos societários que possam surgir. Por isso, foi constituída a Câmara de Arbitragem do Mercado pela Bolsa, oficialmente instalada em 27/7/2001.

2.3.2. Razões para se Fechar o Capital

As deslistagens das empresas nas bolsas, mais conhecidas como fechamento de seu capital, podem ocorrer nas seguintes situações:

- Por imposição dos órgãos reguladores.
- Por processos de incorporação de outras empresas já listadas na BM&FBOVESPA.
- A pedido, consideradas voluntárias.

As empresas do 1º grupo são aquelas que, na avaliação da bolsa, não mais estão preenchendo os pré-requisitos mínimos, estão em processo de falência, estão cometendo ilícitos, ou não renovaram o registro. As empresas do 2º grupo não representam uma saída de fato. É por meio da investigação do 3º e último grupo de empresas que se pretende descobrir-se as razões pelas quais uma sociedade anônima de capital aberto é induzida a abandonar o mercado bursátil, cancelando o seu registro de companhia aberta junto a Comissão de Valores Mobiliários.

Nada melhor para perscrutar as razões do fechamento de capital de uma empresa do que a análise prévia das razões de sua abertura, uma vez que seguem lógicas inversas.

Brum (2007) considera que a principal vantagem da abertura de capital é a possibilidade de se criar uma fonte perene de recursos para investimento, elencando ainda outras vantagens:

No momento em que abre o capital e capta recursos junto ao público, a empresa passa a trabalhar com recursos não exigíveis. Nesse momento a empresa tem condições de se desenvolver melhor, sem se endividar. ... Outra vantagem natural e importante da abertura é a liquidez patrimonial. No momento em que as ações passam a ser cotadas e negociadas em Bolsa de Valores, o próprio mercado faz uma avaliação da empresa. ... Dispondo de mais recursos, a empresa pode investir mais, beneficiando-se da economia de escala. ... A empresa passa a separar a administração do controle acionário, isto é, profissionaliza a administração. (BRUM, 2007, p. 15-16).

As principais vantagens citadas pela literatura para a abertura do capital são:

- Nova fonte de financiamento nas ofertas primárias, possibilidade de usar suas ações em operações de incorporações e em programas de incentivo aos funcionários.
- Redução de custo de capital.
- Liquidez patrimonial.
- Ganho de visibilidade.
- Resolver problemas de conflitos de interesse na sucessão das famílias de controladores.
- Melhoria institucional.
- Melhoria operacional.
- Perenização da empresa.

Diante de tantas vantagens, por que haveria uma empresa de querer fechar o seu capital? A resposta não é nada fácil e envolve o estudo de um sem número de variáveis.

Sejam quais forem os motivos para o fechamento do seu capital, uma companhia só o fará porque, do ponto de vista financeiro e/ou administrativo, tornou-se desvantajoso manter o *status quo* de companhia aberta.

É da lavra de Ari Cordeiro Filho (1981)¹⁰ citado no livro de Moreira (2007), a seguinte listagem das desvantagens de se manter uma companhia aberta:

- Informações que a administração não gostaria de trazer a público terão que se tornar disponíveis aos investidores. Em alguns tipos de negócios, é ponto nevrálgico habilitar aos concorrentes a conhecer os lucros da empresa – efetivo-, (...) Não se devem superestimar tanto as catastróficas consequências de tais informações, mas é certo que a abertura da companhia pode causar desequilíbrios na concorrência, sobretudo se competidoras significativas não são companhias abertas, portanto, não sujeitas a estas “indiscrições” compulsórias (sic). Uma série de consequências legais e práticas estão atadas à abertura. (...). Como quadro geral, essas consequências tiram flexibilidade operacional e administrativa às companhias abertas, em certas circunstâncias e com respeito a determinadas atitudes empresariais. (...). Distribuição de dividendos em fases de crescimento, ou em situações de dificuldade (que a prudência aconselha não revelar a público), somente para atender a acionistas “externos”, pode ser um fator desencorajador de uma abertura.

¹⁰ CORDEIRO FILHO, Ari. *Manual de abertura das companhias*. Rio de Janeiro: IBMEC/APEC, 1981.

- As contrições na flexibilidade da empresa e dos controladores da companhia aberta não se operam apenas pelas consequências legais, mas, também, pelas conveniências de mercado, a se refletirem na cotação das ações (ou debêntures). (...).
- Dependendo da divisão adotada entre as ações ordinárias e preferenciais, na estrutura do capital social, a empresa aberta que esteja necessitando de recursos pode ter como única alternativa lançar também ações ordinárias, afetando, assim, o controle dos empresários sobre sua empresa. (...). (CORDEIRO FILHO, 1981 citado por MOREIRA, 2007, p. 104).

Todavia, para os especialistas do mercado financeiro americano, segundo Moreira (2007), os motivos que levam as empresas americanas a se despedirem do mercado de capitais, são:

- Os analistas de investimento profissionais não se interessam por analisar a saúde financeira e as perspectivas de empresas pequenas. Muito embora elas possam apresentar uma sólida estrutura financeira e bons lucros, não atraem investidores institucionais, devido à pouca visibilidade que têm no mercado.

Porque fechar o capital mesmo em períodos de crescimento econômico? Várias razões. Apesar do alto valor das ações, muitas pequenas companhias continuam lutando contra seu baixo valor de mercado e baixos volumes de negócios. Para a maioria das companhias com capitalização de mercado abaixo de 300 milhões, há pouca ou nenhuma cobertura por analistas a despeito da performance da companhia ou perspectivas, e, portanto, pouco ou nenhum interesse de investidores institucionais, é que diz Robert Max Crane, advogado na Sills Cummins Epstein & Gross em Newark, N.J. Como resultado, muitas dessas pequenas companhias não podem ter acesso ao mercado de capitais nem podem usar suas ações como moeda em aquisições para crescimento ou conceder incentivos gerenciais na forma de opções. (FANNIN, 2004 citada por MOREIRA, 2007, p. 105).¹¹

- Uma companhia aberta tem de apresentar resultados positivos em todos os trimestres, para poder satisfazer seus acionistas. Por conseguinte, às vezes, são obrigadas a abandonar estratégias de longo prazo que julgam vencedoras.

Companhias abertas são frequentemente pressionadas a focar em resultados trimestrais, em oposição a objetivos e estratégias de longo prazo. Um mau resultado num único trimestre pode significar a diferença entre sólida cobertura de analistas e nenhuma cobertura. Por essa razão, as companhias frequentemente enfrentam o dilema de adiar projetos promissores de longo prazo que podem ter um impacto negativo nos números de curto prazo. Fechar o capital permite à administração operar a companhia para maximizar seu valor total, mais do que operar a companhia para simplesmente satisfazer as previsões de lucro do próximo trimestre. Uma companhia fechada terá maior flexibilidade para focar em pesquisa e desenvolvimento e implementar estratégias de longo prazo. (CASTOR e PARKER, 2004 citado por MOREIRA, 2007, p. 106).¹²

¹¹ FANNIN, Rebecca. *Opting out*. Disponível em: <<http://www.chiefexecutive.net>>. Acesso em: 19 jul. 2004.

¹² CASTOR, Paul; PARKER, CristyLorenzo. *Going private: business and procedural considerations in seeking relief from reporting and corporate governance requirements*. Disponível em: <<http://www.rutan.com>>. Acesso em: 19 jul. 2004.

- Fechar o capital pode implicar uma estrutura de capital mais vantajosa.

Uma companhia aberta com baixo índice de preço em relação aos lucros é sempre uma candidata a uma venda, que pode não ser atrativa à sua administração, dado o preço deprimido de venda que a companhia pode ser forçada a aceitar de um ofertante público. Se a administração acredita que ela pode estruturar um negócio melhor no longo prazo primeiro fechando o capital e retendo mais recursos, ela pode querer tomar o passo preliminar de retirar do bloco público, embora haja o risco de uma oferta pública concorrente de terceiros no meio do processo. (JOHNSON III e WEIDHAAS, 2001 citados por MOREIRA, 2007, p. 106-107).¹³

Ainda outra razão (para o fechamento de capital) poderia ser que os controladores da companhia vejam forte crescimento à frente, mas não pensam que os mercados reconhecerão plenamente esse fato. (MAHORNEY, 2001 citado por MOREIRA, 2007, p. 107).¹⁴

- Estima-se que uma companhia de capital fechado economize anualmente uma quantia de centenas de milhares de dólares, dependendo do seu porte. Não requer maiores recursos humanos com a criação de um órgão que trata das relações com investidores. Não está sujeita a litígios com acionistas e dispõe de maior flexibilidade administrativa.

A típica companhia com baixa capitalização de mercado pode facilmente gastar várias centenas de milhares de dólares por ano em custos legais, contábeis, de relações públicas e outros relacionados a esse. Esses custos são em grande parte causados pelos requerimentos de publicidade da SEC (Securities and Exchange Commission – órgão regulador americano com função semelhante à da CVM brasileira), registros dos valores mobiliários, aumento nos litígios e os recursos humanos adicionais necessários para o relacionamento com os acionistas da companhia aberta. Ao fechar seu capital, uma companhia pode economizar entre duzentos a trezentos mil dólares por ano reduzindo esses custos. (CASTOR e PARKER, 2004 citados por MOREIRA, 2007, p. 107-108).¹⁵

De acordo com site americano da *Mercer Capital*¹⁶, são fatores que recomendam o fechamento de capital:

- A capitalização esteja abaixo de \$ 500 milhões.
- Dois ou menos analistas cubram a companhia.
- A razão Preço/Lucro seja baixa (6 vezes, ou menos).

¹³JOHNSON III, Joseph L; WEIGHAAS, Andrew J. *New York Law Journal*, 13 nov. 2001.

¹⁴MAHORNEY, Mark Good. *Companies going private*. Disponível em: <<http://www.fool.com>>. Acesso em: 19 jul. 2004.

¹⁵CASTOR, Paul; PARKER, Cristy Lomenzo. *Going private: business and procedural considerations in seeking relief from reporting and corporate governance requirements*. Disponível em: <<http://www.rutan.com>>. Acesso em: 19 jul. 2004.

¹⁶Disponível em: <<http://www.bizval.com>>. Acessado em: abr/2011.

- Valor de mercado da ação esteja menor que \$10,00.
- Apresente baixo volume diário de negócios.
- Haja muito pouco ou nenhum investidor institucional.
- A indústria a que pertence a companhia não desfrute de benefícios fiscais.
- Expectativas que não se realizarem de maneira sistemática.
- Gastos significativos para se cumprirem as obrigações legais.
- Ações não tenham valor real para a companhia usar em aquisições, se necessário.
- Acionistas tenham necessidade de liquidez.

Moreira (2007) considera que, no Brasil, também são fatores que influenciam na decisão de fechar ou não o capital: os indicadores macroeconômicos nacionais e o marco regulatório do mercado de capitais. São exemplos de indicadores macroeconômicos: nível geral da produção, renda, juros e inflação. Entende-se por marco regulatório o conjunto de normas que regulam certo setor econômico. Com a deterioração do cenário econômico, aumento da inflação, aumento dos juros e a estagnação do crescimento do Produto Interno Bruto, as empresas tendem a fechar o capital. As alterações no marco regulatório e o fechamento de capital guardam relação de causalidade.

Assim se expressou Moreira (2007) sobre a sensibilidade das operações de fechamento de capital no Brasil com as mudanças no marco regulatório:

As novas disposições vieram regular e, na visão do mercado, dificultar o fechamento de capital. Por conseguinte, desde a tramitação do projeto de lei até o início da vigência da Lei nº 10.303, observou-se um grande número de companhias abertas cancelando seu registro. Essa circunstância prova que as mudanças no ordenamento jurídico aplicável àquelas companhias têm relação direta com as operações de fechamento de capital. (MOREIRA, 2007, p. 115).

Sobre essa relação de causalidade entre alterações no marco regulatório e o fechamento de capital nos Estados Unidos, esta é a lição dos autores Eid Júnior e Jiang Horng (2005) externada em artigo eletrônico:

Hsu (2005) e Engel, Hayes e Wang (2004), EHW, analisam as decisões de fechamento de capital após a aprovação da Sarbanes-Oxley⁵. Hsu (2005) aponta que a motivação de fechar o capital com finalidade de economizar despesas tem lógica

nos casos em que as empresas não conseguem aproveitar-se dos benefícios da abertura de capital. A falta de benefícios é típica em situações em que as ações apresentam baixa liquidez, há pequeno número de acionistas, a capitalização é pequena ou decrescente, performance operacional negativa sem perspectivas de melhora, ausência de expectativas de levantar novo capital, ausência ou pouco acompanhamento dos analistas e investidores institucionais. Por sua vez, EHW (2004) salientam que a aprovação da SOX potencialmente traz benefícios e custos para as emissoras.

Eles partem da premissa de que os benefícios variam de emissora para emissora, enquanto que os custos de implementação da SOX têm um componente fixo. Os autores concluem que há um pequeno, mas estatisticamente significativo, aumento na taxa de fechamento de capital após a passagem da SOX e que os benefícios da SOX (retornos positivos anormais) são positivamente relacionados ao porte da empresa e à liquidez das suas ações, o que sugere que o aumento de fechamento de capital deve-se mais às empresas de menor porte e menor liquidez. (EID JÚNIOR e HORNG, 2005, *online*).

Eid Júnior e Jiang Horng (2005) relatam que 188 (cento e oitenta e oito) empresas se deslistaram da BOVESPA, no período entre janeiro/2000 a março/2005. Entre as deslistagens, 50 (cinquenta) ocorreram em função da incorporação da emissora por outra empresa listada na Bovespa, 18 (dezoito) por falta de atualização do registro, 8(oito) devido ao cancelamento do registro pela bolsa, 103 (cento e três) por pedido da companhia e 10 (dez) por outros diversos motivos, que incluem liquidação e falência. Os autores analisaram a influência de variáveis econômicas, financeiras e de gestão no fechamento do capital dessas empresas brasileiras. A abordagem foi quantitativa, com uso de técnicas econométricas, sendo as variáveis explicativas (dados oriundos do banco de dados da empresa Economatica) as seguintes:

- Crescimento: Os múltiplos preços de mercado/valor patrimonial (ME/PL), preço de mercado/ativo (ME/AT) e crescimento do ativo no último ano (Crescimento).
- Alavancagem: O índice passivo total/ativo total (Alavancagem).
- Lucratividade: Margem líquida
- Liquidez patrimonial: Medida pela porcentagem das ações que não eram de titularidade dos acionistas controladores (*Float*).
- Liquidez das ações: *Turnover* (volume financeiro de negociação no ano anterior, dividido pela capitalização do último dia do exercício anterior – *Turnover*) e número de negócios no ano anterior (*Numneg*).

- Monitoramento: Variável *dummy* com valor 1, quando identificada a existência de investidores com mais de 5% de participação no capital total (sem serem os controladores), e valor 0, em caso contrário (Grandes investidores).
- Transparência e *disclosure*: Variável *dummy* com valor 1, quando a empresa tinha listagem em um dos segmentos especiais de governança corporativa da Bovespa (Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1) ou tinha concedido *tag-along* ou com registro de ADRs (Transparência).

Eid Júnior e Jiang Horng (2005) concluíram que apenas três variáveis foram determinantes da deslistagem voluntária: crescimento das empresas, *free-float* e o número de negócios.

Três variáveis foram identificadas como determinantes da deslistagem voluntária e as três expressam o lado dos benefícios. A primeira delas é o crescimento da empresa. (...) Outra característica que se mostrou significativa em todos os modelos foi o Free-float. Quando maior o free-float, menor a probabilidade da deslistagem voluntária. (...) O terceiro determinante, número de negócios, expressa a liquidez da negociação das ações, que quando maior, menor a probabilidade de deslistagem. (EID JÚNIOR e HORNG, jun/2005, *online*).

É senso comum que as companhias multinacionais preferem que suas filiais tenham capital fechado. Isso se deve ao fato de que, sendo elas de capital fechado, a facilidade de se atribuírem melhores resultados nas suas filiais de países de menor carga tributária e piores resultados nos de maior carga tributária, é muito maior. No país da matriz, basta apresentar o balanço consolidado. Se as filiais fossem de capital aberto, a manipulação dos resultados entre as filiais esbarraria no instituto de *disclosure* e na necessidade de se prestarem maiores e melhores informações contábeis. É o que se conclui da leitura do capítulo 17 do livro “Avaliação de Empresas”, de Copeland, Kotler e Murrin (2002).

Enriquece a busca das causas do fechamento de capital a extensa listagem das alegações das empresas para o fechamento do capital obtidas em editais de oferta pública.

Os editais de oferta pública oferecem um panorama pouco variado sobre as razões alegadas pelas companhias para promover o fechamento de capital. Ainda que, na maior parte das vezes, tais razões sejam verdadeiras, de tão repetidas soam como chavões, encontrando-se, esparsamente, algum motivo diferenciado ou fundamentação, original e específica. Entre as alegações, podemos relacionar:

- custos administrativos, pela necessidade de manter uma estrutura voltada para o mercado;
- ônus financeiro, com o pagamento de taxas, auditoria externa, publicações e prestação de informações;
- performance insatisfatória das ações em mercado;
- inviabilidade de novos lançamentos, em face de condições adversas no mercado;
- inexistência de benefícios para a sociedade com a manutenção da condição de companhia aberta;

- inexistência de planos de expansão ou projetos que justifiquem novas captações;
- baixo índice de negociação, não justificando onerar a companhia e seus acionistas;
- pós a oferta inicial, a companhia não procedeu a novas captações de recursos;
- propiciar aos minoritários a possibilidade de reciclar seus investimentos, redirecionando o produto da venda das ações;
- inexistência de títulos em circulação, em face do resgate de debêntures ou de outros valores mobiliários;
- dificuldade para atender a legislação aplicável, pela inexistência de estrutura adequada;
- reestruturação do perfil econômico-financeiro;
- reestruturações societárias;
- não colocação, ou colocação parcial, de títulos no mercado;
- simplificação do gerenciamento administrativo;
- aperfeiçoamento do desempenho operacional;
- alterações no regime tributário, em especial quanto à colocação de títulos de crédito no mercado;
- centralização administrativa e financeira;
- otimização da estrutura organizacional;
- desinteresse em proceder a novos lançamentos;
- consolidação das ações em circulação numa só companhia, com aumento de liquidez para os acionistas;
- aproveitamento de sinergias;
- integração às atividades globais do grupamento empresarial;
- invasão da base física da empresa com posterior desapropriação pela união;
- enquadramento legal como companhia aberta, sem jamais ter pretendido negociar ações em mercado, interessando-se pela captação de incentivos fiscais;
- rescisão de contratos que asseguravam a receita da companhia, provocando a paralisação quase total das atividades;
- em decorrência de determinação legal; e
- dificuldade de captação pública de recursos por tratar-se de companhia com área de atuação regional, sem projeção nacional. (SIQUEIRA, 2010, p. 28-29).

Conclui Siqueira (2010) que as alegações acima, ainda que ditas de forma diferente, se repetem e que todas podem ser classificadas em 3 (três) grupos: 1) custos, 2) reestruturações societárias e 3) impossibilidade ou não necessidade de captação de recursos no mercado.

Sobre o custo para se manter a companhia na condição de aberta, Siqueira (2010) informa, baseado em estudo elaborado pela Fipe/USP, de 2001, por solicitação da ABRASCA (Associação Brasileira das Companhias Abertas), que esse custo apresenta um valor médio por volta de US\$ 435 mil anuais, podendo chegar a US\$ 2 milhões.

3. METODOLOGIA

A pesquisa realizada se caracteriza como qualitativa quanto à abordagem. Esse tipo de pesquisa, segundo Godoy (1995, p. 58):

[...] não procura enumerar e/ou medir os eventos estudados, nem emprega instrumental estatístico na análise dos dados. Parte de questões ou focos de interesses amplos, que vão se definindo à medida que o estudo se desenvolve. Envolve a obtenção de dados descritivos sobre pessoas, lugares e processos interativos pelo contato direto do pesquisador com a situação estudada, procurando compreender os fenômenos segundo a perspectiva dos sujeitos, ou seja, dos participantes da situação em estudo.

Vale ressaltar que, embora não faça inferências representativas sobre a população, a abordagem qualitativa permite o entendimento de questões que, dificilmente poderiam ser compreendidas por meio de outras metodologias (ULIN *et al.*, 2011).

Quanto aos meios, a presente pesquisa se caracteriza, de acordo com a classificação de Vergara (1998), como a que reúne duas características: de um lado constitui uma pesquisa documental e bibliográfica; e de outro, uma pesquisa de campo. A pesquisa documental e bibliográfica se justifica por constituir um estudo sistematizado desenvolvido com base na legislação pertinente ao assunto e busca de matérias publicadas em livros, revistas, jornais, além de normas que têm regulamentado o fechamento de capital. Foram usadas tanto fontes primárias: Leis 10.198/01 e 6.385/76 e normas da CVM, quanto fontes secundárias: livros, artigos de revistas, sites da WEB (*World Wide Web*). Diferentemente, a de campo se baseia no fato de terem sido ouvidos depoimentos de 15 especialistas sobre o tema fechamento de capital, cujas questões estão descritas no APÊNDICE A – Roteiro de entrevista semiestruturada.

Ainda segundo Vergara (1998), quanto aos fins, o presente trabalho constituiu uma investigação explicativa. Esse tipo de pesquisa, segundo Vergara (1998), tem como principal objetivo tornar algo inteligível, justificar os motivos para a ocorrência de determinado fato ou fenômeno.

Ao lado da pesquisa documental e bibliográfica, a abordagem empírica foi feita utilizando-se como instrumento de coleta de dados entrevistas semiestruturadas com profissionais do mercado de capitais. Entre os diferentes tipos de entrevistas, a escolha para esta pesquisa recaiu sobre a entrevista semiestruturada, a qual, de acordo com Minayo (2006), combina perguntas abertas e fechadas, permitindo ao entrevistado discorrer livremente sobre o tema.

Uma das grandes vantagens desse tipo de entrevista é que ela obedece a um roteiro, mas não se limita a ele, permitindo, portanto, aos entrevistados, flexibilidade para falar de maneira mais livre sobre o tema investigado e, ao investigador, a cobertura de seus pressupostos ou hipóteses. O roteiro elaborado para a entrevista semiestruturada, que pode ser visto à página permitiu a absorção de novos temas trazidos pelo entrevistado, a expressão de várias narrativas de vivências que se pretendem avaliar, as interpretações que o entrevistado emite sobre tais vivências e sobre as relações sociais nelas envolvidas.

Ao longo das entrevistas, os entrevistados fizeram relatos relevantes, os quais não estavam no roteiro original.

Em relação à população alvo e local, foram entrevistadas 15 pessoas, todas residentes no município de Belo Horizonte. A seleção dos participantes se deu por meio das estratégias de conveniência, ou seja, foram recrutadas via rede de contatos a partir de indicações de pessoas conhecidas. O passo seguinte da seleção foi verificar se as pessoas indicadas realmente atuavam no mercado de capitais.

Dos 15 (quinze) entrevistados, 13 (treze) exercem atividades (gestores de fundo, analistas, agentes autônomos, administrador de carteiras, gerentes de banco, operadores) na área de mercado de capitais e 2 (dois) são investidores individuais. Todos possuem formação acadêmica e negociam ações objetivando a valorização do patrimônio dos clientes e/ou do seu próprio *portfólio*.

Uma das características que mais diferenciam a pesquisa qualitativa da quantitativa em relação à amostragem é a quantidade de sujeitos sociais pesquisados. Este número não deve ser muito grande, mas deve ser suficientemente pequeno, de forma a permitir que o pesquisador seja capaz de conhecer bem o objeto de estudo. Minayo (2006), ao discutir sobre a questão da amostragem na pesquisa qualitativa, afirma que nesta há uma preocupação menor com a generalização.

Quanto à escolha do número de entrevistados, Minayo (2006) afirma que o critério de representatividade da amostragem na pesquisa qualitativa não é numérico como na pesquisa quantitativa. A quantidade de pessoas entrevistadas deve, no entanto, permitir que haja a reincidência de informações ou saturação dos dados, situação ocorrida quando nenhuma informação nova é acrescentada com a continuidade do processo de pesquisa. Todavia, não se

recomenda a continuidade da pesquisa quando houver reincidência excessiva dos dados, já que ela pode se tornar pouco produtiva, ou até mesmo inútil.

Os relatos das entrevistas foram gravados, transcritos e submetidos à análise de conteúdo; técnica que surgiu no início do século XX, nos Estados Unidos, e que tinha por finalidade permitir a análise de material jornalístico. Entre as décadas de 1950 e 1960, a análise de conteúdo se difundiu e passou a ser utilizada em várias áreas.

A transcrição dos relatos ficou exclusivamente a cargo do pesquisador responsável, garantindo, assim, o sigilo de voz e dos nomes citados. Logo após a transcrição, os arquivos de áudio das entrevistas foram apagados e apenas as transcrições foram utilizadas para as análises pretendidas.

Os sujeitos participantes tiveram a sua intimidade preservada, por meio da utilização de pseudônimos, nas folhas das entrevistas transcritas e nos capítulos, nos quais estão sistematizados os resultados deste trabalho.

Após a realização das entrevistas, destacamos as partes relevantes da fala dos sujeitos por meio de categorias de análise, como preparação que antecede à análise dos dados. Para Minayo (2006), categorias de análise são conceitos classificatórios. São termos que possuem significados, que permitem que o pesquisador pense a realidade de forma hierarquizada.

Ainda segundo Minayo (2006), quando o pesquisador cria as categorias de análise, ele está buscando uma unidade na diversidade. Ele deseja, a partir delas, produzir explicações e generalizações.

A interpretação dos dados coletados foi feita mediante análise de conteúdo de caráter qualitativo. De acordo com Bardin (1997), a intenção da análise de conteúdo é a inferência de conhecimentos relativos às condições de produção (ou eventualmente de recepção) inferência esta que recorre a indicadores (quantitativos ou não). A inferência é uma operação lógica pela qual se admite uma proposição em virtude de sua ligação com outras proposições já aceitas como verdadeiras. Inferir é, pois, extrair uma consequência, interpretar significados.

Da pesquisa da literatura a que o autor teve acesso e da legislação vigente foram definidas 4(quatro) categorias de análise.

- CVM: avaliação pelo mercado, atuação, poder regulatório.

- Proteção aos acionistas minoritários.
- Fechamento voluntário de capital: percepção do mercado, causas.
- Critérios da CVM relativos ao fechamento.

4. ANÁLISE DE CONTEÚDO DAS ENTREVISTAS

4.1. Caracterização dos Sujeitos

Esta seção se inicia com a caracterização sociodemográfica dos sujeitos de pesquisa, que compuseram uma amostra intencional, não probabilística, os quais têm como característica comum a familiaridade com o tema estudado.

QUADRO 1

Sujeitos da pesquisa

SUJEITOS	SEXO	IDADE	CARGO	TEMPO ATUAÇÃO (anos)
S1	M	37	ANALISTA	15
S2	M	49	GESTOR	24
S3	M	34	GESTOR	5
S4	F	59	INVESTIDORA	10
S5	M	20	OPERADOR	2
S6	F	32	AGENTE AUTÔNOMO	7
S7	M	60	ADM. FUNDOS	30
S8	M	34	AGENTE AUTÔNOMO	8
S9	M	60	AGENTE AUTÔNOMO	29
S10	M	55	ANALISTA	20
S11	M	41	ANAL. FINANCEIRO	10
S12	M	36	ADM. DE CARTEIRAS	10
S13	M	42	GERENTE BANCO	13
S14	M	31	INVESTIDOR	5
S15	M	37	GERENTE DE BANCO	8

Fonte: Dados da pesquisa

Analisando-se o QUADRO 1, verifica-se que foram entrevistados 15 sujeitos, cujas características são apresentadas a seguir. Dois deles são gerentes de banco, 2 analistas, 2 gestores, 2 investidores, 3 agentes autônomos, 1 administrador de fundos e apenas 1 administrador de carteiras, 1 operador e 1 analista financeiro. Pode-se inferir que, mesmo exercendo cargos diferentes, todos os sujeitos de pesquisa trabalham com o mercado de capitais, à exceção dos dois investidores, que só aplicam recursos próprios neste mercado. Esta familiaridade com o tema estudado neste trabalho assegura credibilidade de suas respostas.

Quanto ao tempo de atuação, existe uma variação significativa entre os sujeitos, oscilando entre 2 anos e 30 anos, caracterizando, pois, uma diversidade de experiência, que torna suas respostas mais significativas, por representarem atuação em diferentes épocas.

As perguntas feitas aos sujeitos de pesquisa foram gravadas, transcritas e passa-se, a seguir, a apresentar a análise de conteúdo, observando as categorias definidas abaixo.

4.2. Categorias de Análise

Uma vez feita a leitura fluente das entrevistas e analisados os principais aspectos realçados nas falas, identificaram-se as seguintes categorias de análise:

- CVM: avaliação pelo mercado, poder regulatório.
- Proteção aos acionistas minoritários.
- Fechamento voluntário de capital: percepção do mercado, causas.
- Critérios da CVM relativos ao fechamento e capital.

A seguir faz-se a análise das entrevistas com base nas categorias identificadas.

4.2.1. Categoria 1 – CVM: avaliação pelo mercado, poder regulatório

Nota-se, pelos relatos a seguir, que os profissionais do mercado de capitais reconhecem o poder regulatório da Comissão de Valores Mobiliários. O aparente conflito entre a necessidade da rapidez e eficiência da regulamentação do mercado de capitais e o respeito aos princípios constitucionais só existe no campo das discussões travadas entre os pensadores: os que não admitem a existência de regulamentos delegados e autônomos e os que admitem a lei apenas como norteadora de princípios gerais, sendo necessária a sua normatização pelas agências reguladoras. (MOREIRA, 2007, p. 38 e 65).

[...] a CVM é uma autarquia que sempre teve problema, nunca teve o investimento necessário pra enfrentar todos os problemas do mercado de capitais... não tinha estrutura nenhuma... com a entrada mais forte do capital estrangeiro o mercado teve que se ajustar e se adequar para receber este dinheiro e aí se começou a ter mais investimento na CVM... muitas das normas da CVM foram trazidas da SEC dos Estados Unidos... hoje ela está mais presente, mas mesmo assim o mercado questiona a morosidade das coisas... entretanto não questiona o poder regulatório [...] (S2).

O mercado aceita a CVM e a cada crise que a gente passa se evidencia mais e mais a necessidade deste órgão. (S3).

O mercado reconhece o poder regulatório da CVM... na hora de elaborar normas a CVM deveria ouvir todos os participantes do mercado e nem sempre ela faz isso, foi o caso recente da mudança das normas para agente autônomo. (S6).

Siqueira (2010, p. 65) afirma que a regulamentação é imprescindível ao funcionamento de qualquer sistema e que regras adequadas devem existir e serem aplicadas. Mesmo reconhecendo o poder regulatório, alguns dos sujeitos chamaram a atenção para a rigidez imposta por ele e ainda fizeram distinção entre as agências reguladoras.

[...] a CVM é muito rígida, em nenhuma ocasião na minha vida profissional percebi qualquer dúvida quanto ao poder normatizador e fiscalizador da CVM [...] não dá para colocar no mesmo saco as agências reguladoras tipo ANEEL, ANAC, etc com o Banco Central do Brasil e a CVM [...] (S7).

[...] a CVM é a guardiã da credibilidade do mercado e para isso é preciso que exista um arcabouço jurídico que permita a sua fiscalização e atuação, em alguns casos os legisladores atuam adequadamente criando uma legislação que permite a fiscalização e atuação da CVM, mas em outros casos não, [...] ainda estamos aprendendo a lidar com o mercado de capitais e existem lacunas [...] e é nesta hora que percebemos a atuação tanto da CVM quanto de órgãos que têm poder de auto regulação como é o caso da BM&FBOVESPA [...] (S10).

Os depoimentos dos sujeitos apontam também para a atuação do Banco Central no mercado financeiro e da CVM no mercado de capitais.

[...] além da atuação normativa e de fiscalização da CVM é importante que as instituições do mercado de capitais se regulem e vejo com muito bons olhos tanto a atuação do Banco Central no mercado financeiro como da CVM no mercado de capitais. (S11).

Coincidindo com o exposto por esses sujeitos, Pinheiro (2007, p. 48-51) mostra em detalhes o funcionamento dessas instituições juntamente com o Conselho Monetário Nacional ao qual são subordinadas.

Esses depoimentos confirmam aspectos enfatizados pela teoria. Assim Wald e Eizirik(1986) entendem que a autorregulação compreende a normatização e fiscalização das atividades de seus membros pelo órgão corporativo (Bolsa de Valores), com vista à manutenção de elevados padrões éticos na prática dos negócios.

Os excertos transcritos dos depoimentos nos dão a percepção de como o mercado avalia a atuação da Comissão de Valores Mobiliários. Embora haja elogios e restrições, é unânime a percepção de que a Comissão de Valores Mobiliários tem evoluído e se profissionalizado desde a sua fundação.

[...] é uma instituição séria e que tem grande visibilidade [...] (S1).

[...] os minoritários sempre chamam na hora do fechamento do capital, criam associações para brigar, mas normalmente são votos vencidos... a CVM olha mais o conjunto da coisa [...] se for para o bem do mercado, se for para o bem do país [...] foi o caso da Perdigão/Sadia onde a CVM atuou politicamente salvando a empresa e

empregos [...] o minoritário normalmente é considerado um trapalhão e sua voz não tem eco [...] (S2).

[...] o mercado recebeu muito bem a notícia da prisão dos ex-diretores da Sadia e percebeu que existe um xerife tomando conta e penalizando as pessoas que infringem as normas... a mídia influenciou a atuação da CVM [...] o mercado esperava que a CVM tivesse conhecimento de que a Sadia estava com exposição em derivativos acima da sua capacidade com a complacência do seu conselho de administração [...] (S2).

O rigor das ações da CVM é valorizado pelos entrevistados, que chegam a expor sua aprovação à prisão de profissionais que infringem as normas.

[...] a CVM tem que punir quem faz uso de informação privilegiada [...] teve também o caso da Ypiranga no qual a CVM teve uma atuação digna [...] (S1).

[...] o mercado recebeu muito bem a notícia da prisão dos ex-diretores da Sadia e percebeu que existe um xerife tomando conta e penalizando as pessoas que infringem as normas [...] a mídia influenciou a atuação da CVM. (S4).

A existência de provas que dão suporte às ações da CVM também é valorizada, como se verifica nos depoimentos abaixo.

[...] se foi possível, para quem fez o estudo, encontrar indícios de manipulação com informações disponíveis no mercado, a CVM também tem condições de detectar estes indícios, o problema é que há uma diferença entre indícios e provas, só podendo agir mediante provas. (S6).

[...] a punição dos ex-diretores da Sadia sinaliza ao mercado que existem regras e quem não as cumpre está sendo punido [...] mas este é um caso entre muitos que deveriam ter o mesmo tratamento e não tiveram. (S6).

Exemplos são apresentados, caracterizando a situação presente no Brasil:

[...] obviamente os ex-diretores da Sadia devem ter ficado presos muito pouco tempo, se é que ficaram [...] o que pesa muito é a multa pecuniária que a CVM impõe [...] eu acredito que não existem mais falcatruas por causa do medo que o pessoal tem das pesadas multas da CVM [...] (S7).

Também foram feitas referências às ações do Banco Central, como se verifica no comentário seguinte:

[...] vamos pegar o caso do banco do Silvio Santos, o Panamericano. Ele estava falsificando balanço, aí o Banco Central auditou e descobriu o que tinha neste balanço, e a CVM, o que ela fez nesta história? Não fez nada [...] mas apesar disso, acho que a CVM já melhorou muito [...] (S8).

Além disso, as auditorias nos balanços das empresas de capital aberto foram apontadas como recursos que permitem a distinção entre indícios e provas e que possibilitam a detecção de falhas no balanço das empresas.

[...] a CVM credencia empresas que fazem auditorias nos balanços das empresas de capital aberto, são auditorias capacitadas [...] e se estas auditorias não perceberem manipulações fica muito difícil para a CVM também detectar [...] para a CVM punir não basta haver indícios de manipulação, tem que haver provas [...] (S7).

[...] a CVM não tem instrumentos para detectar manipulações anteriores ao fechamento e nem sei quando vai ter e como seria isso [...] (S8).

[...] quando a empresa abaixa o *free float* abaixo do exigido, a CVM de imediato, impõe que a empresa tome providências no sentido de voltar ao patamar mínimo exigido. (S8).

Embora valorizem o caráter regulatório e mesmo punitivo da CVM, os entrevistados realçam a importância da liberdade de ação dos operadores de mercado.

[...] eu diria que o mercado tem que ter a sua liberdade, mas tem também de existir um órgão regulador [...] a atuação da CVM traz muitos benefícios à sociedade [...] (S12).

Os depoimentos abaixo vão além da percepção que os entrevistados têm da atuação da Comissão de Valores Mobiliários. Eles expõem o entendimento que têm da atuação negativa do judiciário na solução dos conflitos do mercado de capitais. Percebe-se, por meio dos depoimentos, que agilidade e efetividade não são características do judiciário na solução desses conflitos. Essa percepção que o profissional do mercado de capitais tem do judiciário não foi tratada no marco teórico e aparece como uma questão que precisa ser melhor estudada e exposta, visando a garantir o caráter ético das ações.

[...] a CVM prefere aplicar multas altíssimas aos infratores a recorrer ao judiciário, até pela morosidade do mesmo [...] (S7).

[...] acho até que a CVM deveria ter mais poder do que ela tem hoje e ser mais atuante [...] tem muitas normas desatualizadas e ambíguas, também vejo que muitas vezes a CVM faz acordo quando deveria multar severamente [...] em um determinado caso a CVM aplicou uma multa em uma empresa e o STF anulou a decisão da CVM e isto praticamente acaba com a moral que o órgão tem [...] (S8).

[...] a punição pela prática do uso de informação privilegiada deve ser exemplar [...] a morosidade do judiciário não ajuda muito. (S11).

[...] a não ser nos casos de ações trabalhistas e pensões alimentícias a justiça brasileira é muito lenta [...] daí a preferência pelas multas pecuniárias por parte da CVM. (S6).

[...] há um caso concreto de manipulação do laudo de avaliação em favor da empresa adquirente quando da incorporação e fechamento de capital de outra empresa. Como a empresa adquirente era uma empresa estatal a CVM lavou as mãos e o caso se arrasta na justiça por mais de 10 anos. (S9).

Concluindo a análise dessa categoria, pode-se afirmar que os entrevistados consideram como positiva a avaliação da CVM bem como a própria autorregulamentação da BM&FBOVESPA.

Em relação a este tópico, os sujeitos de pesquisa reconhecem a crescente profissionalização da CVM.

4.2.2. Categoria 2: Proteção aos acionistas minoritários

Os depoimentos a seguir ressaltam a importância de o investidor conhecer o nível de governança da empresa da qual está comprando ações. Quanto mais elevado o nível de governança, mais se exige da empresa comprometimento com os princípios básicos de governança: transparência, equidade, prestação de contas, cumprimento das leis e ética.

[...] A BOVESPA, hoje, permite que empresas menores abram o capital no nível BOVESPA+ e após criarem musculatura possam passar para o nível do Novo Mercado [...] (S1).

[...] devido à criação dos níveis de governança (Novo Mercado) na BMF&BOVESPA o fechamento de capital hoje é bem mais tranquilo [...] (S1).

[...] o investidor tem que verificar em qual nível de governança a empresa que ele está comprando está listada, se no mercado tradicional, se no nível I, se no nível II ou no novo mercado. Se estiver no novo mercado, o investidor pode, se quiser, recorrer à Câmara de Arbitragem [...] (S1).

Os procedimentos no Novo Mercado foram detalhados pelos entrevistados, quando fizeram observações sobre a entrada da empresa nesse nível de governança e ao realçarem a situação do investidor pessoal.

[...] quando há notícia que a empresa vai entrar no Novo Mercado, o preço das ações desta empresa sobe na semana de 15 a 20% [...] daqui a pouco os próprios fundos só poderão comprar ações de empresas que estão no novo mercado [...] (S2).

[...] o minoritário, investidor pessoal, tem mais é que vender na hora do fechamento [...] já os maiores, pessoas jurídicas, que podem brigar e que têm estrutura para tal [...] (S7).

[...] comprar uma empresa que tem *Tag-Along* já é um grande passo que o acionista minoritário dá. (S8).

[...] se a empresa da qual você tem ação estiver fechando o capital, leia o estatuto e veja quais são os seus direitos [...] o minoritário mal informado acaba aceitando situações onde seu direito é ferido [...] (S10).

A proteção aos minoritários também foi abordada pelos sujeitos, realçando os recursos utilizados para que os participantes nos diferentes níveis de governança tenham seus direitos assegurados.

[...] os níveis diferenciados de governança corporativa que o mercado acionário brasileiro adotou com sucesso vêm dar maior proteção aos acionistas minoritários [...] o investidor se sentindo protegido permanece no mercado por um prazo mais longo. (S11).

[...] antes de comprar a ação, o investidor deve procurar saber quais são os direitos dos minoritários por ocasião do fechamento, em qual nível de governança corporativa ela está [...] (S11).

Em artigo publicado no site da WinTrade, Isabella Abreu (2011) recomenda ao pequeno investidor que não vale a pena ser sócio de uma companhia de capital fechado, já que – depois do cancelamento do registro na bolsa – o investidor só poderá vender aquelas ações para o controlador, tendo ainda que aceitar as condições estabelecidas por ele. É o que se pode verificar nos depoimentos a seguir.

[...] todo dia chega gente aqui na corretora tentando vender ações de empresas que já fecharam o capital dizendo que a empresa nem os recebe para conversar a respeito [...] (S2).

[...] as ações de uma empresa que fechou o capital têm que ser vendidas correndo, pois vão perder a liquidez! (S3).

[...] o minoritário, minoritário mesmo, deve vender suas ações pela falta de liquidez futura destas ações. (S6).

As opiniões a seguir mostram o ceticismo quanto à efetividade das proteções que as regulamentações pretendem dar ao pequeno investidor. Estas opiniões têm a ver com o que nos diz o psiquiatra Hélio Lauer (2010), ao afirmar que o ser humano, ainda que tenha valores civilizatórios, é carnívoro, competitivo e guerreiro, lidando com impulsos e agressividade.

[...] pode existir a regulamentação que for que o minoritário não leva [...] (S7).

[...] a criatividade de falcruas é enorme... o mercado não tem nenhuma freira [...] (S7).

A análise das entrevistas no que se refere à proteção dos minoritários permite inferir que sua regulamentação está em constante aprimoramento pela Comissão de valores Mobiliários e que cabe ao investidor se informar sobre, entre outras tantas coisas, o nível de governança corporativa da empresa à qual está se associando.

Ana Borges, em pesquisa realizada para o site Acionistas¹⁷, informa que os acionistas minoritários estão mais ativos na busca por seus direitos, tanto nas empresas que adotaram a prática de governança corporativa quanto nas que não adotaram. Na pesquisa realizada entre empresas de capital aberto, 61% disseram que os minoritários estão participando mais ativamente das decisões das empresas.

4.2.3. Categoria 3: Fechamento voluntário de capital: percepção do mercado

¹⁷Disponível em: <http://www.acionista.com.br/governanca/revista_ri_110604.htm>. Acessado em: jul/2011.

Vários são os depoimentos que permitem perscrutar a percepção do mercado sobre o fechamento do capital de uma empresa.

[...] para o mercado, o fechamento é sempre ruim, é uma empresa a menos. No caso da Fosfértil o seu fechamento pode significar a redução da possibilidade de algum agricultor fazer hedge da compra de fertilizantes [...] (S6).

[...] o fechamento de capital nem é bom nem é ruim, é algo inerente ao mercado. O acionista deve estar atento aos sinais [...] uma empresa não fecha o capital da noite para o dia: tem redução no volume de negociação, a empresa está muito mais barata do que algumas empresas do mesmo setor [...] (S3).

[...] não vejo com bons olhos o fechamento de capital [...] uma bolsa ativa é uma bolsa com muitas empresas [...] quanto mais empresas buscarem o capital na bolsa é sinal que a economia está crescendo. (S9).

[...] eu acho que o fechamento de capital não deveria ser permitido [...] a partir do momento que se abre o capital trazendo sócios para dentro da empresa e se diz que a empresa agora é uma empresa profissional e que trabalha para os sócios majoritários e minoritários, o fato de ela fechar o capital não é muito bem visto, tanto que em países com a França isto não é comum e em países como Estados Unidos e Inglaterra a legislação é muito rigorosa sobre este fato [...] no Brasil, ainda temos uma fragilidade quanto à legislação sobre fechamento de capital, sendo que a SEC é muito mais rigorosa do que a CVM. (S10).

Buscando identificar a causa desse comportamento no mercado de capitais do Brasil, o mesmo entrevistado registra o seguinte comentário:

[...] mas isto se explica porque quando do surgimento do mercado de capitais no Brasil, na década de 60, para poder incentivar os empresários a abrirem o capital de suas empresas, foi necessária uma legislação mais protetora do que democrática [...] o fechamento de capital não deve ser visto sob o aspecto financeiro, mas sob o aspecto de governança e quando o grupo controlador resolve fechar o capital, isto de certa forma fere os direitos do minoritário. (S10).

Diametralmente oposta à opinião externada na citação anterior é a que se infere da leitura do artigo eletrônico de Yuki Yokoi (2007), publicado no site da revista *Capital Aberto*, que considera a oferta pública para fechamento de capital um desejo legítimo do sócio controlador e deve ocorrer sempre que ele enxergar esta oportunidade.

Afirma Siqueira (2010, p. 30) que há empresas que não reúnem condições para se manterem no mercado, após a oferta inicial, e acabam submergindo, chegando até ao estado falimentar.

Os depoimentos seguintes mostram como causa do fechamento de capital a abertura de capital mal feita e/ou sem as condições mínimas necessárias.

[...] existem empresas que abrem o capital sem ter noção de que a abertura de capital não é uma coisa barata [...] (S1).

[...] ao abrir o capital a empresa incorre em custos muito altos tanto na abertura como na manutenção deste status e, portanto, tem que ter um porte adequado [...] os bancos de investimento falam que você tem que enfeitar a noiva para ir para o mercado e de vez em quando a maquiagem excede [...] normalmente o banco coordenador da abertura de capital financia em grande parte os custos desta abertura e quando é feita a abertura boa parte do dinheiro arrecadado é para pagar este financiamento e o serviço prestado [...] (S7).

[...] a principal causa do fechamento é a abertura indevida. (S15).

A falta de intimidade e a não aceitação de boas práticas de governança corporativa são apontadas como causas importantes no fechamento de capital. É o que se infere dos depoimentos a seguir.

[...] na grande maioria das vezes, quando acontece o fechamento de capital, o acionista principal não se identificou com os padrões de governança corporativa, pega o excesso de caixa que tem ou faz um empréstimo e tenta fechar o capital [...] tem dificuldade de compartilhar a empresa dele com outros sócios. (S8).

[...] em empresas de origem familiar a dificuldade de se conviver com governança corporativa é maior ainda [...] (S8).

O custo de se manter com capital aberto tem uma importância significativa no fechamento de capital. É o que afirma Moreira (2007, p. 110) e Siqueira (2010, p. 29). O entrevistado confirma esse ponto de vista dos autores, o que permite inferir que há consonância entre a teoria e as percepções dos atores.

[...] o custo de se manter com capital aberto é muito alto. (S12).

Os sujeitos da pesquisa apontaram como causas: preço baixo da ação, mudanças de estratégia, incorporação e excesso de legislação.

[...] penso que são causas: a mudança de estratégia da empresa, segmento que está deixando de ser moda ficando obsoleto, para se manter aberta é caro, ou ainda não tem como fazer novas chamadas de capital [...] (S2).

[...] tem efeito no fechamento de capital o excesso de legislação, o custo de se manter na bolsa. (S3).

[...] o fechamento às vezes pode ser uma necessidade da empresa [...] se a empresa está em um mercado muito competitivo no qual pequenas vantagens podem fazer a diferença, talvez fechar o capital seja um imperativo [...] há também o caso da necessidade de se ter necessidade de haver um sigilo maior. (S6).

[...] o fechamento de capital pode ser uma estratégia do negócio [...] pode-se fechar o capital visando à facilitação de uma reestruturação para abrir novamente depois [...] qualquer sócio pode ter acesso a toda e qualquer informação [...] uma empresa de capital fechado tem maior mobilidade. (S6).

[...] o mercado exige lucro sempre, o que nem sempre coincide com objetivos de médio e longo prazo da gestão [...] (S8).

[...] há casos em que a empresa é comprada por outra e seu capital é fechado, como foi o caso da aquisição da Fosfertil pela Vale. (S8).

[...] uma das principais razões é preço [...] ora, ao se abrir o capital, o grupo controlador recebe R\$ 10,00 por ação e algum tempo depois o mercado precifica a ação por R\$ 5,00, sendo que o controlador percebe futuro na empresa, ele próprio vai ao mercado e compra estas ações, este é um fator econômico [...] tem também o caso de empresas que não gostam de transparência . (S10).

[...] o que pode motivar uma empresa a fechar o capital, entre outros motivos, é a expectativa de que o resultado esperado nos próximos anos será muito bom [...] na percepção do grupo controlador, o melhor investimento que pode ser feito é a compra das ações da própria empresa. (S11).

As causas apresentadas por eles foram também elencadas por Siqueira (2010, p. 27-28), ou seja: a mudança de estratégia das empresas, o custo de se manter na bolsa, a elevada competitividade, a possibilidade de reabertura após a fase mais difícil, quando a empresa pode ser reestruturada e até mesmo a possibilidade de o grupo controlador vir a adquirir a empresa num momento mais favorável.

Uma causa provável, mas normalmente não abordada, é a cultura do Caixa 2 dos empresários brasileiros. Esse procedimento ficou conhecido no meio político como recursos não contabilizadas. Empresas de porte menor que têm essa cultura e se veem impedidas de praticá-las, após a abertura de capital, tendem a fechá-lo.

[...] algumas empresas resistem a abrir o capital por causa da cultura do Caixa 2, recentemente denominada como recursos não contabilizadas, que ficará inviabilizado quando o capital for aberto [...] muitas empresas são induzidas pelos bancos a abrirem o capital sem terem condições para tal [...] (S7).

A análise dos depoimentos referentes a essa categoria mostra conformidade entre o que os teóricos expõem e o que os entrevistados afirmam com relação a sua percepção sobre o fechamento de capital e as causas que explicam tal fechamento.

4.2.4. Categoria 4: Critérios da CVM relativos ao fechamento

Todos os depoimentos a seguir expressam a opinião dos sujeitos sobre alguns dos critérios da Comissão de Valores Mobiliários no momento em que houver fechamento de capital, notadamente os da Instrução Normativa 361/02.

As frações citadas nos depoimentos abaixo se referem à quantidade mínima de acionistas credenciados a votar em assembleia e concordantes com o fechamento do capital. Essas frações são aplicadas sobre o total de acionistas credenciados, concordantes ou não.

[...] 2/3 ou $\frac{3}{4}$ ou ainda qualquer outra fração é irrelevante, pois existem várias formas de se contornar esta exigência. (S3).

[...] 2/3 é mais seguro que maioria simples [...] talvez seja oriundo de critérios da SEC [...] (S7).

[...] se 2/3 aceitarem, acho que é justo, indica que mais do que 50% está interessado no fechamento do capital da empresa e o preço que ela está ofertando para os acionistas é justo [...] para fechar o capital, as empresas sempre pagam um prêmio. (S8).

[...] o critério dos 2/3 é oportuno, pois não se pode exigir a concordância da totalidade ou da quase totalidade dos acionistas credenciados [...] não é fácil um empresa numa oferta pública ter uma adesão de 2/3 [...], entretanto é importante que o investidor saiba o que prevê o estatuto da empresa da qual comprou ações nesta situação [...] (S11).

Em seguida, foram registradas observações sobre o caráter democrático do mercado e ainda a possibilidade de orientação por algum profissional na hora de investir. Há entrevistados que realçam a importância de se garantir o elevado percentual de acordo dos acionistas, visando a preservar o respeito aos aspectos democráticos da transação.

[...] o mercado, apesar de suas mazelas, é bastante democrático, ninguém te obriga a nada, você vai ao mercado na hora que você quer, compra o que quiser e na quantidade que quiser [...] você pode ter a orientação de algum profissional, mas a decisão final da compra é sua. (S9).

[...] o critério dos 2/3 é um bom critério, mas acho que deveria ser de 75% dos acionistas [...] acho que $\frac{3}{4}$ seria mais adequado porque não se trata uma simples decisão de assembléia [...] estamos falando de uma coisa que muda completamente a característica e personalidade da empresa [...] (S10).

[...] a proteção com a IN 361 melhorou o que se tinha antes, mas acho que o minoritário ainda precisa de mais proteção [...] muitas vezes o minoritário até por falta de conhecimento, pode ser induzido a tomar decisões que podem ser prejudiciais a ele [...] a atual discussão sobre a mudança das regras do Novo Mercado passam por esta preocupação [...] onde se procura dificultar o fechamento de capital [...] (S10)

[...] ao se adquirir um percentual, acho que maior do que 5%, esta informação tem que ser dada ao mercado para que ele saiba que há um movimento de um grande player interessado naquelas ações [...] há uma fiscalização on-line da participação acionária do capital das empresas [...] (S11).

Entende Eizirik *et al* (2008, p. 579) que a prática do acionista controlador adquirir paulatinamente as ações da empresa que controla, sem realizar uma OPA para cancelar seu registro perante a CVM, conhecida como fechamento branco, reduzindo a liquidez de suas ações, é prejudicial aos acionistas minoritários. Também é este o entendimento dos sujeitos abaixo citados.

[...] o fechamento branco é difícil de detectar quando há atuação de empresas de fachada *off-shore* [...] (S2).

[...] a CVM percebe claramente quando alguma empresa está querendo se utilizar do chamado fechamento branco [...] quando uma empresa vem ao mercado recomprando suas próprias ações, devemos verificar o porquê e como ela está comprando [...] se está comprando para realizar um bom negócio ou para se preparar o fechamento futuro de capital. (S9).

Ressalte-se que boa parte dos entrevistados desconhece as normas da Comissão de Valores Mobiliários quanto ao fechamento voluntário de capital; fato até esperado, pois este é um assunto distante do cotidiano dos profissionais do mercado.

[...] deixo claro que desconheço em detalhes a letra da lei, mas 2/3 é mais do que uma maioria simples. Acho este critério justo. (S12).

[...] eu desconheço a legislação que coíbe o fechamento branco. (S3).

[...] eu não faço a menor ideia do que diz a IN361. (S6).

Ao concluir a análise dessa categoria, deve-se registrar que a maioria dos sujeitos desconhece a regulação do mercado de capitais, no tocante ao fechamento voluntário de capital.

5. CONCLUSÕES

O escopo do trabalho foi identificar as causas que levam as empresas a optarem por fechar o seu capital, identificar os procedimentos necessários a este fechamento no âmbito da BM&FBOVESPA e avaliar suas consequências para o investidor minoritário. Para tanto, foi realizada inicialmente uma análise bibliográfica sobre a temática de fechamento voluntário de capital, no intuito de se identificarem suas causas. O trabalho contextualiza o mercado de capitais e sua regulação, apresenta o histórico desta legislação e também o das bolsas de valores. Discute a legalidade dos atos da CVM, concluindo que sua ação normativa e punitiva, embora prescindida de autorização específica do Poder Legislativo ou de decisão do Poder Judiciário, está sujeita a limites e revisões, conforme postula Sousa (2006).

Ainda no referencial teórico, são elencadas as muitas vantagens auferidas por uma empresa, ao abrir o seu capital, ao mesmo tempo em que se listam as razões dessas mesmas empresas a decidirem fechá-lo voluntariamente. São citados os autores que se manifestaram sobre o tema e a cujos trabalhos o pesquisador teve acesso. No levantamento realizado por Siqueira (2010) em editais de oferta pública de aquisição de ações – OPA, publicados por empresas que estavam fechando voluntariamente o seu capital, foram listadas 28 razões. Este autor, ao estudar as razões elencadas, percebeu que, embora expressas de formas diferentes, diziam a mesma coisa, encontrando-se raramente algum motivo diferenciado ou fundamentação original. Isso posto, ele concluiu que elas podiam ser classificadas em três grupos relacionados a custos, reestruturações societárias e à impossibilidade ou não necessidade da captação de recursos no mercado. Outro estudo interessante foi o realizado por Eid Júnior e Jiang Horng (2005) que abordaram quantitativamente o tema usando técnicas econométricas com 7 (sete) variáveis explicativas. Concluíram que três variáveis foram identificadas como determinantes da deslistagem voluntária: crescimento da empresa, *free-float* e número de negócios (quanto maiores os valores dessas variáveis, menor a probabilidade de deslistagem). Moreira (2007) mostra que mudanças no ordenamento jurídico também influenciam a abertura e/ou continuidade do *status quo* de companhia aberta. Dessa forma, o 1º objetivo específico que trata da identificação das principais causas do fechamento voluntário de capital foi atendido.

Ainda no 3º item do referencial teórico foram apresentados os principais tópicos da Instrução Normativa nº 361/2002 da Comissão de Valores Mobiliários no que diz respeito aos procedimentos necessários que as empresas têm de observar, ao cancelarem seus registros de

companhia aberta. Impõe esta instrução normativa que a empresa se disponha a adquirir todas as ações em circulação no mercado por meio de uma OPA – Oferta Pública de Aquisição de Ações. Eizirik *et al* (2008) considera que a principal característica da OPA é conferir a todos os acionistas de determinada companhia aberta igualdade de condições na alienação das ações de sua propriedade, no caso do fechamento do seu capital. São definidos os tipos existentes de OPA, enfatizadas a necessidade da elaboração de um laudo de avaliação, a obrigatoriedade da publicação do edital, a possibilidade do questionamento do laudo por parte dos acionistas minoritários, comentada a aquisição de pelo menos 2/3 das ações em circulação para o sucesso do fechamento e a necessidade de se realizar um leilão em que o ofertante possa ir aumentando o valor por ele proposto. Esse parágrafo, ao resumir a regulação da Instrução Normativa nº 361/2002 tratada no *corpus* da dissertação, demonstra que foram identificados os procedimentos necessários a este fechamento, o 2º objetivo específico.

Atendendo ao proposto no 3º objetivo específico, que é captar a percepção dos profissionais de mercado de capitais relativa ao fechamento voluntário de capital, foi realizada uma pesquisa de campo, a qual, por meio de entrevistas semiestruturadas, colheu-se a visão que eles têm sobre o tema e como avaliam a conveniência de se venderem as ações de uma empresa que está fechando voluntariamente o seu capital.

A seguir, expõe-se, de forma sucinta, uma análise relativa ao fechamento voluntário de capital, com base nas sugestões, opiniões e críticas dos profissionais entrevistados:

- Os profissionais do mercado de capitais têm a precisa noção do poder regulatório da Comissão de Valores Mobiliários, que a regulamentação é imprescindível ao funcionamento de qualquer sistema e que regras adequadas devem existir e serem aplicadas. Embora haja elogios e restrições, é unânime a percepção de que a Comissão de Valores Mobiliários tem evoluído e se profissionalizado desde a sua fundação. O rigor das ações da CVM é valorizado pelos entrevistados, que chegam a expor sua aprovação à prisão de profissionais que infringem as normas. A existência de provas que dão suporte às ações da CVM também é valorizada.
- As auditorias nos balanços das empresas de capital aberto foram apontadas como recursos que permitem a distinção entre indícios e provas de ilicitudes.
- É entendimento dos profissionais do mercado de capitais que agilidade e efetividade não são características do judiciário na solução dos conflitos. Essa percepção que o

mercado tem do judiciário não foi tratada no marco teórico e aparece como uma questão que precisa ser melhor estudada e exposta, visando a garantir o caráter ético das ações.

- É importante para o investidor conhecer o nível de governança da empresa da qual está comprando ações.
- Não vale a pena para o pequeno investidor ser sócio de uma companhia de capital fechado, já que, depois do cancelamento do registro na bolsa, o investidor só poderá vender aquelas ações para o controlador, e tem ainda que aceitar as condições estabelecidas por ele.
- Os sujeitos da pesquisa apontaram como causas do fechamento de capital: preço baixo da ação, mudanças de estratégia, incorporação e excesso de legislação, o que está em conformidade com as causas elencadas por Siqueira (2010, p. 27-28), ou seja: a mudança de estratégia das empresas, o custo de se manter na bolsa, a elevada competitividade, a possibilidade de reabertura após a fase mais difícil, quando a empresa pode ser reestruturada, e até mesmo a possibilidade de o grupo controlador vir a adquirir a empresa num momento mais favorável.
- Uma causa que não é abordada na literatura, a cultura do Caixa 2 dos empresários brasileiros. Esse procedimento ficou conhecido no meio político como *recursos não contabilizadas*. Empresas de porte menor que têm essa cultura, mas se veem impedidas de praticá-la; após a abertura de capital, tendem a fechá-lo.
- Assim como Eizirik *et al* (2008, p. 579) entendem que a prática do acionista controlador de adquirir paulatinamente as ações da empresa que controla, sem realizar uma OPA para cancelar seu registro perante a CVM, conhecida como fechamento branco, reduzindo a liquidez de suas ações, é prejudicial aos acionistas minoritários, também é este o entendimento de alguns entrevistados.
- Boa parte dos entrevistados desconhece as normas da Comissão de Valores Mobiliários quanto ao fechamento voluntário de capital, fato até esperado, pois este é um assunto distante do cotidiano dos profissionais do mercado.

A análise de conteúdo aflora a percepção de que os profissionais do mercado de capitais têm sobre a oportunidade de venda das ações de um pequeno investidor de uma empresa que está fechando o capital. Concluem que, embora o preço ofertado possa ser questionado, a venda das ações deve sempre ser realizada. Não vendendo, o pequeno investidor ficará com ações sem liquidez, tendo como único comprador o grupo controlador que pode comprá-las se quiser, quando quiser e pelo preço que lhe convier. Esta recomendação dos profissionais do mercado coincide com a recomendação de autores citados no referencial teórico, restando atendido o 4º objetivo específico.

Inicialmente, era propósito entrevistar mais de 15 pessoas, entretanto, a partir da 8ª ou 9ª entrevista, as respostas dos entrevistados, embora ditas de formas diferentes, começaram a se repetir, não acrescentando nenhuma informação nova, tornando a continuidade das entrevistas pouco produtiva. Essa situação prevista por Minayo (1999) constitui o que se denomina saturação e a decisão tomada de se limitar a 15 o número de entrevistados tem como base a reincidência de informações. Como a pesquisa é qualitativa, não houve maior preocupação com o número de entrevistados e sim com a representatividade desta amostra não probabilística.

Ao concluir esta dissertação, deve-se registrar que estudos para redução dos custos necessários para uma empresa se manter com o capital aberto devem ser realizados. Moreira (2007) propõe que a publicação dos balanços em jornais seja substituída por publicação no site da empresa e envio de e-mails para os seus acionistas, o que implicaria redução de aproximadamente 30% dos gastos anuais para esta empresa. Propõe ainda que a CVM deva editar normas, atribuindo maiores deveres às empresas com maior volume de transações ou que tenham lançado diversas espécies de valores mobiliários, facilitando assim a vida das empresas menores. Sugere ainda que estudos devam ser feitos, com o intuito de extinguir a realização de atos inúteis e que não tragam benefícios aos minoritários.

Recomenda-se que a BM&FBOVESPA ofereça, entre os muitos cursos que oferta, cursos específicos sobre fechamento de capital; proporcionando as informações necessárias aos profissionais da área, capacitando-os a instruir os pequenos investidores. Recomenda-se também que a CVM, ao avaliar os candidatos à função de Agentes Autônomos, cobre deles conhecimentos específicos sobre o tema.

Estudos na linha do efetuado por Isabela Travaglia Santos (2010) – ou seja, inferir, por meio da evolução e correlação de indicadores econômicos e financeiros, se determinada empresa apresenta indícios de manipulação dos seus dados –, devem ser fortemente estimulados.

Em artigo publicado no site da BM&FBOVESPA¹⁸, Andrade (2007) afirma que quase não existem estudos empíricos sobre a atuação do poder judiciário no Brasil, especialmente na área de mercado de capitais, e que um bom sistema jurídico é fator determinante para a existência de um mercado de capitais eficiente. Recomenda-se, pois, estudos no sentido de avaliar o papel que o judiciário pode desempenhar no desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro.

Por último, deve-se esclarecer que não é intenção deste trabalho estimular o fechamento do capital. O que se pretende é que as empresas, ao terem conhecimento das causas do fechamento de seu capital, possam, a seu critério, evitá-lo, buscando sempre seu crescimento, o aumento do seu *free-float* e do seu volume de negócios em bolsa, podendo assim ter acesso a uma fonte perene de financiamento para o seu desenvolvimento.

¹⁸Andrade, Rafael de Almeida Rosa. Uma revisão teórica e empírica da relação entre judiciário e desenvolvimento do mercado de capitais. Disponível em <http://www.bmfbovespa.com.br/pdf/ArtigoRafael.pdf> Acesso em out/2011.

REFERÊNCIAS

ANDRADE, Rafael de Almeida Rosa. Uma revisão teórica e empírica da relação entre judiciário e desenvolvimento do mercado de capitais. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pdf/ArtigoRafael.pdf>>. Acesso em: out/2011.

ASSAF NETO, A.; LIMA, F. G. *Investimento em ações: guia teórico e prático para investidores*. Ribeirão Preto (SP): Inside Books, 2008.

BARDIN, L. *Análise de conteúdo*. Lisboa: Edições 70, 1997.

BRASIL, 1976, Lei n° 6.404. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Brasília, 15 de dezembro de 1976, 155º da Independência e 80º da República.

BRASIL, 1976, Lei n°. 6.385. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Brasília, 7 de dezembro de 1976, 155º da Independência e 88º da República.

BRASIL, 2001, Lei n° 10.198. Dispõe sobre a regulação e supervisão dos mercados de títulos ou contratos de investimento coletivo, e dá outras providências. Brasília, 14 de fevereiro de 2001, 180º da Independência e 113º da República.

BRASIL, 2001, Lei n°. 10.303. Altera e acrescenta dispositivos na lei n°. 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispões sobre as Sociedades por Ações e na lei n°. 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores imobiliários e cria a Comissão de Valores Imobiliários. Brasília, 31 de outubro de 2001, 180º da Independência e 113º da República.

BRASIL, 2002, Lei n°. 10.406. Institui o Código Civil Brasileiro. Brasília, 10 de janeiro de 2002, 181º da Independência e 114º da República.

BRASIL. *Instrução CVM n°. 361* de 05 de março de 2002. Dispõe sobre o procedimento aplicável às ofertas públicas de aquisição de ações para cancelamento de registro de companhia aberta, por aumento de participação de acionista controlador, por alienação de controle de companhia aberta, para aquisição de controle de companhia aberta quando envolver permuta por valores mobiliários, e de permuta por valores mobiliários, revoga a

Instrução CVM nº. 229, de 16 de janeiro de 1995, a Instrução CVM nº. 299, de 9 de fevereiro de 1999 e a Instrução CVM nº. 345, de 4 de setembro de 2000, e dá outras providências.

BRASIL. Instrução CVM nº. 436, de 5 de julho de 2006. Acrescenta o Anexo III e altera a Instrução CVM nº 361, de 5 de março de 2002, que dispõe sobre o procedimento aplicável às ofertas públicas de aquisição de ações de companhia aberta, o registro das ofertas públicas de aquisição de ações para cancelamento de registro de companhia aberta, por aumento de participação de acionista controlador, por alienação de controle de companhia aberta, para aquisição de controle de companhia aberta quando envolver permuta por valores mobiliários, e de permuta por valores mobiliários, revoga a Instrução CVM nº 229, de 16 de janeiro de 1995, a Instrução CVM nº 299, de 9 de fevereiro de 1999 e a Instrução CVM nº 345, de 4 de setembro de 2000, e dá outras providências.

BRASIL. *Nota Explicativa CVM nº. 8*, de 17 de agosto de 1978. Referente a Instrução CVM nº. 3 de 17 de agosto de 1978 que dispõe sobre cancelamento de Registro de Companhia.

BRUM, Carlos A. H. *Aprenda a Investir em Ações e a Operar na Bolsa Via Internet*. 4. ed. Rio de Janeiro: Ciência Moderna, 2007.

CARVALHOSA, Modesto. *Oferta Pública de aquisição de ações*. Rio de Janeiro, IBMEC, 1979.

COPELAND, Tom; KOTLER, Tim; MURRIN, Jack. *Avaliação de empresas: valuation: Calculando e gerenciando o valor das empresas*. 3. ed. São Paulo: Makron Books, 2002.

EID JÚNIOR, William; WHORNG, Wang Jiang. A saída: Uma análise da deslistagem na BOVESPA. Jun/2005. Disponível em: <http://www.willameid.com.br/pdf/deslistagem_bovespa.pdf>. Acessado em: mar/2011.

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

ELDER, A. *Como se transformar em um operador e investidor de sucesso: entenda a psicologia do mercado financeiro, técnicas poderosas de negociação, gestão lucrativa de investimentos*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2004.

- GIANNETTI, Eduardo. *O valor do amanhã: ensaio sobre a natureza dos juros*. São Paulo: Companhia das letras, 2005.
- GODOY, A. S. Introdução à pesquisa qualitativa e suas possibilidades. *Revista de Administração de Empresas*, São Paulo, v. 35, n. 3, p. 57-63, 1995.
- LANARI, Luis Amaro. Análise e Gestão de riscos. IEC PUCMinas, p.6-8, 2009.
- LAUAR, Hélio. Tentando desvendar a crueldade humana. *Revista Viver Brasil*. Ed. Ano III, n. 36, p. 88-91, maio 2010.
- LEVY, Maria Bárbara. *História da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro*. Rio de Janeiro: IBMEC, 1977.
- LIMA, O. B. C. O conceito de valor mobiliário nos direitos brasileiros e norte-americanos. Disponível em: <<http://www.cjf.jus.br/revista/seriecadernos/VOL16-6.htm>>. Acesso em: jan/2011.
- MINAYO, Maria Cecília de Souza. *O desafio do conhecimento: pesquisa qualitativa em saúde*. 9. ed. São Paulo: HUCITEC, 2006.
- MOREIRA, Ricardo Guimarães. *Sociedades Anônimas Brasileiras & Fechamento de Capital*. Curitiba: Juruá, 2007.
- PASCHOARELLI, R. *Como ganhar dinheiro no mercado financeiro: encontre o perfil de investidor adequado à sua personalidade*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.
- PINHEIRO, Armando Castelar; SADDI, Jairo. *Direito, Economia e Mercados*. Rio de Janeiro: Campus Elsevier, 2005.
- PINHEIRO, Juliano Lima. *Mercado de capitais: fundamentos e técnicas*. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2007.
- Portal do Investidor. Disponível em: <www.portaldoinvestidor.gov.br>. Acessado em: jun/2011.
- REQUIÃO, Rubens. *Curso de direito comercial*. São Paulo: Saraiva, 2000.

REVISTA DE DIREITO MERCANTIL, INDUSTRIAL, ECONÔMICO E FINANCEIRO. *Os valores mobiliários da nova lei das S/A*. São Paulo: Mallheiros, n.124, out/dez. 2001, 72 p.

SANTOS, Isabela Travaglia. Gerenciamento de capitais em fechamento de capital. 2010. Disponível em: <<http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/8135>>. Acessado em: jul/2011.

SIQUEIRA, C. A. J. de. *Fechamento de Capital: oferta pública de aquisição de ações e outras modalidades*. Ribeirão Preto: Migalhas, 2010.

SOUSA, P. O M. de. Tendências: o xerife é também o regulador. *Revista Bovespa*, São Paulo, jan/mar., 2006. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/InstSites/RevistaBovespa/97/Tendencias.shtml>>. Acesso em: ago/2011.

ULIN, P. R. *et all*. Qualitative methods: a field guide for applied research in sexual and reproductive health. *Arrows For Change*. FindArticles.com. 21 Nov, 2011.

VERGARA, S. C. *Métodos de pesquisa em administração*. São Paulo: Atlas, 1998.

WALD, Arnold; EIZIRIK, Nelson. O Regime Jurídico das Bolsas de Valores e sua autonomia frente ao Estado. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, n. 61, p. 05-21, janeiro/março, 1986.

YOKOI, Y. Caso Arcelor retoma questão: tagalong tira empresa da bolsa? *Revista Capital Aberto*, ano 4, n. 45, maio, 2007. Disponível em: <http://www.capitalaberto.com.br/ler_artigo.php?pag=2&sec=17&i=1299&btxt=tag%20along%20tira%20empresas%20da%20bolsa>. Acessado em: jun/2011.

GLOSSÁRIO

Ações ordinárias – ações que dão direito de voto aos seus acionistas.

Ações preferenciais – ações que dão preferência aos seus detentores no recebimento de dividendos e de parte de seus investimentos em caso de falência da empresa. Não dão direito a voto.

Análise fundamentalista – estudo que se faz com o propósito de se avaliar a empresa, tendo como base os seus fundamentos, utilizando-se de princípios de economia e finanças.

Análise técnica – estudo que habilita o investidor a tomar decisões sobre o melhor momento para comprar ou vender ativos de risco, por meio de estudos de séries históricas de preços de ativo.

Commercial papers – título emitido por uma empresa no mercado interno para captação de recursos gerando, portanto, uma dívida de curto prazo para a empresa

CVM – Comissão de Valores Mobiliários, autarquia federal responsável por regular e fiscalizar o mercado de valores mobiliários no Brasil.

Day-trade – operação em que a compra e venda de um mesmo ativo é realizada num mesmo pregão, ou seja, num único dia.

Debêntures – títulos de crédito, geralmente de longo prazo, emitidos por empresa.

Deslistagem – cancelamento de registro de companhia aberta.

Derivativos – contrato bilateral ou um acordo de troca de pagamentos cujo valor deriva, como seu nome indica, do valor de um ativo de referência.

Disclosure – divulgação de informações por parte de uma empresa, possibilitando uma tomada de decisão consciente pelo investidor e aumentando sua proteção.

Free-float – é o percentual de ações que se encontram em circulação, ou seja, aquelas que estão à disposição para negociação no mercado, excluindo-se as pertencentes aos controladores e aquelas na tesouraria da companhia.

Governança corporativa – é o sistema pelo qual uma empresa é dirigida, administrada ou controlada envolvendo o estudo sobre as relações entre os diversos atores envolvidos com a finalidade de aumentar o valor da empresa e facilitar seu acesso ao capital, garantido assim a sua perenidade.

Insider trading – é o uso indevido de uma informação privilegiada objetivando vantagens e lucros.

Liquidez – é o grau de facilidade com que se consegue transformar um ativo (ações, imóveis, etc.) em dinheiro vivo.

Mercado bursátil – bursátil vem do latim bursa, que significa bolsa, portanto é o mercado onde se realizam as operações típicas de bolsa de valores, ou seja, tem o mesmo significado de mercado de capitais.

Mercado de balcão – é onde são fechadas operações de compra e venda diretamente entre as partes ou com a intermediação de instituições financeiras, mas tudo fora das bolsas.

Mercado de Capitais – mercado no qual se realizam operações de transferência de ações ou seus derivativos, com prazos variados, realizados entre investidores e/ou empresas.

Mercado Futuro – segmento de negociação em que as operações são fechadas por meio de contrato que terão vencimento no futuro.

Opções – instrumento (uma espécie de contrato) que dá ao seu comprador um direito futuro sobre algo, mas não uma obrigação, e ao seu vendedor uma obrigação futura, caso o direito seja exercido pelo comprador da opção.

Preço justo – é o preço obtido pelo laudo de avaliação exigido pela OPA, normalmente obtido pelos critérios: patrimônio líquido contábil, patrimônio líquido avaliado a preço de mercado, fluxo de caixa descontado, comparação por múltiplos e cotação das ações em bolsa, isoladamente ou em conjunto.

Tag-along – é um mecanismo que obriga o comprador das ações dos controladores a fazer uma oferta pública de aquisição das ações dos acionistas minoritários pagando um percentual sobre o valor pago aos controladores de acordo com seu nível de governança corporativa da empresa.

Touros – diz-se que o mercado é dos touros quando a tendência do valor das ações é de alta.

Ursos – diz-se que o mercado é dos ursos quando a tendência do valor das ações é de baixa.

Valuation – arte/ciência da aplicação de uma teoria específica ou algumas combinadas, para atingir não necessariamente um só valor, mas uma região de preço para o ativo.

ANEXOS

ANEXO A - Instrução Normativa 361, de 05 de março de 2002, da CVM

INSTRUÇÃO CVM Nº361, DE 5 DE MARÇO DE 2002.

Dispõe sobre o procedimento aplicável às ofertas públicas de aquisição de ações de companhia aberta, o registro das ofertas públicas de aquisição de ações para cancelamento de registro de companhia aberta, por aumento de participação de acionista controlador, por alienação de controle de companhia aberta, para aquisição de controle de companhia aberta quando envolver permuta por valores mobiliários, e de permuta por valores mobiliários, revoga a Instrução CVM no 229, de 16 de janeiro de 1995, a Instrução CVM no 299, de 9 de fevereiro de 1999 e a Instrução CVM no 345, de 4 de setembro de 2000, e dá outras providências.

O PRESIDENTE DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - CVM torna público que o Colegiado, em reunião realizada nesta data, e com fundamento nos incisos V, VI e VII do art. 4º, nos incisos I e III do art. 8º, na alínea “a” do inciso II do art. 18, no parágrafo 6º do art. 21 e nos incisos III, V, VI e VIII do art. 22 da Lei no 6.385, de 7 de dezembro de 1976, e nos arts. 4º, 4º-A, 30, § 2º, 254-A e 257 da Lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976, RESOLVEU baixar a seguinte Instrução:

ÂMBITO E FINALIDADE

Aplicação

Art. 1º Esta Instrução regula o procedimento aplicável a quaisquer ofertas públicas de aquisição de ações de companhias abertas, e ainda o processo de registro das ofertas públicas para cancelamento de registro para negociação de ações nos mercados regulamentados de valores mobiliários, por aumento de participação do acionista controlador, por alienação de controle de companhia aberta e para aquisição de controle de companhia aberta quando envolver permuta por valores mobiliários e de permuta por valores mobiliários.

Modalidades e Definições

Art. 2º A Oferta Pública de Aquisição de ações de companhia aberta (OPA) pode ser de uma das seguintes modalidades:

I – OPA para cancelamento de registro: é a OPA obrigatória, realizada como condição do cancelamento do registro para negociação de ações nos mercados regulamentados de valores mobiliários, por força do § 4º do art. 4º da Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e do § 6º do art. 21 da Lei 6.385, de 7 de dezembro de 1976; II – OPA por aumento de participação: é a OPA obrigatória, realizada em consequência de aumento da participação do acionista controlador no capital social de companhia aberta, por força do § 6º do art. 4º da Lei 6.404/76;

III – OPA por alienação de controle: é a OPA obrigatória, realizada como condição de eficácia de negócio jurídico de alienação de controle de companhia aberta, por força do art. 254-A da Lei 6.404/76;

IV – OPA voluntária: é a OPA que visa à aquisição de ações de emissão de companhia aberta, que não deva realizar-se segundo os procedimentos específicos estabelecidos nesta Instrução para qualquer OPA obrigatória referida nos incisos anteriores;

V – OPA para aquisição de controle de companhia aberta: é a OPA voluntária de que trata o art. 257 da Lei 6.404/76; e

VI – OPA concorrente: é a OPA formulada por um terceiro que não o ofertante ou pessoa a ele vinculada, e que tenha por objeto ações abrangidas por OPA já apresentada para registro perante a CVM, ou por OPA não sujeita a registro cujo edital já tenha sido publicado, nos termos do art. 11.

§1º Somente estarão sujeitas a registro perante a CVM as modalidades de OPA referidas nos incisos I a III do caput e aquelas de que tratam os incisos IV, V e VI, quando envolverem permuta por valores mobiliários.

§2º Esteja ou não sujeita a registro perante a CVM, toda OPA deverá observar o procedimento geral estabelecido nos arts. 4º a 8º-A, 10 a 12 e 14 a 15-B, no que for aplicável, devendo a OPA sujeita a registro observar, ainda, os requisitos e procedimentos adicionais atinentes à respectiva modalidade, estabelecidos nesta Instrução.

§3º Para os efeitos desta Instrução, considera-se OPA a oferta pública efetuada fora de bolsa de valores ou de entidade de mercado de balcão organizado, que vise à aquisição de ações de companhia aberta, qualquer que seja a quantidade de ações visada pelo ofertante.

§4º Para os efeitos do parágrafo anterior, considera-se pública a oferta quando forem realizados esforços de aquisição ou utilizado qualquer meio de publicidade, inclusive correspondência ou anúncios eletrônicos.

§5º As ofertas de aquisição efetuadas exclusivamente nos recintos ou ambientes de negociação das bolsas de valores, e de entidade de mercado de balcão organizado, continuam regidas pelas disposições a elas aplicáveis, inclusive quanto à adoção de procedimentos especiais, desde que não se enquadrem em qualquer das hipóteses referidas no § 1o, e não haja publicidade da oferta.

Art. 3º Para os efeitos desta Instrução, entende-se por:

I – companhia objeto: a companhia aberta emissora das ações visadas na OPA;

II – ações objeto da OPA: as ações visadas pelo ofertante na OPA;

III – ações em circulação: todas as ações emitidas pela companhia objeto, excetuadas as ações detidas pelo acionista controlador, por pessoas a ele vinculadas, por administradores da companhia objeto, e aquelas em tesouraria;

IV – acionista controlador: a pessoa, natural ou jurídica, fundo ou universalidade de direitos ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, direto ou indireto, que:

a) seja titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembléia geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e

b) use efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.

V – ofertante: o proponente da aquisição de ações em uma OPA, seja ele pessoa natural ou jurídica, fundo ou universalidade de direitos;

VI – pessoa vinculada: a pessoa natural ou jurídica, fundo ou universalidade de direitos, que atue representando o mesmo interesse de outra pessoa, natural ou jurídica, fundo ou universalidade de direitos;

VII – período da OPA: período compreendido entre: (a) a data em que a OPA for divulgada ao mercado, ainda que da forma prevista no art. 4º-A, §2º, II; e (b) a data de realização do leilão ou da revogação da OPA;

VIII – taxa Selic: taxa média ponderada e ajustada das operações de financiamento por um dia, lastreadas em títulos públicos federais, cursadas no Sistema Especial de Liquidação e Custódia; e

IX – OPA parcial: aquela que não tenha por objeto a totalidade das ações em circulação de uma mesma classe e espécie.

§1º Salvo para o efeito de alienação de controle, a qual considerar-se-á caracterizada segundo as regras específicas aplicáveis, equipara-se ao acionista controlador, para os efeitos desta Instrução, o detentor de títulos conversíveis em ações ou de títulos que confirmam o direito à subscrição de ações, desde que tais ações, por si só ou somadas às já detidas pelo titular e pessoas a ele vinculadas, confirmam-lhe o controle acionário.

§2º Presume-se representando o mesmo interesse de outra pessoa, natural ou jurídica, fundo ou universalidade de direitos, quem:

a) o controle, direta ou indiretamente, sob qualquer forma, seja por ele controlado ou esteja com ele submetido a controle comum; ou

b) tenha adquirido, ainda que sob condição suspensiva, o seu controle ou da companhia objeto, ou seja, promitente comprador ou detentor de opção de compra do controle acionário da companhia objeto, ou intermediário em negócio de transferência daquele controle.

§3º Para os efeitos desta Instrução, não se presume a companhia objeto como atuando no mesmo interesse do acionista controlador.

PROCEDIMENTO GERAL DE OPA

Princípios gerais

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 equitativo 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;

III – quando for o caso (art. 2o, § 1o), a OPA será previamente registrada na CVM, segundo a modalidade adequada;

IV – a OPA será intermediada por sociedade corretora ou distribuidora de títulos e valores mobiliários ou instituição financeira com carteira de investimento;

V – a OPA será lançada por preço uniforme, salvo a possibilidade de fixação de preços diversos conforme a classe e espécie das ações objeto da OPA, desde que compatível com a modalidade de OPA e se justificada a diferença pelo laudo de avaliação da companhia objeto ou por declaração expressa do ofertante, quanto às razões de sua oferta diferenciada;

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;

VII – a OPA será efetivada em leilão em bolsa de valores ou entidade de mercado de balcão organizado, salvo se for expressamente autorizada pela CVM a adoção de procedimento diverso;

VIII – a OPA poderá sujeitar-se a condições, cujo implemento não dependa de atuação direta ou indireta do ofertante ou de pessoas a ele vinculadas; e

IX – a OPA será imutável e irrevogável, após a publicação do edital, exceto nas hipóteses previstas no art. 5o.

§1º Sem prejuízo do disposto no inciso V, a OPA poderá, se isto não violar outros dispositivos desta Instrução, ter preços à vista e a prazo distintos para os mesmos destinatários, desde que a faculdade de escolha caiba aos destinatários, haja justificada razão para sua existência, e tal distinção não afete a reflexão e a independência da decisão de aceitação da OPA, como por exemplo se estiver vinculada ao prazo de aceitação ou à quantidade de aceitações já manifestadas.

§2º A CVM poderá determinar, a qualquer tempo:

I – a divulgação de informações adicionais às previstas nesta Instrução;

II – a suspensão de OPA em curso, ou do respectivo leilão, se verificar que a OPA ou o leilão apresentam irregularidade ou ilegalidade sanável, mantendo-se a suspensão até que sejam corrigidas; ou

III – o cancelamento da OPA, quando verificar que ela apresenta irregularidade ou ilegalidade insanável.

§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.

Art. 4º A O ofertante deve guardar sigilo a respeito da OPA até sua divulgação ao mercado, bem como zelar para que seus administradores, empregados, assessores e terceiros de sua confiança também o façam.

§1º A obrigação de sigilo prevista no caput se estende até:

I – a data em que for divulgado fato relevante referente a OPA sujeita a registro na CVM, nos termos do art. 9º da Instrução CVM nº 358, de 3 de janeiro de 2002; ou

II – a data em que for publicado o edital de OPA não sujeita a registro na CVM.

§2º Caso a informação escape do controle do ofertante antes da data referida no §1º, o potencial ofertante deverá, imediatamente:

I – publicar o instrumento de OPA, nos termos do art. 11; ou

II – informar ao mercado que tem interesse em realizar a OPA, ou que está considerando essa possibilidade, embora ainda não tenha certeza de sua efetivação.

§3º Exceto quando se tratar de OPA sujeita a registro, o anúncio previsto no §2º, inciso II, deverá:

I – incluir as informações indicadas nos itens “i” até “m” do inciso I do Anexo II; e

II – ser encaminhado ao diretor de relações com investidores da companhia objeto, para que este o divulgue imediatamente ao mercado, por meio de sistema eletrônico disponível na página da CVM na rede mundial de computadores.

§4º Caso o ofertante divulgue o anúncio previsto no §2º, inciso II, a CVM poderá fixar um prazo para que ele:

I – publique o instrumento de OPA, nos termos do art. 11; ou

II – anuncie ao mercado, de maneira inequívoca, que não pretende realizar a OPA dentro do período de 6 (seis) meses.

Modificação e Revogação

Art. 5º Após a publicação do instrumento de OPA, nos termos do art. 11, sua modificação ou revogação será admitida:

I – em qualquer modalidade de OPA, independentemente de autorização da CVM, quando se tratar de modificação por melhoria da oferta em favor dos destinatários, ou por renúncia, pelo ofertante, a condição por ele estabelecida para a efetivação da OPA;

II – quando se tratar de OPA sujeita a registro, mediante prévia e expressa autorização da CVM, observados os requisitos do §2º deste artigo; ou

III – quando se tratar de OPA não sujeita a registro, independentemente de autorização da CVM, em estrita conformidade com os termos e condições previstos no respectivo instrumento.

§1º Será ainda lícito ao ofertante desistir da OPA para cancelamento de registro e da OPA por aumento de participação, na hipótese de revisão do preço da oferta por força do procedimento previsto no art. 4o-A da Lei 6.404, de 1976, aplicando-se, em tais hipóteses, respectivamente, as regras dos arts. 24, inciso IV, e 28 desta Instrução.

§2º Na hipótese prevista no caput, inciso II, o pedido de modificação ou revogação de OPA:

I – deverá ser informado ao público, pela mesma via utilizada para divulgação da OPA;

II – acarretará a suspensão do prazo do edital, se estiver em curso;

III – só será acolhido caso:

a) a juízo da CVM, tenha havido alteração substancial, posterior e imprevisível, nas circunstâncias de fato existentes quando do lançamento da OPA, acarretando aumento relevante dos riscos assumidos pelo ofertante, inerentes à própria OPA; e

b) o ofertante comprove que os atos e negócios jurídicos que tenham determinado a realização da OPA ficarão sem efeito se deferida a revogação;

IV – presumir-se-á deferido se não houver manifestação da CVM no prazo de 10 (dez) dias, contados do protocolo.

§3º A modificação da OPA exigirá publicação de aditamento ao edital, com destaque para as modificações efetuadas e com a indicação da nova data para realização do leilão, a qual deverá observar os seguintes prazos:

I – prazo mínimo de 10 (dez) dias, nos casos de aumento do preço da oferta ou renúncia a condição para efetivação da OPA, ou 20 (vinte) dias, nos demais casos, contados da publicação do aditamento;

II – prazo máximo de 30 (trinta) dias contados da publicação do aditamento ou 45 (quarenta e cinco) dias contados da publicação do edital, o que for maior.

§4º A revogação da OPA deverá ser divulgada pela mesma via utilizada para divulgação da OPA.

§5º Em qualquer das hipóteses previstas no caput, cópia do aditamento ao edital deverá ser enviada à CVM na data de sua publicação.

Liquidação financeira

Art. 6º A oferta pública, segundo a forma de pagamento proposta pelo ofertante, será:

I – de compra, quando o pagamento proposto deva ser realizado em moeda corrente;

II – de permuta, quando o pagamento proposto deva ser realizado em valores mobiliários; e

III – mista, quando o pagamento proposto deva ser realizado parte em dinheiro e parte em valores mobiliários.

§1º Admitir-se-á a formulação de oferta pública alternativa, assim entendida aquela em que aos destinatários da oferta for deferida a escolha da forma de liquidação, se em moeda corrente ou nos valores mobiliários referidos no inciso II.

§2º Às ofertas de permuta, mista e alternativa aplicam-se, além do procedimento geral desta Instrução, as disposições do art. 33.

Intermediação

Art. 7º O ofertante deverá contratar a intermediação da OPA com sociedade corretora ou distribuidora de títulos e valores mobiliários ou instituição financeira com carteira de investimento.

§1º O ofertante é responsável pela veracidade, qualidade e suficiência das informações fornecidas à CVM e ao mercado, bem como por eventuais danos causados à companhia objeto, aos seus acionistas e a terceiros, por culpa ou dolo, em razão da falsidade, imprecisão ou omissão de tais informações.

§2º A instituição intermediária deverá tomar todas as cautelas e agir com elevados padrões de diligência para assegurar que as informações prestadas pelo ofertante sejam verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes, respondendo pela omissão nesse seu dever, devendo ainda verificar a suficiência e qualidade das informações fornecidas ao mercado durante todo o procedimento da OPA, necessárias à tomada de decisão por parte de investidores, inclusive as informações eventuais e periódicas devidas pela companhia, e as constantes do instrumento de OPA, do laudo de avaliação e do edital.

§3º A instituição intermediária deverá auxiliar o ofertante em todas as fases da OPA, e dele solicitar a prática dos atos necessários ao correto desenvolvimento da oferta, bem como a cessação de atividades que prejudiquem tal desenvolvimento, devendo interromper seus serviços em hipótese de recusa do ofertante, sob pena de não eximir-se das responsabilidades impostas nesta Instrução.

§4º A instituição intermediária garantirá a liquidação financeira da OPA e o pagamento do preço de compra, em caso de exercício da faculdade a que se refere o § 2º do art. 10.

§5º A instituição intermediária, seu controlador e pessoas a ela vinculadas, apresentarão as informações previstas nos itens “i” a “l” do inciso I do Anexo II em relação aos valores mobiliários e derivativos referenciados em valores mobiliários da companhia objeto de que sejam titulares, ou que estejam sob sua administração discricionária.

§6º Ao ser contratada para a intermediação de OPA, a sociedade corretora ou distribuidora de títulos e valores mobiliários ou instituição financeira com carteira de investimento, bem como pessoas a ela vinculadas que atuem no mercado financeiro, ficarão impedidas de negociar com valores mobiliários de emissão da companhia objeto, ou a eles referenciados, bem como de efetuar pesquisas e relatórios públicos sobre a companhia e a operação.

§7º A vedação à negociação prevista no §6º não se aplica às seguintes hipóteses:

I - negociação por conta e ordem de terceiros;

II - operações claramente destinadas a acompanhar índice de ações, certificado ou recibo de valores mobiliários;

III - operações destinadas a proteger posições assumidas em total return swaps contratados com terceiros;

IV - operações realizadas como formador de mercado, nos termos da regulamentação da CVM em vigor; ou

V - administração discricionária de carteira de terceiros.

§8º As pessoas referidas no §6º devem adotar procedimentos adequados para assegurar o cumprimento das normas de conduta nele previstas.

Avaliação

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.

§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.

§2º A experiência comprovada a que se refere o § 1º deve dizer respeito à avaliação de companhias abertas.

§3º O laudo de avaliação deverá observar o disposto no Anexo III desta Instrução.

§4º (Revogado)

§5º O laudo de avaliação será encaminhado à CVM e também ao seu endereço eletrônico, no formato específico indicado pela CVM, ficando disponível a eventuais interessados, no mínimo, na CVM, na bolsa de valores ou entidade do mercado de balcão organizado em que deva ser realizado o leilão da OPA, no endereço do ofertante, na sede da instituição intermediária e da companhia objeto, bem como acessível na rede mundial de computadores, no endereço eletrônico da CVM e da companhia objeto, se esta última o possuir.

§6º (Revogado)

§7º No caso de oferta de permuta, deverá também ser apresentado o laudo de avaliação da companhia cujos valores mobiliários estejam sendo entregues em permuta, contemplando as informações do Anexo III desta Instrução.

§8º Nas ofertas de permuta, o avaliador deverá utilizar o mesmo critério para ambas as companhias ou justificar a adoção de critérios distintos.

§9º A CVM poderá exigir, dentro do prazo previsto no §2º do art. 9º, que o ofertante:

I - informe se o valor da companhia objeto sofreu alterações significativas após a data da avaliação; e

II - em caso afirmativo, solicite ao avaliador que atualize o valor da companhia objeto que consta do laudo de avaliação.

Art. 8º A. Os administradores e o acionista controlador devem fornecer ao avaliador informações verdadeiras, completas, claras, objetivas e suficientes para a elaboração do laudo.

Registro

Art. 9º Quando se tratar de OPA sujeita a registro, o pedido será protocolado na CVM pelo ofertante, através da instituição intermediária, no prazo máximo de 30 (trinta) dias, a contar da data de publicação do aviso de fato relevante ou da deliberação que der notícia da realização da OPA, com observância dos elementos mínimos que possibilitem a sua compreensão e exame, obedecendo aos requisitos descritos no Anexo I a esta Instrução.

§1º A concessão do registro da OPA pela CVM ficará condicionada à obtenção de seu registro perante a bolsa de valores ou à entidade do mercado de balcão organizado em que deva ser realizado o leilão.

§2º O pedido de registro será apreciado pela CVM dentro do prazo de 30 (trinta) dias, contados da data do protocolo do pedido na CVM, presumindo-se deferido se não houver manifestação da CVM naquele prazo, sem prejuízo do disposto no art. 11.

§3º A fluência do prazo a que se refere o parágrafo anterior será interrompida quando a CVM formular exigências ao ofertante, o que poderá fazer por uma única vez, salvo quando se referirem a fatos, informações ou documentos novos.

§4º Para o cumprimento de eventuais exigências, será concedido prazo não superior a 60 dias, a critério da CVM, de acordo com a complexidade das exigências, contado o prazo do recebimento do ofício de exigências pelo representante indicado pelo ofertante, indeferindo-se o pedido caso as exigências não sejam satisfeitas no prazo, e aplicando-se a regra do § 2º deste artigo à análise pela CVM do cumprimento das exigências.

§5º O documento de cumprimento de exigências formuladas pela CVM será apresentado ao protocolo da CVM em duas versões, sendo a primeira, com as modificações voluntárias e correções determinadas pela CVM devidamente destacadas, e a segunda, sem quaisquer marcas.

§6º A CVM poderá, mediante ofício fundamentado, restituir ao requerente o pedido de registro e os documentos que o instruíram sem formulação de exigências, se verificar que apresentam irregularidade ou ilegalidade insanável, ou que o requerimento não está instruído com os documentos necessários.

§7º Em qualquer hipótese de indeferimento do pedido de registro, os documentos que o instruíram poderão ser retirados pelo ofertante, a partir do trigésimo dia, posterior à comunicação do indeferimento, e por um prazo de 90 dias, após o qual a CVM poderá destruí-los, salvo se pender recurso do interessado.

Art. 9º A. O ofertante pode solicitar que a CVM trate com sigilo informações ou documentos fornecidos para fins do registro da OPA, apresentando as razões pelas quais a revelação ao público de tais informações ou documentos colocará em risco legítimo interesse do emissor, do ofertante ou de terceiros.

Parágrafo único. As informações sigilosas devem ser enviadas em envelope lacrado, endereçado à Presidência da CVM, no qual conste a palavra “confidencial”.

Instrumento

Art. 10 O instrumento da OPA será firmado conjuntamente pelo ofertante e pela instituição intermediária e conterá, além dos requisitos descritos no Anexo II a esta Instrução, o seguinte:

I – declaração do ofertante, quando este for acionista controlador ou pessoa a ele vinculada ou a própria companhia, de que se obriga a pagar aos titulares de ações em circulação, que aceitarem a OPA, a diferença a maior, se houver, entre o preço que estes receberem pela venda de suas ações, atualizado nos termos do instrumento de OPA e da legislação em vigor, e ajustado pelas alterações no número de ações decorrentes de bonificações, desdobramentos, grupamentos e conversões eventualmente ocorridos, e:

a) o preço por ação que seria devido, ou venha a ser devido, caso venha a se verificar, no prazo de 1 (um) ano contado da data de realização do leilão de OPA, fato que impusesse, ou venha a impor, a realização de OPA obrigatória, dentre aquelas referidas nos incisos I a III do art. 2º; e

b) o valor a que teriam direito, caso ainda fossem acionistas e dissentissem de deliberação da companhia objeto que venha a aprovar a realização de qualquer evento societário que permita o exercício do direito de recesso, quando este evento se verificar dentro do prazo de 1 (um) ano, contado da data da realização do leilão de OPA.

II – declarações do ofertante e da instituição intermediária de que desconhecem a existência de quaisquer fatos ou circunstâncias, não revelados ao público, que possam influenciar de modo relevante os resultados da companhia objeto ou as cotações das ações objeto da OPA;

III – declaração do ofertante de que cumpriu com as obrigações previstas no § 1º do art. 7º;

IV – declaração, pelo ofertante, acerca do preço por ação da companhia objeto em negociações privadas relevantes, entre partes independentes, envolvendo o ofertante, o acionista controlador ou pessoas a eles vinculadas, realizadas nos últimos 12 (doze) meses; e

V – declaração da instituição intermediária de que cumpriu com as obrigações previstas no § 2º do art. 7º.

VI – outras informações consideradas necessárias pela CVM para garantir o perfeito esclarecimento do mercado.

§1º O ofertante não estará obrigado ao pagamento a que se refere o inciso I do caput, caso a informação sobre a futura ocorrência da OPA obrigatória ou do evento societário ali referido já esteja divulgada quando da publicação do edital de OPA.

§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:

I – exercício da faculdade pelo acionista; ou

II – pagamento aos demais acionistas que aceitaram a OPA, no caso de OPA com pagamento a prazo.

§3º Para a finalidade de que trata o parágrafo anterior, e exclusivamente quando se tratar de ofertas públicas de permuta, mista ou alternativa (art. 6º II, III e § 1º), será lícito ao ofertante estabelecer até três datas, sendo uma necessariamente o último dia do prazo ali referido, para o início da fluência do prazo de 15 (quinze) dias de que trata o parágrafo anterior.

§4º Quando a OPA for formulada por terceiro que não a companhia objeto, o acionista controlador ou pessoa a eles vinculada, a companhia deverá, a requerimento do ofertante, fornecer-lhe, em 2 (dois) dias úteis, a relação nominal de que trata a alínea “o” do inciso I do Anexo II, na forma do § 1º do art. 100 da Lei 6.404, de 1976.

§5º Quando se tratar de OPA não sujeita a registro, ou formulada por terceiro que não a companhia objeto, o acionista controlador ou pessoa a eles vinculada, ou ainda os administradores ou pessoa a eles vinculada, o instrumento conterá, além dos requisitos deste artigo e do Anexo II, as informações referidas nas alíneas “a” e “b” do inciso XII do Anexo III.

§6º Caso o preço da OPA seja diferente do preço praticado nas negociações divulgadas nos termos do inciso IV, o ofertante deverá justificar por que esse preço não foi adotado.

Publicação

Art. 11. O instrumento de OPA deverá ser publicado, sob a forma de edital nos jornais de grande circulação habitualmente utilizados pela companhia objeto, observando-se o prazo máximo de 10 (dez) dias, após a obtenção do registro na CVM, quando este for exigível.

§1º Da publicação do instrumento da OPA constará, ainda, se for o caso, a data do deferimento do pedido de registro da OPA na CVM, com a informação, em destaque, de que o deferimento do pedido de registro da OPA não implica, por parte da CVM, garantia da veracidade das informações prestadas, julgamento sobre a qualidade da companhia objeto ou o preço ofertado pelas ações objeto da OPA.

§2º O edital deverá ser também encaminhado ao diretor de relações com investidores da companhia objeto, para que este o divulgue imediatamente ao mercado, por meio de sistema eletrônico disponível na página da CVM na rede mundial de computadores, ficando ainda disponível a eventuais interessados, no mínimo, na CVM, na bolsa de valores ou na entidade do mercado de balcão organizado em que deva ser realizado o leilão, no endereço do ofertante, na sede da instituição intermediária e da companhia objeto, bem como acessível na rede mundial de computadores, no endereço eletrônico da companhia objeto, se esta o possuir.

Leilão

Art. 12. A OPA será efetivada em leilão na bolsa de valores ou no mercado de balcão organizado em que as ações objeto da OPA sejam admitidas à negociação.

§1º A aceitação ou não da OPA dar-se-á no leilão, o qual será realizado no prazo mínimo de 30 (trinta) e máximo de 45 (quarenta e cinco) dias, contados da data da publicação do edital, e obedecerá às regras estabelecidas pela bolsa de valores ou pela entidade do mercado de balcão organizado responsável pelo leilão.

§2º O leilão adotará procedimentos que assegurem necessariamente:

I – a possibilidade de elevação do preço a ser pago pelas ações durante o leilão, estendendo-se o novo preço a todos os acionistas aceitantes dos lances anteriores, observada a diferenciação de preços entre as diversas classes ou espécies de ações, se houver, e a possibilidade de elevação do preço apenas para uma ou algumas classes ou espécies de ações, observado ainda o disposto no §7º; e

II – a possibilidade de interferências compradoras, as quais poderão abranger lote de ações inferior ao objeto da OPA, procedendo-se ao rateio, salvo na OPA para cancelamento de registro, na OPA por aumento de participação e na OPA para aquisição de controle, casos em que as interferências deverão ter por objeto o lote total.

§3º Em até 4 (quatro) dias úteis após a realização do leilão, a bolsa de valores ou a entidade do mercado de balcão organizado em que for realizado encaminhará à CVM os demonstrativos referentes ao leilão.

§4º O interessado em interferir no leilão deve divulgar ao mercado, com 10 (dez) dias de antecedência, na forma prevista no art. 11, que tem a intenção de interferir no leilão, fornecendo as informações previstas na alíneas “a”, “c” e “i” a “m” do inciso I do Anexo II, conforme aplicáveis.

§5º Exclusivamente quando se tratar de OPA com preço à vista, a primeira interferência compradora deverá ser pelo menos 5% (cinco por cento) superior ao último preço oferecido.

§6º A CVM poderá, a requerimento do ofertante, autorizar que a OPA seja efetivada por meio diverso do leilão referido neste artigo.

§7º Em se tratando de OPA para aquisição do controle, o ofertante não poderá elevar o preço no leilão caso tenha sido publicado edital ou solicitado registro de OPA para aquisição de controle concorrente.

OPA concorrente

Art. 13. A OPA concorrente observará as regras aplicáveis à modalidade de OPA em que se enquadrar e também o disposto neste artigo.

§1º As declarações do ofertante concorrente a que se referem o inciso I do caput e o §2º, ambos do art. 10, somente se tornarão eficazes caso ele, ou pessoa a ele vinculada, seja ou venha a tornar-se o acionista controlador da companhia objeto.

§2º A OPA concorrente deverá ser lançada, ou ter o respectivo registro solicitado, até 10 (dez) dias antes da data prevista para a realização do leilão da OPA com que concorrer.

§3º A OPA concorrente deverá ser lançada por preço no mínimo 5% (cinco por cento) superior ao da OPA com que concorrer.

§4º O lançamento de OPA concorrente torna sem efeito as manifestações que já tenham sido firmadas em relação à aceitação da OPA com que concorrer.

§5º Uma vez lançada uma OPA concorrente, será lícito tanto ao ofertante inicial quanto ao ofertante concorrente aumentarem o preço de suas ofertas por quaisquer valores e tantas vezes quantas julgarem conveniente, observado o disposto no art. 5º.

§6º A OPA concorrente que depender de registro observará os mesmos requisitos, procedimentos e prazos estabelecidos no art. 9º.

§7º A OPA concorrente pode ser de modalidade diversa da OPA com que concorrer.

Art. 13-A. Havendo publicação de edital ou solicitação de registro de OPA concorrente, a CVM poderá:

I – adiar a data do leilão da OPA previamente lançada;

II – estabelecer um prazo máximo para apresentação e aceitação de propostas finais de todos os ofertantes; ou

III – determinar a realização de um leilão conjunto, fixando a data, hora e as regras para sua realização.

Parágrafo único. Na hipótese do inciso III do caput, a prerrogativa de fixar a data, hora e as regras de realização do leilão poderá ser delegada à bolsa de valores ou entidade de balcão organizado em que o leilão deva se realizar.

Vedações

Art. 14. A companhia objeto, o acionista controlador e pessoas a ele vinculadas não poderão efetuar nova OPA tendo por objeto as mesmas ações objeto de OPA anterior, senão após a fluência do prazo de 1 (um) ano, a contar do leilão da OPA anterior, salvo se estiverem obrigados a fazê-lo, ou se vierem a estender aos aceitantes da OPA anterior as mesmas condições da nova OPA, pagando-lhes a diferença de preço atualizada, se houver.

Art. 15. Em qualquer OPA formulada pela companhia objeto, pelo acionista controlador ou por pessoas a ele vinculadas, desde que não se trate de OPA por alienação de controle, caso ocorra a aceitação por titulares de mais de 1/3 (um terço) e menos de 2/3 (dois terços) das ações em circulação, o ofertante somente poderá:

I – adquirir até 1/3 (um terço) das ações em circulação da mesma espécie e classe, procedendo-se ao rateio entre os aceitantes, observado, se for o caso, o disposto nos §§ 1º e 2º do art. 37; ou

II – desistir da OPA, desde que tal desistência tenha sido expressamente manifestada no instrumento de OPA, ficando sujeita apenas à condição de a oferta não ser aceita por acionistas titulares de pelo menos 2/3 (dois terços) das ações em circulação;

Parágrafo único. Não sendo aplicável o disposto no art. 37, §§ 1º e 2º, o limite de 1/3 (um terço) previsto no inciso I deverá ser calculado com base no número de ações existentes em circulação na data de encerramento da primeira oferta pública de distribuição de ações da

companhia ou, caso nenhuma oferta tenha sido realizada, na data da obtenção do registro da companhia para negociação de ações em mercados regulamentados de valores mobiliários.

Art. 15-A. Durante o período da OPA, é vedado ao ofertante e pessoas vinculadas:

I – alienar, direta ou indiretamente, ações da mesma espécie e classe das ações objeto da OPA;

II – adquirir ações da mesma espécie e classe das ações objeto da OPA, em se tratando de OPA parcial; e

III – realizar operações com derivativos referenciados em ações da mesma espécie e classe das ações objeto da OPA.

Parágrafo único. A proibição prevista no inciso I do caput não impedirá o ofertante de alienar suas ações para terceiros no leilão.

Art. 15-B. O preço por ação da OPA não poderá ser inferior ao maior preço por ação pago pelo ofertante ou pessoas vinculadas em negócios realizados durante o período da OPA.

Parágrafo único. Caso o ofertante ou pessoas vinculadas adquiram ações após a publicação do edital por preço superior ao preço ofertado, o ofertante deverá, dentro de 24 (vinte e quatro) horas, aumentar o preço da OPA, mediante modificação do respectivo instrumento, nos termos do art. 5º.

OPA PARA CANCELAMENTO DE REGISTRO

Requisitos para o cancelamento

Art. 16. O cancelamento do registro para negociação de ações nos mercados regulamentados de valores mobiliários somente será deferido pela CVM caso seja precedido de uma OPA para cancelamento de registro, formulada pelo acionista controlador ou pela própria companhia aberta, e tendo por objeto todas as ações de emissão da companhia objeto, observando-se os seguintes requisitos:

I – o preço ofertado deve ser justo, na forma estabelecida no § 4º do art. 4º da Lei 6.404/76, e tendo em vista a avaliação a que se refere o § 1º do art. 8º; e

II – acionistas titulares de mais de 2/3 (dois terços) das ações em circulação deverão aceitar a OPA ou concordar expressamente com o cancelamento do registro, considerando-se ações em circulação, para este só efeito, apenas as ações cujos titulares concordarem expressamente com o cancelamento de registro ou se habilitarem para o leilão de OPA, na forma do art. 22.

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.

Art. 17 (Revogado)

Art. 18 (Revogado)

Art. 19. Caso o acionista controlador, pessoa a ele vinculada ou a companhia, pretendam realizar OPA para cancelamento de registro em prazo inferior a 1 (um) ano, contado da data da homologação da última subscrição pública com ingresso de novos acionistas ocorrida na companhia objeto, o preço a ser ofertado pelas ações em circulação deverá ser, no mínimo, igual ao preço obtido pelas ações no referido aumento de capital, devidamente atualizado nos termos do instrumento de OPA e da legislação em vigor, e ajustado de maneira a considerarem-se, no cálculo do preço, as alterações no número de ações decorrentes de bonificações, desdobramentos, grupamentos e conversões eventualmente ocorridos.

Parágrafo único. Aplica-se o disposto no caput deste artigo aos casos de subscrição privada, desde que, no mínimo, 1/3 (um terço) das ações objeto do aumento de capital, excluídas aquelas subscritas pelo acionista controlador no exercício de seu direito de preferência, tenham sido subscritas por acionistas minoritários e terceiros, e permaneçam em circulação pelo menos 10% (dez por cento) das ações da mesma espécie e classe daquelas objeto do aumento de capital, contando-se o prazo estabelecido no caput da data da homologação do aumento de capital.

Instrumento

Art. 20. Do instrumento da OPA para cancelamento de registro para negociação de ações nos mercados regulamentados de valores mobiliários, além dos requisitos estabelecidos no art. 10, deverá constar obrigatoriamente:

I – convocação dos acionistas que desejarem manifestar a sua concordância em relação ao cancelamento do registro, especificando o prazo e o procedimento a ser adotado para tanto;

II – (Revogado)

III – declaração de que, caso a companhia venha a exercer a faculdade de que trata o § 5o do art. 4o da Lei 6.404/76, o depósito do valor de resgate deverá ser efetuado em até 15 (quinze) dias, contados da deliberação de resgate, em instituição financeira que mantenha agências aptas a realizar o pagamento aos acionistas, no mínimo, na localidade da sede da companhia e da bolsa de valores ou entidade de mercado de balcão organizado em que as ações fossem admitidas à negociação, e nas capitais de todos os estados do País, divulgando-se a informação através de notícia de fato relevante; e

IV – nos casos de OPA lançada pela própria companhia, transcrição da deliberação do órgão da companhia que tiver aprovado o lançamento da OPA, contendo, no mínimo, a justificativa da operação, da desnecessidade de captação de recursos por meio de subscrição pública de ações no prazo de 2 (dois) anos, e a referência à existência das reservas exigidas por lei.

Leilão

Art. 21. Na OPA para cancelamento de registro, os acionistas serão considerados:

I – concordantes com o cancelamento de registro, se aceitarem a OPA, vendendo suas ações no leilão, ou manifestarem expressamente sua concordância com o cancelamento;

II – discordantes do cancelamento de registro, se, havendo se habilitado para o leilão, na forma do art. 22, não aceitarem a OPA.

§1º As ações dos acionistas que não se manifestarem concordando expressamente com o cancelamento de registro, nem se habilitarem para o leilão na forma do art. 22, não serão consideradas como ações em circulação, para os efeitos do inciso II do art. 16, sendo-lhes facultado, entretanto, alienar tais ações na forma e no prazo previstos no §2º do art. 10.

§2º Do instrumento de manifestação de concordância expressa com o cancelamento do registro deverá constar, em destaque, a declaração do acionista de que está ciente de que:

I – suas ações ficarão indisponíveis até a liquidação do leilão da OPA; e,

II – após o cancelamento, não poderá alienar suas ações na bolsa de valores ou mercado de balcão organizado em que eram admitidas à negociação.

Art. 22. No leilão da OPA para cancelamento de registro, além das normas estabelecidas no art. 12, deverá ser adotado procedimento que permita o acompanhamento, ao longo do leilão, da quantidade de ações dos acionistas que tenham concordado com o cancelamento de registro, bem como do somatório daquela quantidade de ações com a detida pelos acionistas que aceitarem a OPA.

§1º Todos os acionistas titulares de ações em circulação que pretendam participar do leilão ou dissentir do cancelamento do registro, bem como os acionistas que tenham manifestado concordância expressa com o cancelamento do registro, deverão credenciar, até a véspera do leilão, uma sociedade corretora para representá-los no leilão da OPA.

§2º As sociedades corretoras, credenciadas na forma do §1º, deverão comunicar à bolsa de valores ou entidade do mercado de balcão organizado em que deva ser realizado o leilão, até o horário determinado por tal bolsa ou entidade, a quantidade de ações dos acionistas que serão por elas representados no leilão da OPA, e o somatório das ações informadas por todas as sociedades corretoras constituirá o total das ações em circulação para efeito de cálculo da quantidade de aceitantes e concordantes a que se refere o inciso II do art. 16.

§3º A quantidade mínima referida no inciso II do art. 16 será calculada somando-se as ordens de venda emitidas com as manifestações expressas de concordância com o cancelamento de registro, encerrando-se o leilão quando do término do prazo previsto para a sua realização, ou quando atingida a quantidade mínima referida no inciso II do art. 16, o que ocorrer primeiro.

§4º As manifestações expressas de concordância com o cancelamento do registro e as ordens de aceitação da oferta, serão efetuadas pelas sociedades corretoras, valendo o silêncio dos acionistas habilitados na forma do § 1o como discordância com o leilão.

§5º As sociedades corretoras comprovarão documentalmente, no prazo de 24 (vinte e quatro) horas contado do encerramento do leilão, à bolsa de valores ou entidade do mercado de balcão organizado em que tenha se realizado o leilão, e à instituição intermediária, a legitimidade da representação dos acionistas que houverem habilitado, na forma do §1º.

§6º As sociedades corretoras responderão civil, administrativa e criminalmente pelo credenciamento indevido de acionistas que não estejam por elas legitimamente representados, ou não possuam, na data do leilão, as ações habilitadas.

§7º A instituição intermediária e a bolsa de valores ou entidade do mercado de balcão organizado em que se realizar o leilão adotarão todas as medidas complementares necessárias

ao perfeito atendimento dos requisitos impostos nos parágrafos anteriores, ou de outros que os substituam com igual resultado.

Revisão do preço da oferta

Art. 23. Na hipótese de revisão do preço da OPA, na forma prevista no art. 4-A da Lei 6.404/76, e desde que não haja desistência do ofertante, o leilão será iniciado pelo novo preço, devendo ser publicado aviso de fato relevante informando sobre a revisão do preço e a manutenção ou desistência da OPA.

Art. 24. Na revisão do preço da OPA adotar-se-á o seguinte procedimento:

I – o pedido de convocação da assembléia especial de acionistas titulares de ações em circulação, devidamente fundamentado e acompanhado de elementos de convicção que demonstrem a falha ou imprecisão no emprego da metodologia de cálculo ou no critério de avaliação adotado, deverá ser formulado no prazo de 15 (quinze) dias, contado da divulgação do valor da oferta pública, nos termos do § 1º do art. 4º-A da Lei 6.404/76, e suspenderá o curso do processo de registro ou, se já concedido este, o prazo do edital da OPA, adiando o respectivo leilão, devendo o ofertante providenciar a publicação de aviso de fato relevante dando notícia do adiamento e da data designada para a assembléia especial;

II – caso a assembléia especial delibere pela não realização de nova avaliação da companhia, será retomado o curso do processo de registro, ou da própria OPA pelo prazo remanescente, conforme o caso, devendo o ofertante providenciar, nesta última hipótese, a publicação de aviso de fato relevante, com a nova data de realização do leilão;

III – caso a assembléia delibere pela realização de nova avaliação, e o laudo de avaliação venha a apurar valor igual ou inferior ao valor inicial da OPA, será retomado o curso do processo de registro, ou da própria OPA pelo prazo remanescente, conforme o caso, devendo o ofertante providenciar, nesta última hipótese, a publicação de aviso de fato relevante, com a nova data de realização do leilão; e

IV – caso a assembléia especial delibere pela realização de nova avaliação, e o laudo de avaliação venha a apurar valor superior ao valor inicial da OPA, o ofertante deverá publicar, no prazo de 5 (cinco) dias, a contar da apresentação do laudo, aviso de fato relevante, informando se mantém a OPA ou dela desiste, esclarecendo, na primeira hipótese, que será retomado o curso do processo de registro, ou da própria OPA pelo prazo remanescente, conforme o caso, devendo o ofertante providenciar, nesta última hipótese, a publicação de aviso de fato relevante, com a nova data de realização do leilão e o novo preço.

§1º O prazo de 15 (quinze) dias referido no inciso I somente começará a correr após a entrega do laudo de avaliação original à CVM, ou após a sua disponibilização na forma do § 6º abaixo, se esta ocorrer antes, devendo o ofertante publicar aviso de fato relevante, dando notícia de tal entrega.

§2º O laudo de avaliação de revisão será elaborado por sociedade que atenda aos requisitos dos §§1º e 2º do art. 8º, e deverá observar todos os requisitos estabelecidos no Anexo III.

§3º A assembléia especial que deliberar pela realização de nova avaliação deverá nomear o responsável pela elaboração do laudo, aprovar-lhe a remuneração, estabelecer prazo não superior a 30 (trinta) dias para o término dos serviços, e determinar que o laudo seja encaminhado à companhia objeto, na pessoa de seu diretor de relações com investidores, à

bolsa de valores ou entidade do mercado de balcão organizado em que deva realizar-se o leilão, e à CVM, além de ser encaminhado também ao endereço eletrônico desta última, no formato específico indicado pela CVM.

§4º A administração da companhia objeto deverá colaborar com o avaliador, visando à disponibilidade dos elementos necessários à elaboração do laudo de avaliação.

§5º A instituição responsável pela elaboração do laudo de avaliação deverá ainda, na mesma data da entrega do laudo à CVM, comunicar à instituição intermediária o resultado da avaliação, para que esta e o ofertante adotem as providências cabíveis, dentre aquelas previstas nos incisos III e IV.

§6º O laudo de avaliação de que trata este artigo ficará disponível nos mesmos lugares, e no mesmo formato, do laudo de avaliação de que trata o art. 8º.

§7º A ata da assembléia especial a que se refere este artigo indicará, necessariamente, o nome dos acionistas que votarem a favor da proposta de realização de nova avaliação, para efeito de eventual aplicação do § 3º do art. 4-A da Lei 6.404/76.

Art. 25 (Revogado)

Art. 25-A. O preço de resgate de que trata o §5º do art. 4º da Lei nº 6.404, de 1976, deverá ser acrescido de juros à taxa Selic, ou, caso deixe de ser calculada, outra taxa que venha a substituí-la, desde a data da liquidação da OPA até a data do depósito do resgate.

§1º Nas ofertas para cancelamento de registro cuja contraprestação incluir valores mobiliários:

I – o pagamento do resgate deve ser feito em valores mobiliários da mesma espécie e classe daqueles oferecidos na OPA; e

II – havendo contraprestação também em moeda corrente, o pagamento do resgate compreenderá:

a) a mesma quantidade por ação de valores mobiliários oferecidos na OPA; e

b) o valor em moeda corrente por ação oferecido na OPA, acrescido de juros, nos termos do caput.

§2º Nas ofertas alternativas, deve ser oferecida ao acionista a oportunidade de escolher a forma de liquidação do resgate, se em moeda corrente ou em valores mobiliários da mesma espécie e classe daqueles oferecidos na OPA.

OPA POR AUMENTO DE PARTICIPAÇÃO

Hipóteses de incidência

Art. 26. A OPA por aumento de participação, conforme prevista no § 6º do art. 4º da Lei 6.404, de 1976, deverá realizar-se sempre que o acionista controlador, pessoa a ele vinculada, e outras pessoas que atuem em conjunto com o acionista controlador ou pessoa a ele vinculada, adquiram, por outro meio que não uma OPA, ações que representem mais de 1/3

(um terço) do total das ações de cada espécie e classe em circulação, observado o disposto no §§ 1º e 2º do art. 37.

§1º Caso as pessoas referidas no caput detenham, na entrada em vigor desta Instrução, em conjunto ou isoladamente, mais da metade das ações de emissão da companhia de determinada espécie e classe, e adquiram, a partir da entrada em vigor desta Instrução, isoladamente ou em conjunto, participação igual ou superior a 10% (dez por cento) daquela mesma espécie e classe em período de 12 (doze) meses, sem que seja atingido o limite de que trata o caput, a CVM poderá determinar a realização de OPA por aumento de participação, caso verifique, no prazo máximo de 6 (seis) meses a contar da comunicação de aquisição da referida participação, que tal aquisição teve o efeito de impedir a liquidez das ações da espécie e classe adquirida.

§2º A OPA de que trata este artigo deverá ter por objeto todas as ações da classe ou espécie afetadas.

§3º O requerimento de registro da OPA de que trata o caput deverá ser apresentado à CVM no prazo de 30 (trinta) dias, a contar da data em que se verificar a hipótese do caput, ou no prazo determinado pela CVM, na hipótese do § 1o.

§4º Em qualquer das hipóteses deste artigo será lícito às pessoas mencionadas no caput adotar o procedimento alternativo de que trata o art. 28, nas condições ali referidas.

§5º Não sendo aplicável o disposto nos §§1º e 2º do art. 37, o limite de 1/3 (um terço) previsto no caput deverá ser calculado com base no número de ações em circulação na data de encerramento da primeira oferta pública de distribuição de ações da companhia ou, caso nenhuma oferta tenha sido realizada, na data da obtenção do registro da companhia para negociação de ações em mercados regulamentados de valores mobiliários.

§6º Uma vez ultrapassado o limite de 1/3 (um terço) das ações em circulação previsto no caput, o controlador, pessoa a ele vinculada e outras pessoas que atuem em conjunto com o acionista controlador ou pessoa a ele vinculada só poderão realizar novas aquisições de ações por meio de OPA por aumento de participação.

Revisão do Preço da Oferta

Art. 27. Na hipótese de revisão do preço da OPA, na forma prevista pelo art. 4-A da Lei 6.404/76, não será permitida a desistência da OPA pelo ofertante, salvo se adotar o procedimento alternativo a que se refere o art. 28.

Parágrafo único. A revisão do preço da OPA adotará os procedimentos estabelecidos nos arts. 23 e 24.

Procedimento Alternativo à OPA

Art. 28. Caso se verifique qualquer das hipóteses do art. 26, ao acionista controlador será lícito solicitar à CVM autorização para não realizar a OPA por aumento de participação, desde que se comprometa a alienar o excesso de participação no prazo de 3 (três) meses, a contar da ocorrência da aquisição.

§1º A alienação de que trata o caput somente produzirá efeito caso os adquirentes não sejam pessoas vinculadas ao acionista controlador, nem atuem em conjunto com ele ou pessoas a ele vinculadas.

§2º Caso as ações não sejam alienadas no prazo e na forma previstos no caput e parágrafo primeiro deste artigo, o acionista controlador deverá apresentar à CVM requerimento de registro de OPA por aumento de participação no prazo de 30 (trinta) dias, a contar do término do prazo estabelecido no caput.

§3º O procedimento alternativo à OPA por aumento de participação somente poderá ser utilizado uma vez, a cada período de 2 (dois) anos.

§4º A CVM poderá prorrogar uma única vez o prazo de que trata o caput, caso verifique, a requerimento do interessado, que a alienação de todo o bloco no prazo inicial poderá afetar significativamente as cotações das ações na bolsa de valores ou no mercado de balcão organizado em que estejam admitidas à negociação.

OPA POR ALIENAÇÃO DE CONTROLE

Hipótese de incidência, objeto e preço

Art. 29. A OPA por alienação de controle de companhia aberta será obrigatória, na forma do art. 254-A da Lei 6.404/76, sempre que houver alienação, de forma direta ou indireta, do controle de companhia aberta, e terá por objeto todas as ações de emissão da companhia às quais seja atribuído o pleno e permanente direito de voto, por disposição legal ou estatutária.

§1º A OPA deverá ser formulada pelo adquirente do controle, e seu instrumento conterá, além dos requisitos estabelecidos pelo art. 10, as informações contidas na notícia de fato relevante divulgada quando da alienação do controle, sem prejuízo do disposto no inciso I do § 1º do art. 33, se for o caso.

§2º O requerimento de registro da OPA de que trata o caput deverá ser apresentado à CVM no prazo máximo de 30 (trinta) dias, a contar da celebração do instrumento definitivo de alienação das ações representativas do controle, quer a realização da OPA se constitua em condição suspensiva, quer em condição resolutiva da alienação.

§3º O registro da OPA pela CVM implica na autorização da alienação do controle, sob a condição de que a oferta pública venha a ser efetivada nos termos aprovados e prazos regulamentares.

§4º Para os efeitos desta instrução, entende-se por alienação de controle a operação, ou o conjunto de operações, de alienação de valores mobiliários com direito a voto, ou neles conversíveis, ou de cessão onerosa de direitos de subscrição desses valores mobiliários, realizada pelo acionista controlador ou por pessoas integrantes do grupo de controle, pelas quais um terceiro, ou um conjunto de terceiros representando o mesmo interesse, adquira o poder de controle da companhia, como definido no art. 116 da Lei 6.404/76.

§5º Sem prejuízo da definição constante do parágrafo anterior, a CVM poderá impor a realização de OPA por alienação de controle sempre que verificar ter ocorrido a alienação onerosa do controle de companhia aberta.

§6º No caso de alienação indireta do controle acionário:

I – o ofertante deverá submeter à CVM, juntamente com o pedido de registro, a demonstração justificada da forma de cálculo do preço devido por força do art. 254-A da Lei 6.404, de 1976, correspondente à alienação do controle da companhia objeto; e

II – a CVM poderá, dentro do prazo previsto no §2º do art. 9º, determinar a apresentação de laudo de avaliação da companhia objeto.

§7º Nas alienações com pagamento em dinheiro, o preço da OPA deve ser, ao menos, igual a 80% do preço pago ao controlador, acrescido de juros à taxa Selic ou, caso essa taxa deixe de ser calculada, outra taxa que venha a substituí-la, desde a data do pagamento ao controlador até a data da liquidação financeira da OPA.

§8º Nas alienações cuja contraprestação sejam valores mobiliários, o adquirente deve ofertar aos acionistas valores mobiliários da mesma espécie e classe daqueles oferecidos ao acionista controlador, sendo-lhe facultado formular oferta alternativa em dinheiro ou outros valores mobiliários, desde que a escolha caiba aos destinatários da oferta.

Oferta de Prêmio para permanência como acionista

Art. 30. Na forma do § 4o do art. 254-A da Lei 6.404/76, o adquirente do controle acionário poderá oferecer aos acionistas minoritários destinatários da OPA um prêmio no mínimo equivalente à diferença entre o valor de mercado das ações e o valor pago por ação integrante do bloco de controle.

§1º Oferecida tal faculdade, os acionistas poderão manifestar, no leilão da OPA, sua opção por receber o prêmio, ao invés de aceitar a OPA, entendendo-se que todos os acionistas que não se manifestarem aceitam e fazem jus ao prêmio.

§2º Por valor de mercado, para efeito da apuração do prêmio a que se refere o caput, entender-se-á a cotação média ponderada das ações objeto da oferta, nos últimos 60 (sessenta) pregões realizados antes da divulgação do aviso de fato relevante que der notícia da alienação do controle.

§3º Na hipótese da OPA abranger o prêmio de que trata o caput, o instrumento deverá discriminar o prazo durante o qual o pagamento do prêmio ficará à disposição dos acionistas, o qual não poderá ser inferior a 3 (três) meses, bem como a instituição financeira encarregada do pagamento, com indicação das agências aptas a realizar o pagamento aos acionistas, às quais deverão localizar-se, no mínimo, na localidade da sede da companhia e da bolsa de valores ou entidade de mercado de balcão organizado em que as ações fossem admitidas à negociação, e nas capitais de todos os estados do País.

§4º A requerimento do ofertante a CVM poderá deferir a oferta de prêmio diverso daquele referido no caput, desde que:

I – permaneça facultada aos destinatários da oferta a aceitação da própria OPA;

II – seja concedida aos aceitantes da oferta de prêmio a faculdade de que trata o § 2o do art. 10, abatendo-se do preço devido em caso de exercício da faculdade a quantia que já houver sido recebida como pagamento do prêmio; e;

III – as condições da oferta de prêmio sejam equitativas.

OPA VOLUNTÁRIA

Art. 31. Qualquer OPA voluntária, originária ou concorrente, de ações de companhia aberta, quer tenha por objeto parte, quer a totalidade das ações de emissão da companhia, obedecerá ao disposto nos arts. 4º a 8º-A e 10 a 15-B, no que couberem.

OPA PARA AQUISIÇÃO DE CONTROLE

Art. 32. A OPA voluntária para a aquisição do controle de companhia aberta, de que trata o art. 257 da Lei 6.404/76, somente dependerá de registro na CVM caso envolva permuta por valores mobiliários, e observará o seguinte:

I – aplicam-se o procedimento geral e o procedimento especial aplicáveis a qualquer OPA voluntária, e ainda os requisitos desta seção;

II – deverão ser divulgadas pelo ofertante as mesmas informações exigidas para a OPA por alienação de controle, se estiverem à sua disposição; e

III – a OPA deverá ter por objeto, pelo menos, uma quantidade de ações capazes de, somadas às do ofertante, de pessoas a ele vinculadas, e que com ele atuem em conjunto, assegurar o controle de companhia aberta.

Art. 32-A. Do instrumento de OPA para aquisição de controle, exceto no caso de OPA parcial, constará declaração do ofertante de que ficará obrigado a adquirir, após a OPA, as ações em circulação remanescentes da mesma espécie e classe, pelo prazo de 30 (trinta) dias, contado da data da realização do leilão, pelo preço final da OPA.

§1º O preço previsto no caput deverá ser atualizado nos termos do instrumento de OPA.

§2º O efetivo pagamento pelas ações em circulação remanescentes deverá ocorrer até 15 (quinze) dias contados do último a ocorrer dos seguintes eventos:

I – exercício da opção pelo acionista; ou

II – pagamento aos demais acionistas que aceitaram a OPA, no caso de OPA com pagamento a prazo.

§3º Para a finalidade de que trata o caput, e exclusivamente quando se tratar de ofertas públicas de permuta, mista ou alternativa (art. 6º, incisos II e III e §1º), será lícito ao ofertante estabelecer até 3 (três) datas, sendo uma necessariamente o último dia do prazo referido no caput, para o início da fluência do prazo de 15 (quinze) dias de que trata o §2º.

Art. 32-B. Em OPA parcial para aquisição de controle, deverá ser assegurada aos destinatários da OPA, por disposição expressa no edital, a faculdade de condicionar sua aceitação ao sucesso da OPA.

§1º Para os fins deste artigo, uma oferta será considerada bem sucedida se receber aceitações incondicionais para uma quantidade de ações capazes de, somadas às ações do ofertante, de pessoas a ele vinculadas, e que com ele atuem em conjunto, assegurar o controle da companhia.

§2º Caso a OPA tenha sucesso, nos termos do §1º, o adquirente poderá adquirir a totalidade das ações objeto da oferta, procedendo-se ao rateio entre todos os que aceitarem a OPA, ainda que o façam de forma condicional.

§3º Caso a OPA não tenha sucesso nos termos do §1º, o ofertante não poderá adquirir ações por meio da OPA.

§4º No leilão de OPA parcial para aquisição de controle, deverá ser adotado procedimento que permita o acompanhamento, ao longo do leilão, da quantidade de ações dos acionistas que aceitarem a OPA de modo incondicional.

§5º Os acionistas que pretendam participar do leilão deverão credenciar, até a véspera do leilão, uma sociedade corretora para representá-los.

§6º As sociedades corretoras, credenciadas na forma do §5º, deverão comunicar à bolsa de valores ou entidade do mercado de balcão organizado em que deva ser realizado o leilão, até o horário determinado por tal bolsa ou entidade, a quantidade de ações dos acionistas que serão por elas representados no leilão da OPA.

§7º A bolsa de valores ou entidade do mercado de balcão organizado em que se realizar o leilão adotará todas as medidas complementares necessárias ao perfeito atendimento dos requisitos impostos neste artigo.

Art. 32-C. Dentro de 3 (três) dias úteis contados da data da publicação do edital de OPA para aquisição de controle, a companhia objeto deverá fornecer as seguintes informações ao mercado, por meio de sistema eletrônico disponível na página da CVM na rede mundial de computadores:

I – número, classe, espécie e tipo de valores mobiliários da companhia objeto detidos: (i) pela própria companhia objeto, (ii) pelos administradores, (iii) por pessoas vinculadas à companhia objeto e (iv) por pessoas vinculadas aos administradores;

II – número, classe, espécie e tipo de valores mobiliários da companhia objeto tomados ou concedidos em empréstimo pela (i) companhia objeto, (ii) pelos administradores, (iii) pessoas vinculadas à companhia objeto, e (iv) pessoas vinculadas aos administradores;

III – descrição detalhada da exposição da (i) companhia objeto, dos (ii) administradores, (iii) pessoas vinculadas à companhia objeto e (iv) pessoas vinculadas aos administradores, em derivativos referenciados em valores mobiliários da companhia objeto;

IV – relatório dos negócios com valores mobiliários da companhia objeto ou derivativos referenciados em valores mobiliários da companhia objeto realizados pela (i) própria companhia objeto, (ii) por cada um de seus administradores, (iii) por pessoas vinculadas à companhia objeto e (iv) pessoas vinculadas aos administradores, desde 3 (três) meses antes da data de início do período da OPA até a data da divulgação das informações previstas neste artigo, informando as datas em que ocorreram os negócios, o tipo, espécie, classe e quantidade negociadas, agrupados por data, bem como o preço médio em cada data de negociação;

V – descrição detalhada de quaisquer contratos, pré-contratos, opções, cartas de intenção ou atos jurídicos em vigor dispendo sobre a aquisição ou alienação de valores mobiliários da

companhia objeto dos quais sejam parte ou beneficiários: (i) a própria companhia objeto, (ii) seus administradores e (iii) pessoas vinculadas à companhia objeto ou a seus administradores;

VI – descrição e análise de eventuais consequências econômicas da OPA para os administradores da companhia objeto, incluindo, dentre outros, pagamentos extraordinários e vencimento antecipado de opções de compra de ações; e

VII – posição detida (i) pela própria companhia objeto e pessoas a ela vinculadas e (ii) por seus administradores ou pessoas vinculadas, em valores mobiliários do ofertante, incluindo, no mínimo:

a) número, classe, espécie e tipo de valores mobiliários detidos;

b) número, classe, espécie e tipo de valores mobiliários tomados ou concedidos em empréstimo; e

c) descrição detalhada de sua exposição em derivativos referenciados em valores mobiliários do ofertante.

Parágrafo único. As informações referentes aos administradores e pessoas a eles vinculadas exigidas por este artigo poderão ser consolidadas por órgão da administração da companhia.

Art. 32-D. Caso o conselho de administração da companhia objeto decida se manifestar de modo favorável ou contrário à aceitação da OPA para aquisição de controle:

I – a manifestação deverá abordar todos os aspectos relevantes para a decisão do investidor, sobretudo o preço oferecido na OPA;

II – a manifestação deve descrever as alterações relevantes na situação financeira da companhia objeto ocorridas desde a data das últimas demonstrações financeiras ou informações trimestrais divulgadas ao mercado; e

III – cópia da manifestação deverá ser divulgada ao mercado por meio de sistema eletrônico disponível na página da CVM na rede mundial de computadores.

Art. 32-E. Durante o período da OPA para aquisição de controle, o ofertante e pessoas vinculadas deverão comunicar ao mercado:

I – os negócios realizados durante o período da OPA, direta ou indiretamente, com valores mobiliários da companhia objeto, informando as datas em que ocorreram os negócios, o tipo, espécie, classe e quantidade negociadas, agrupados por data, bem como o preço médio em cada data de negociação;

II – a celebração de contrato, pré-contrato, opção, carta de intenção ou qualquer outro ato jurídico que disponha sobre a aquisição ou alienação de valores mobiliários da companhia objeto, informando a quantidade de valores mobiliários e descrevendo o preço e demais termos e condições de cada ato jurídico; e

III – a celebração de contrato, pré-contrato, opção, carta de intenção ou qualquer outro ato jurídico com a companhia objeto, seus administradores ou acionistas titulares de ações representando mais de 5% (cinco por cento) das ações objeto da OPA, ou com qualquer pessoa vinculada às pessoas acima.

§1º Os informes realizados em cumprimento ao caput deverão incluir, ainda, as seguintes informações:

I – número, classe, espécie e tipo de valores mobiliários da companhia objeto detidos na data do informe;

II – número, classe, espécie e tipo de valores mobiliários da companhia objeto tomados ou concedidos em empréstimo, na data do informe; e

III – descrição detalhada da exposição em derivativos referenciados em valores mobiliários da companhia objeto na data do informe.

§2º As obrigações previstas no caput e no §1º se aplicam também:

I – à companhia objeto e pessoas vinculadas;

II – aos administradores da companhia objeto e pessoas vinculadas; e

III – a terceiros que pretendam interferir no leilão da OPA, a partir da data em que manifestarem sua intenção de fazê-lo, nos termos do art. 12, §4º.

§3º As pessoas referidas no §2º deverão comunicar ainda a realização de operações com derivativos referenciados em ações da companhia objeto, informando a natureza dos derivativos, as contraprestações e principais termos e condições, agrupando os negócios conforme a sua natureza e a data em que ocorreram.

§4º As informações referentes aos administradores e pessoas a eles vinculadas exigidas por este artigo poderão ser consolidadas por órgão da administração da companhia.

Art. 32-F. Durante o período da OPA para aquisição de controle, qualquer pessoa, ou grupo de pessoas agindo em conjunto ou representando o mesmo interesse, que seja titular, direta ou indiretamente, de ações que correspondam a 2,5% (dois inteiros e cinco décimos por cento) ou mais das ações de uma determinada classe ou espécie da companhia objeto, deverá comunicar ao mercado:

I – qualquer elevação ou redução de sua participação, direta ou indireta, em mais de 1% (um por cento) das ações de uma determinada classe ou espécie da companhia objeto, informando ainda as datas em que ocorreram as negociações, as quantidades negociadas, agrupadas por data, bem como o preço médio em cada data de negociação;

II – a celebração de contrato, pré-contrato, opção, carta de intenção ou qualquer outro ato jurídico que disponha sobre a aquisição ou alienação de ações representando, em conjunto ou isoladamente, mais de 1% (um por cento) das ações de uma determinada classe ou espécie da companhia objeto, informando a quantidade de ações e descrevendo o preço e demais termos e condições de cada ato jurídico; e

III – a realização de operações com derivativos referenciados em ações que, em conjunto ou isoladamente, representem mais de 1% (um por cento) das ações de uma determinada classe ou espécie da companhia objeto, informando a natureza dos derivativos, as contraprestações e principais termos e condições, agrupando os negócios conforme sua natureza e a data em que ocorreram.

§1º Os comunicados realizados em cumprimento do caput deverão incluir, ainda, as seguintes informações:

I – número, classe, espécie e tipo de valores mobiliários da companhia objeto detidos na data do informe;

II – número, classe, espécie e tipo de valores mobiliários da companhia objeto tomados ou concedidos em empréstimo, na data do informe;

III – descrição detalhada da exposição em derivativos referenciados em valores mobiliários da companhia objeto na data do informe.

§2º As obrigações previstas no caput e no §1º se aplicam também a qualquer pessoa, ou grupo de pessoas agindo em conjunto ou representando o mesmo interesse, que seja titular, direta ou indiretamente, de derivativos referenciados em ações da companhia objeto representando 2,5% (dois inteiros e cinco décimos por cento) ou mais das ações de uma determinada espécie e classe da companhia objeto.

Art. 32-G. As informações exigidas pelos arts. 32-E e 32-F deverão ser fornecidas por meio de relatório incluindo todas as operações realizadas até as 24 (vinte e quatro) horas, horário de Brasília, daquele dia, o qual deverá ser enviado ao diretor de relações com investidores da companhia objeto até as 12 (doze) horas, horário de Brasília, do dia seguinte.

Parágrafo Único. O diretor de relações com investidores da companhia objeto deverá divulgar as informações recebidas até o dia seguinte ao recebimento da informação, antes da abertura dos negócios com ações da companhia nos mercados regulamentados brasileiros em que forem admitidas à negociação, por meio de sistema disponível na página da CVM na rede mundial de computadores.

OFERTA PÚBLICA DE PERMUTA

Art. 33. Qualquer oferta pública que envolva permuta por valores mobiliários, inclusive as ofertas mistas e alternativas (art. 6º, III e § 1º), dependerá de registro perante a CVM, na forma do art. 9º, observando-se, ademais, as regras dos arts. 4º a 8º-A e 10 a 15-B.

§1º Somente poderão ser ofertados em permuta valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados brasileiros, observando-se entretanto o seguinte:

I – caso se trate de OPA por alienação de controle em que o preço pago pelo adquirente envolva bens ou valores mobiliários não admitidos à negociação, e em outras circunstâncias especiais, nas quais fique assegurado tratamento equitativo e adequada informação aos titulares das ações objeto da OPA, a CVM poderá admitir que a oferta pública de permuta ou mista seja liquidada com pagamento em bens ou valores mobiliários não admitidos à negociação em mercados regulamentados;

II – (Revogado)

III – para os efeitos do disposto neste artigo, incluem-se entre os valores mobiliários admitidos à negociação, os certificados de ações admitidos à negociação em mercados regulamentados brasileiros, inclusive aqueles emitidos por instituição financeira autorizada a operar no Brasil, lastreados em valores mobiliários de emissão de sociedades estrangeiras,

desde que estas últimas obtenham registro de emissor estrangeiro, nos termos da regulamentação em vigor.

§2º O instrumento da OPA de que trata este artigo também conterá:

I – as informações sobre a relação de troca, a quantidade, espécie e classe dos valores mobiliários ofertados, os direitos legais e estatutariamente atribuídos a tais valores, seu histórico de negociação nos últimos 12 (doze) meses, e o tratamento a ser dado às eventuais frações decorrentes da relação de troca, sem prejuízo de outras informações consideradas necessárias pela CVM; e

II – as informações sobre a companhia emissora dos valores mobiliários ofertados, na mesma forma exigida pela CVM para a distribuição pública de valores mobiliários.

III – o preço em reais, calculado segundo a relação de troca proposta, que será utilizado para os efeitos das declarações de que trata o inciso I do art. 10, se for o caso.

DISPOSIÇÕES FINAIS E TRANSITÓRIAS

Situações excepcionais

Art. 34. Situações excepcionais que justifiquem a aquisição de ações sem oferta pública ou com procedimento diferenciado, serão apreciadas pelo Colegiado da CVM, para efeito de dispensa ou aprovação de procedimento e formalidades próprios a serem seguidos, inclusive no que se refere à divulgação de informações ao público, quando for o caso.

§1º São exemplos das situações excepcionais referidas no caput aquelas decorrentes:

I – de a companhia possuir concentração extraordinária de suas ações, ou da dificuldade de identificação ou localização de um número significativo de acionistas;

II – da pequena quantidade de ações a ser adquirida frente ao número de ações em circulação, ou do valor total, do objetivo ou do impacto da oferta para o mercado;

III – da modalidade de registro de companhia aberta, conforme definido em regulamentação própria;

IV – de tratar-se de operações envolvendo companhia com patrimônio líquido negativo, ou com atividades paralisadas ou interrompidas; e

V – de tratar-se de operação envolvendo oferta simultânea em mercados não fiscalizados pela CVM.

§2º A CVM poderá autorizar a formulação de uma única OPA, visando a mais de uma das finalidades previstas nesta instrução, desde que seja possível compatibilizar os procedimentos de ambas as modalidades de OPA, e não haja prejuízo para os destinatários da oferta.

Art. 35. A CVM poderá dispensar as exigências desta Instrução quanto ao limite mínimo ou máximo de ações a serem adquiridas, em OPA formulada por acionista controlador de companhia listada em segmento especial de negociação de valores mobiliários, instituído por bolsa de valores ou por entidade do mercado de balcão organizado, que assegure, através de vínculo contratual, práticas diferenciadas de governança corporativa, desde que:

I – tais ofertas decorram de exigência constante do regulamento de listagem do respectivo segmento especial de negociação, em caso de retirada da companhia do respectivo segmento, seja em função de deliberação voluntária da companhia seja em razão de descumprimento de regras do regulamento, e desde que tais ofertas não impliquem cancelamento de registro para negociação de ações nos mercados regulamentados de valores mobiliários; e

II – o preço de aquisição corresponda, no mínimo, ao valor econômico da ação, apurado em laudo de avaliação elaborado por empresa especializada, com experiência comprovada e independência quanto ao poder de decisão da companhia, seus administradores e seu acionista controlador.

Art. 35-A. A pedido do acionista controlador, a CVM poderá autorizar que sejam realizados ajustes no número de ações em circulação que serve de base para cálculo do limite de 1/3 (um terço) previsto nos arts. 15, inciso I, 26 e 31, parágrafo único, caso esse número tenha se alterado de maneira significativa após as datas estabelecidas nos referidos dispositivos e no art. 37, §1º, em razão de aumentos de capital, ofertas públicas de distribuição ou operações societárias.

Infração Grave

Art. 36. É considerada infração grave, para efeito do disposto no art. 11, § 3o, da Lei 6.385/76, o descumprimento das disposições da presente Instrução.

Regras de Vigência

Art. 37. Esta Instrução entra em vigor na data de sua publicação, revogadas as Instruções CVM nos. 229/95, 299/99 e 345/00, ressalvada a aplicação da Lei 10.303, de 31 de outubro de 2001 às ofertas ainda não publicadas.

§1º Para efeito da aplicação às companhias abertas existentes na data da entrada em vigor desta Instrução do disposto nos arts. 15, inciso I, 26 e 31, parágrafo único, o limite de 1/3 das ações em circulação ali referido deverá ser calculado considerando-se as ações em circulação na data da entrada em vigor da Instrução CVM no 345, de 4 de setembro de 2000, de modo que as ações adquiridas pelo ofertante, por meio de oferta pública, desde aquela data, sejam deduzidas do saldo a adquirir.

§2º Ainda para efeito das companhias abertas existentes na data da entrada em vigor desta Instrução, caso o ofertante, nas ofertas de que trata o caput do art. 15, já tenha atingido o limite a que se refere o inciso I do mesmo artigo, calculado na forma do parágrafo anterior, nova aquisição de ações somente poderá ser realizada mediante OPA por aumento de participação, com as limitações ali estabelecidas.

§3º As regras dos parágrafos anteriores não prejudicam a aplicação do disposto no § 2o do art. 26 às companhias abertas existentes na data da entrada em vigor desta Instrução.

Original assinado por

JOSÉ LUIZ OSORIO DE ALMEIDA FILHO
Presidente

ANEXO B– Requisitos do Requerimento de Registro de OPA

I. No registro de OPA será observado o seguinte:

- a) o pedido será apresentado em texto tipografado, em folhas numeradas, tamanho A4, com 3 (três) centímetros, no mínimo, de margem superior e esquerda;
- b) o pedido mencionará os documentos anexos, os quais serão numerados na ordem de sua citação e guardarão a mesma ordem indicada no texto, com a indicação respectiva na margem superior direita, em destaque;
- c) os atos societários publicados em jornais, apresentados como documentos anexos, serão realçados, devendo ser juntada toda a folha do jornal que os contenha, grampeada em uma folha avulsa, preservando-se a indicação do nome do jornal e a sua data, obedecidas as disposições das alíneas (a) e (b) acima; e
- d) o pedido será acompanhado do comprovante de pagamento da taxa de fiscalização devida na forma da lei.

II – Além disto, o pedido de registro de OPA conterá:

- a) a identificação da companhia objeto;
- b) a identificação de uma pessoa responsável pelo recebimento de exigências e pela representação do ofertante perante a CVM em relação ao pedido de registro da OPA, com seus números de telefone e fac-símile, endereço, endereço eletrônico e qualquer outro meio de comunicação que se entenda cabível;
- c) se houver vinculação entre os acionistas da companhia objeto, notadamente por acordo de acionistas, a indicação de tal relação, sobretudo no que disser respeito ao acionista controlador, ao ofertante e à instituição intermediária;
- d) cópia do contrato de intermediação;
- e) quando for o caso, laudo de avaliação em via impressa e em meio eletrônico no formato informado pela CVM;
- f) a minuta do instrumento de OPA, na forma em que será publicado, acompanhado de uma via em meio eletrônico, no formato informado pela CVM;
- g) relação nominal, atualizada até 10 (dez) dias antes do protocolo do pedido de registro de OPA na CVM, de todos os acionistas da companhia objeto, com os respectivos endereços e quantidade de ações, discriminadas por espécie e classe, acompanhada de uma via em meio eletrônico, no formato informado pela CVM;
- h) descrição do material publicitário a ser utilizado para a divulgação da OPA;
- i) quando se tratar de OPA por aumento de participação ou por alienação de controle, cópia de todos e quaisquer contratos relacionados à operação que resultou no aumento de participação ou alienação de controle, incluindo, por exemplo, contratos de compra e venda de ações, contratos de assunção de dívida, contratos que regulem qualquer compensação entre as partes, contratos de outorga de opção de compra e venda e contratos de cessão de créditos; e

j) tradução livre de quaisquer documentos redigidos em língua estrangeira.

ANEXO C – Requisitos do Instrumento de OPA

I – O Instrumento da OPA conterá:

- a) a identificação da companhia objeto, da instituição intermediária e do ofertante, inclusive, quanto a este, quando for o caso, do seu controlador, com a descrição do seu objeto social, setores de atuação e atividades por ele desenvolvidas;
- b) menção expressa ao fato de tratar-se de Oferta Pública de Aquisição e detalhamento do seu objeto, de acordo com a modalidade de OPA;
- c) número, classe e espécie das ações objeto;
- d) preço ou outra forma de contraprestação;
- e) principais termos e condições da oferta;
- f) a data, local e hora de início do leilão de OPA;
- g) outras informações relativas ao leilão de OPA, inclusive as advertências de que os acionistas que desejarem aceitar a OPA, vendendo as suas ações no leilão, deverão atender as exigências para a negociação de ações constantes do regulamento de operações da bolsa de valores ou entidade do mercado de balcão organizado em que for realizar-se o leilão, e de que os acionistas poderão aceitar a OPA por meio de qualquer pessoa autorizada a operar no respectivo mercado;
- h) informações sobre a companhia objeto, inclusive:
 - 1. quadro com a sua composição acionária, com a discriminação nominal e percentual das ações em circulação, separadas por espécie e classe, e, ainda, daquelas de titularidade do acionista controlador, de pessoas a ele vinculadas, de administradores e aquelas em tesouraria;
 - 2. quadro demonstrativo dos indicadores econômico-financeiros da companhia objeto, relativos aos dois últimos exercícios e ao trimestre anterior disponibilizado à CVM, elaborado em consonância com as informações periódicas enviadas à CVM;
 - 3. indicação do preço médio ponderado de cotação das ações da companhia objeto, discriminadas por espécie e classe, o valor do patrimônio líquido por ação e o valor econômico por ação, em conformidade com o laudo de avaliação; e
 - 4. informação sobre a situação do registro da companhia objeto perante a CVM, quando se tratar de oferta formulada pela própria companhia, pelo acionista controlador ou por pessoa a ele vinculada;
- i) número, classe, espécie e tipo dos valores mobiliários da companhia objeto detidos pelo ofertante ou por pessoas vinculadas;
- j) número, classe, espécie e tipo de valores mobiliários da companhia objeto tomados ou concedidos em empréstimo pelo ofertante ou por pessoas vinculadas;
- k) exposição do ofertante e pessoas vinculadas em derivativos referenciados em valores mobiliários da companhia objeto;

l) informações detalhadas sobre contratos, pré-contratos, opções, cartas de intenção ou quaisquer outros atos jurídicos dispendo sobre a aquisição ou alienação de valores mobiliários da companhia objeto dos quais o ofertante ou pessoas vinculadas sejam parte ou beneficiários;

m) descrição detalhada de contratos, pré-contratos, opções, cartas de intenção ou quaisquer outros atos jurídicos similares celebrados nos últimos 6 (seis) meses entre:

1. o ofertante ou pessoas a ele vinculadas; e

2. a companhia objeto, seus administradores ou acionistas titulares de ações representando mais de 5% (cinco por cento) das ações objeto da OPA ou qualquer pessoa vinculada às pessoas acima;

n) a informação de que o laudo de avaliação, quando for o caso, e o edital se encontram disponíveis a eventuais interessados, no mínimo, na CVM, no endereço do ofertante, na sede da instituição intermediária e da companhia objeto e na bolsa de valores ou entidade do mercado de balcão organizado em que deva realizar-se o leilão, bem como acessível na rede mundial de computadores, no endereço eletrônico da CVM e da companhia objeto, se esta última o possuir;

o) informação de que se encontra à disposição de eventuais interessados, mediante identificação e recibo, no endereço do ofertante, na sede da companhia objeto, na instituição intermediária, na CVM e na bolsa de valores ou entidade do mercado de balcão organizado em que deva realizar-se o leilão da OPA, a relação nominal de todos os acionistas da companhia objeto, com os respectivos endereços e quantidade de ações, discriminadas por espécie e classe, inclusive em meio eletrônico;

p) tratando-se de OPA de permuta ou mista, os mesmos elementos exigidos na regulamentação própria da CVM para o anúncio de início de distribuição dos valores mobiliários da mesma espécie dos ofertados; e

q) a informação a que se refere o art. 15.

II – Do instrumento da OPA constará, ainda, se for o caso, a data do deferimento do pedido de registro da OPA na CVM, com a informação, em destaque, de que o deferimento do pedido de registro da OPA não implica, por parte da CVM, garantia da veracidade das informações prestadas, julgamento sobre a qualidade da companhia objeto ou o preço ofertado pelas ações objeto da OPA.

ANEXO D – Disposições Preliminares

I – As informações constantes do laudo de avaliação deverão ser completas, precisas, atuais, claras e objetivas.

II – O laudo de avaliação da companhia objeto refletirá a opinião do avaliador quanto ao valor ou intervalo de valor razoável para o objeto da oferta na data de sua elaboração e deverá ser constituído de uma análise fundamentada de valor, nos termos estabelecidos neste Anexo, não devendo a referida opinião ser entendida como recomendação do preço da oferta, o qual deve ser determinado pelo ofertante.

III – As informações constantes do laudo de avaliação deverão ser baseadas nas demonstrações financeiras auditadas da companhia avaliada, podendo, adicionalmente, ser fundamentadas em informações gerenciais relativas à companhia avaliada, fornecidas por sua administração ou por terceiros por ela contratados, e ainda em informações disponíveis ao público em geral. Quanto às informações gerenciais, o avaliador somente as aceitará e utilizará se entender que elas são consistentes.

IV – O texto do laudo de avaliação deve ser apresentado em português, em linguagem acessível e de fácil compreensão, que permita aos acionistas e ao público em geral formarem um juízo fundamentado sobre a oferta e sobre o valor das ações da companhia avaliada. As expressões em língua estrangeira devem ser obrigatoriamente traduzidas no Glossário.

V – O laudo de avaliação deverá conter as assinaturas e a identificação dos profissionais responsáveis pela avaliação, bem como do representante da empresa responsável pelo laudo.

VI – O laudo de avaliação deverá apresentar as informações na ordem estabelecida neste Anexo, contemplando o que é exigido pela legislação em vigor.

VII – As informações exigidas neste Anexo são consideradas informações mínimas, podendo o avaliador estender o cumprimento deste roteiro, complementando tais informações com outras que julgue necessárias e convenientes para enriquecer e melhor fundamentar o conteúdo e os resultados do laudo de avaliação ou justificar os valores lançados.

Índice

VIII – O laudo de avaliação conterá um índice, contemplando os assuntos e a numeração das páginas.

Sumário Executivo

IX – O laudo de avaliação conterá um Sumário Executivo que contemplará, resumidamente, pelo menos, as seguintes informações:

- a) as principais informações e conclusões do laudo de avaliação;
- b) os critérios adotados e as principais premissas utilizadas;
- c) o método de avaliação escolhido;
- d) a taxa de desconto utilizada, se for o caso;

- e) o valor ou intervalo de valor apurado em cada uma das metodologias de avaliação utilizadas, com apresentação de quadro comparativo dos valores apurados;
- f) indicação do critério de avaliação, dentre os constantes do laudo, que for considerado pelo avaliador como o mais adequado na definição do preço justo; se for o caso; e
- g) as razões pelas quais tal critério foi escolhido.

Informações sobre o Avaliador

X – O laudo de avaliação deverá apresentar as seguintes informações relativas ao avaliador:

- a) instituição responsável pela elaboração do laudo de avaliação com descrição da área especializada e devidamente equipada, com comprovação de experiência em avaliação de companhias abertas, descrevendo as avaliações feitas nos últimos 3 (três) anos e apresentando as credenciais que a qualificam para elaboração do laudo de avaliação, incluindo experiência recente em avaliações de companhias no setor de atuação da companhia avaliada;
- b) descrição pormenorizada do processo interno de aprovação do laudo de avaliação pela instituição avaliadora;
- c) identificação e qualificação dos profissionais responsáveis pelo laudo de avaliação, principalmente quanto às credenciais e experiência que os qualificam para a elaboração do laudo de avaliação em questão; e
- d) declaração do avaliador:
 - 1. quanto à quantidade de valores mobiliários de emissão da companhia objeto, e derivativos neles referenciados, de que ele próprio, seu controlador e pessoas a eles vinculadas sejam titulares, ou que estejam sob sua administração discricionária. No caso de oferta de permuta, a declaração deve contemplar as mesmas informações para os valores mobiliários que serão oferecidos em troca;
 - 2. informações comerciais e creditícias de qualquer natureza que possam impactar o laudo de avaliação;
 - 3. de que não tem conflito de interesses que lhe diminua a independência necessária ao desempenho de suas funções;
 - 4. quanto ao custo do laudo de avaliação, especificando o componente fixo e o componente contingente ou variável de sua remuneração; e
 - 5. dos valores recebidos do ofertante e da companhia objeto, a título de remuneração por quaisquer serviços de consultoria, avaliação, auditoria e assemelhados, nos 12 (doze) meses anteriores ao requerimento de registro, discriminando, dentre os valores recebidos, os relativos à realização do laudo de avaliação.

Avaliação

Informações sobre a Companhia Avaliada

XI – O laudo de avaliação conterà as seguintes informações sobre a empresa:

- a) breve histórico da empresa (identificação do negócio, principais ramos de atividades, estratégia competitiva, informações históricas e desempenho histórico);
- b) descrição sumária do mercado de atuação: crescimento do mercado em que atua, participação nesse mercado, principais produtos e clientes;
- c) breve análise do setor onde a empresa atua;
- d) premissas macroeconômicas utilizadas na elaboração do laudo; e
- e) projetos de investimentos relevantes que tenham sido considerados na avaliação, com indicação dos valores envolvidos e do impacto financeiro.

Valor Apurado pelos Diferentes Critérios

XII – O laudo de avaliação deverá indicar o valor da companhia segundo os seguintes critérios:

a) preço médio ponderado de cotação das ações da companhia objeto na bolsa de valores ou no mercado de balcão organizado, discriminando os preços das ações por espécie e classe:

1. dos 12 (doze) meses imediatamente anteriores à publicação até a data do fato relevante; e
2. entre a data de publicação do fato relevante e a data do laudo de avaliação.

b) valor do patrimônio líquido por ação da companhia objeto apurado nas últimas informações periódicas (anuais ou trimestrais) enviadas à CVM;

c) valor econômico da companhia avaliada, com indicação, inclusive, do valor por ação, calculado por, pelo menos, uma das seguintes metodologias:

1. fluxo de caixa descontado;
2. múltiplos de mercado; ou
3. múltiplos de transação comparáveis, conforme se entender fundamentadamente mais adequado ao caso da companhia, de modo a avaliá-la corretamente.

d) outro critério de avaliação escolhido pelo avaliador geralmente aceito no ramo de atividade da companhia avaliada, previsto em lei ou aceito pela CVM, para a definição do preço justo ou intervalo de valor, se for o caso, e não abrangido nas alíneas anteriores.

XIII – O laudo de avaliação deverá apresentar:

a) a descrição dos critérios de avaliação e dos elementos de comparação adotados, acompanhados de uma análise da aplicabilidade de cada um dos critérios referidos no item XII;

b) a indicação da data de confecção do laudo, em que os valores apurados serão considerados válidos, salvo indicação em sentido contrário;

c) o critério de avaliação, dentre os constantes do laudo, que for considerado pelo avaliador como o mais adequado na definição do preço justo ou intervalo de valor, se for o caso; e

d) na hipótese de a avaliação em uma faixa de valores mínimo e máximo, a justificativa para tal intervalo, que não poderá ultrapassar 10%, tendo como base o maior valor.

Valor Econômico pela Regra do Fluxo de Caixa Descontado

XIV – Para o cálculo do valor econômico pelo critério do fluxo de caixa descontado, deve ser observado o seguinte:

a) o laudo de avaliação deverá contemplar as fontes, os fundamentos, as justificativas das informações e dos dados apresentados, indicação das equações utilizadas para o cálculo do custo do capital, bem como as planilhas de cálculo e projeções utilizadas na avaliação por valor econômico, com destaque para as principais premissas utilizadas e justificativa para cada uma delas;

b) deverão ser explicitadas as premissas e a metodologia de cálculo para a fixação da taxa de desconto utilizada, de acordo com os critérios usualmente adotados na teoria de finanças;

c) deverão ser considerados os ajustes feitos por outros ativos e passivos não capturados pelo fluxo de caixa operacional, incluindo dívida financeira, contingências, posição de caixa, ativos e passivos não operacionais, entre outros, cujos valores deverão ser fundamentados;

d) deverão ser indicados os pressupostos para a determinação do valor residual, calculado através do método da Perpetuidade do Fluxo de Caixa, por múltiplos ou por outro critério de avaliação, sempre se considerando o prazo de duração das companhias, estabelecido em seus Estatutos Sociais, e, na hipótese de empresas concessionárias de serviços públicos, o prazo estabelecido no respectivo contrato de concessão;

e) deverá ser informado se a Demonstração dos Fluxos de Caixa e as taxas de desconto foram apresentadas em valores nominais ou reais; e

f) deverá ser informada a unidade monetária de todos os valores lançados.

Valor do patrimônio líquido avaliado a preços de mercado

XV – O valor do patrimônio líquido avaliado a preços de mercado deve ser apurado tomando por base a venda ou a liquidação dos ativos e exigíveis separadamente nas seguintes condições:

a) o valor de mercado deve corresponder ao valor expresso em caixa ou equivalente ao qual a propriedade (ou qualquer outro ativo ou passivo) poderia ser trocada entre um proponente comprador e um proponente vendedor, com razoável conhecimento de ambos e inexistindo compulsão para compra ou venda por um ou por ambos; e

b) o valor dos ativos deve ser avaliado em referência aos preços de mercado sob condições de liquidação ordenada, ou de “equivalentes correntes de caixa”, ou seja, não deve ser considerado o valor de liquidação em condições de venda forçada, a qualquer custo.

XVI – O laudo discriminará os itens do ativo e do passivo calculados em condição de negociação com devedores e credores e conterá a justificativa e memórias de cálculo para cada item tangível e intangível, monetário e não monetário, que poderão ser agrupados somente em condições de semelhança e relevância do item.

XVII – As seguintes bases de avaliação devem ser observadas nas diferentes classes de itens:

- a) ativos monetários, como caixa, equivalentes de caixa e créditos a receber, avaliados pelo valor justo, ou seja, o valor pelo qual um ativo poderia ser negociado entre partes independentes e interessadas, conhecedoras do assunto e dispostas a negociar, numa transação normal, sem favorecimentos e com isenção de outros interesses. Caso não seja possível identificar o mercado, esses itens podem, como segunda alternativa, ser avaliados pelo cálculo do valor presente dos recebimentos que reflita as atuais avaliações do mercado quanto ao valor do dinheiro no tempo e os riscos específicos;
- b) ativos não monetários, como terrenos, edificações, propriedades, máquinas, instalações além de intangíveis, como marcas e patentes, pelo valor provável de realização;
- c) passivos monetários, como dívidas, débitos a pagar, avaliados pelo valor justo, conforme definido na letra “a” desse item; e
- d) contingências, como ações contra o estado sobre questões tributárias e outras questões judiciais, avaliados segundo o desfecho mais provável.

XVIII – A demonstração do valor de patrimônio líquido a preços de mercado discriminará de forma dedutiva os ativos e exigíveis, restando o Patrimônio Líquido a preços de mercado que, dividido pelo número de ações, indicará o patrimônio líquido a preços de mercado por ação.

Valor Econômico pelo Critério dos Múltiplos

XIX – Para o cálculo do valor econômico pela regra dos Múltiplos, devem ser seguidas as etapas mostradas a seguir:

- a) indicar os múltiplos de mercado utilizados, os critérios e as fontes para a comparação, justificando a metodologia utilizada e apresentando as planilhas de cálculo;
- b) sempre que possível, apresentar operações similares no mercado de empresas do mesmo segmento (múltiplos de transações comparáveis), citando fontes, dados e datas das transações comparáveis, além dos critérios que demonstrem a pertinência da comparação; e
- c) apresentar o valor médio e a mediana dos valores resultantes da amostra utilizada de múltiplos de mercado e de transações comparáveis, fazendo-se os ajustes necessários para calculá-los, quando for o caso.

Glossário

XX – O laudo deverá conter glossário de termos técnicos, indicando o significado de cada termo técnico, sigla ou índice econômico citado.

APÊNDICE

APÊNDICE A – Roteiro de entrevista semiestruturada

IDENTIFICAÇÃO

Nome:

Formação: graduação, especialização, mestrado e doutorado

Cargos exercidos:

Cargo atual:

Tempo de atuação no mercado de capitais:

QUESTÕES

1. O que é e o que representa, em sua opinião, o chamado fechamento de capital?
2. Segundo Ricardo Guimarães Moreira (2007), há pensadores no Brasil que consideram ilegal e inconstitucional o poder regulador do executivo que não esteja diretamente previsto em lei, só admitindo regulamentos cujos fins seja a fiel execução da lei. Por outro lado, há os pensadores que admitem esse poder regulador pelo executivo. Acrescenta-se ainda que essa questão resta apaziguada pelo STF em favor do poder regulador do executivo. Qual a sua apreciação quanto a essa discussão no tocante à competência legal da CVM em regular o mercado de capitais?
3. Na realização da OPA para fechamento de capital, a CVM impõe, por meio de IN 361/02, que só será concedido o cancelamento de registro se o número de ações de propriedade de aceitantes ou concordantes for superior a 2/3 do total de ações pertencentes aos acionistas credenciados. O que o Senhor tem a dizer a respeito desse critério da CVM?
4. Estudo realizado com uma amostra de 132 empresas que fecharam o capital no período de 1999 a 2009 na BMF&BOVESPA mostrou indícios de que elas manipularam seus ganhos em um período de até 2 anos antes do fechamento de capital. No caso de fechamento por meio de OPA e também no caso de aquisição de uma empresa controlada, houve manipulação no sentido de baixar os ganhos e; nos outros casos, foi no sentido de aumentá-los. Em sua opinião, a CVM já tem arsenal para lidar com essas situações?
5. De acordo com sua experiência, quais as principais razões que induzem as empresas a fecharem o capital?
6. O mercado cunhou a expressão fechamento branco de capital para designar a aquisição paulatina da quase totalidade das ações em circulação de uma empresa pelo grupo controlador, sem cancelar o registro de companhia aberta na CVM. Essa prática tem como consequência a redução de liquidez das ações remanescentes com evidente prejuízo pecuniário dos minoritários. A CVM, por meio da IN 299/99, posteriormente por meio da IN

345/00 e, por último, por meio da IN 361/02 tentou coibir essa prática. As ações da CVM para coibir tal prática têm sido eficazes?

7. A justiça brasileira, pela primeira vez, como consequência de uma ação promovida pelo ministério público tendo a CVM como assistente, proferiu sentença anunciada em 18/02/2011, condenando à prisão 2(dois) ex-diretores da Sadia por uso de informação privilegiada. A CVM considera que tal sentença aumenta a confiança na ação do Estado brasileiro em defesa da integridade do seu mercado de capitais. Qual a sua avaliação sobre o pronunciamento da CVM?

8. Quanto à proteção dos minoritários por ocasião do fechamento de capital, qual a sua avaliação das normas da CVM, especificamente a IN 361/2002?

9. Uma empresa está tentando fechar o capital e, portanto, deverá realizar uma OPA, segundo as regras da CVM. O que um acionista minoritário deve fazer?

10. O Senhor gostaria de acrescentar outras informações?